

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μόνιμο θέμα των οικονομικών και μη άρθρων τα τελευταία χρόνια έχει γίνει η οικονομική κρίση που μαστίζει την Ελληνική και την παγκόσμια οικονομία. Οι αναλύσεις για τα αίτια, τις επιπτώσεις, αλλά και οι προβλέψεις για το μέλλον ποικίλουν με κύριες μεταβλητές τις πολιτικές, οικονομικές και φιλοσοφικές θεωρήσεις των αναλυτών.

Η οικονομική κρίση που βιώνουμε τα τελευταία χρόνια άρχισε να δημιουργείται σταδιακά ως χρηματοοικονομική από το 2007, όταν διαφάνηκε η ανάγκη ανατίμησης του κινδύνου περιουσιακών στοιχείων που συνδέονται με ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια στην Αμερική. Ακολούθησε μετατροπή μεγάλου ποσοστού δανείων σε επισφάλειες, περιορισμός της ρευστότητας διάφορων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αύξηση της μεταβλητότητας των τιμών και μετακύλιση της κρίσης και σε άλλους τομείς της παγκόσμιας αγοράς χρήματος και κεφαλαίου. Η παγκοσμιοποίηση αυτών των αγορών σε συνδυασμό με την αλματώδη ανάπτυξη των πληροφοριακών συστημάτων τις τελευταίες δεκαετίες δημιούργησαν ένα ευμετάβλητο οικονομικό περιβάλλον, με τις «τοπικές» κρίσεις να μην περιορίζονται στα στενά όρια μιας χώρας αλλά να επιδρούν ανεξέλεγκτα σε παγκόσμιο επίπεδο. Με αυτό τον τρόπο σε σύντομο χρονικό διάστημα μεταδόθηκε και στην Ελλάδα

Τα hedge funds, βρέθηκαν τον τελευταίο καιρό στο επίκεντρο διενέξεων σχετικά με την συμμετοχή τους ή όχι στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, κυρίως λόγω των μεθόδων επένδυσης και των στρατηγικών τους, των προϊόντων που χρησιμοποιούν, καθώς και το αν χρήζουν ανάγκη ρύθμισης τα ίδια και τα προϊόντα τους..

Η παρούσα εργασία, έχει την πρόθεση να μελετήσει αυτό το περίπλοκο αλλά και εξαιρετικά ενδιαφέρον χρηματοοικονομικό εργαλείο, τα Hedge Funds και την σχέση τους με την οικονομική κρίση, τόσο της Ελλάδος, όσο και της Παγκόσμιας .

Ένα "**hedge fund**" είναι ένα επιθετικά διαχειριζόμενο χαρτοφυλάκιο ποικίλων επενδύσεων, που απευθύνεται σε ειδικές κατηγορίες ιδιαίτερα εύπορων οργανισμών και ιδιωτών με εμπειρία και κατάρτιση στις επενδύσεις. Πρακτικά, είναι ένα κερδοσκοπικό αμοιβαίο κεφάλαιο για την ελίτ και ισχυρούς επενδυτικούς οργανισμούς, με πολύ μεγάλη αξία ελάχιστης συμμετοχής και ευελιξία στις επενδυτικές του επιλογές. Βασικός του σκοπός είναι η προστασία των επενδυτών του από την πτώση των αγορών, αλλά και η μεγιστοποίηση του κέρδους του από την άνοδο των αγορών.

Ένα "hedge fund" διαφέρει από ένα κοινό αμοιβαίο κεφάλαιο κυρίως στο, ότι απολαμβάνει ηπιότερης εποπτείας από τις αρμόδιες αρχές, έχει στη διάθεσή του περισσότερες επενδυτικές επιλογές και εφαρμόζει ένα ιδιαίτερο σύστημα αμοιβών σε αντάλλαγμα για τη διαχείριση και την απόδοση των κεφαλαίων του.

Σκοπός της εργασίας μας, είναι η ανάλυση των βασικών χαρακτηριστικών αυτής της εναλλακτικής μορφής επένδυσης, των Hedge Funds, καθώς και οι μέθοδοι επένδυσης που ακολουθούν. Έτσι λοιπόν στην παρούσα εργασία αναδεικνύουμε τα αναμφισβήτητα θετικά χαρακτηριστικά των Hedge Funds ως εναλλακτική μορφή επένδυσης, αλλά επισημαίνονται και οι τυχόν κίνδυνοι από την λειτουργία τους.

Πιο συγκεκριμένα, στο 1^ο κεφάλαιο, δίνεται ο ορισμός τους, ορισμένα ιστορικά στοιχεία για τα Hedge Funds, τα χαρακτηριστικά τους, καθώς και οι διαφορές τους από τα αμοιβαία κεφάλαια. Επίσης, παρουσιάζονται λεπτομερώς οι διάφορες στρατηγικές των Hedge Funds καθώς και τα Funds of Hedge Funds.

Στο 2^ο κεφάλαιο, παρουσιάζονται στοιχεία για την παγκόσμια οικονομική κρίση και τις αγορές , καθώς και πως έχουν επηρεάσει τα Hedge Funds αυτή την κατάσταση.

Στο 3^ο κεφάλαιο, γίνεται αναφορά για την χρηματιστηριακή κρίση και τον ρόλο των Hedge Funds σε αυτή.

Παράλληλα και στα δύο προηγούμενα κεφάλαια, γίνεται εκτεταμένη αναφορά στην Ελληνική κατάσταση και τον αντίστοιχο ρόλο των Hedge Funds σε αυτή.

Τέλος, στο 4^ο και τελευταίο κεφάλαιο αναφέρονται οι παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των Hedge Funds, σε σχέση με τον κίνδυνο . Τα συμπεράσματά μας βρίσκονται στον επίλογο και είναι απόρροια των όσων αναφέρονται στα κεφάλαια της παρούσης εργασίας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:

Hedge funds

« Ολόκληρες χώρες είναι δυνατόν να καταστραφούν οικονομικά από μερικούς ανθρώπους , που ως αντικειμενικό σκοπό , έχουν τόσο τον προσωπικό τους πλουτισμό, όσο και των πελατών τους.....

..... είναι καλοδεχούμενοι , ως εισροή κεφαλαίων ακόμα και οι κερδοσκόποι,..... όχι όμως αυτοί που θα προσπαθήσουν να επιφέρουν ανωμαλίες στην κεφαλαιαγορά, όσο και στην χρηματαγορά, για ίδιον όφελος (market manipulations).....»ⁱ

1.1 Ορισμός των hedge funds

Ο όρος **hedge fund** επινοήθηκε και χρησιμοποιήθηκε από τον Carol Loomis σε ένα άρθρο του περιοδικού Fortune το 1966, λόγω της ανάγκης που δημιουργήθηκε για να περιγραφεί η επενδυτική φιλοσοφία του πρώτου hedge fund, που άρχισε τη λειτουργία του το 1949 υπό την επίβλεψη του Αυστραλοαμερικανού Καθηγητή Ανθρωπολογίας , καθώς και εκδότη οικονομικού περιοδικού Alfred Winslow Jones.

Ο όρος hedge fund δεν έχει κάποιο επίσημο ορισμό, αλλά στην τυπική του μορφή, είναι ένα ιδιωτικό επενδυτικό κεφάλαιο, με επενδυτές, που τους χαρακτηρίζει η ευημερία και η ροπή προς την περιπέτεια και είναι κυρίως εκλεπτυσμένα άτομα που δεν φοβούνται να αναλάβουν το ρίσκο να χάσουν τα χρήματά τους , έχοντας ως όραμά τους τη δημιουργία εκπληκτικών αποδόσεων.

Hedge fund - κερδοσκοπικό αμοιβαίο κεφάλαιο.ⁱⁱ **Αρχικά** , ο όρος αναφερόταν σε οργανισμούς (επενδύσεων, κτλ) που προσπαθούσαν να αποτρέψουν πιθανούς κινδύνους διενεργώντας αντίστροφες πράξεις.

Ένα hedge fund μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα αμοιβαίο κεφάλαιο εξαιρετικά σκληροπυρηνικό , μια δεξαμενή χρημάτων , που προέρχονται από πολλούς επενδυτές , με σκοπό την ταυτόχρονη πολλαπλή επένδυση , που **έχει ως πλεονέκτημα τη διασπορά κινδύνου** , με σκοπό την δημιουργία θετικής απόδοσης και επιστροφής αυτής στους επενδυτές.

Σήμερα, χαρακτηρίζονται έτσι περίπου 3000 εταιρίες (κυρίως offshore), με κεφάλαια 200-400 δισ. δολάρια, που ενεργούν κερδοσκοπικές συναλλαγές (πωλήσεις "αέρα", αρμπιτράζ, κτλ) υψηλού κινδύνου για αποκομιδή κερδών ή αυξημένων αποδόσεων. Έχουν αναφερθεί ποσοστά 15-20% ετησίως για τα "συντηρητικά" και έως 80% για τα "επιθετικά". Έχουν τη δυνατότητα να ενεργούν συναλλαγές πολλαπλάσιες των οικονομικών του δυνατοτήτων χρησιμοποιώντας δανειακά κεφάλαια και τα παράγωγα.

Τα hedge funds είναι εταιρείες επενδύσεων που δεσμεύουν χρήματα επενδυτών για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, **συνήθως για ένα χρόνο**, με σκοπό να αυξήσουν το κεφάλαιό τους. Στο τέλος του έτους κάθε επενδυτής

επιλέγει αν θέλει να βγάλει το κεφάλαιό του από το hedge fund ή να το αυξήσει.

Είναι άκρως κερδοσκοπικά κεφάλαια, που απευθύνονται σε άτομα ή οργανισμούς, που μπορούν να τους εμπιστευτούν πολύ μεγάλα ποσά. (*κεφάλαιο τουλάχιστον 100 € εκατομμυρίων ανά επενδυτή*) Οι επενδύσεις τους, βασίζονται σε μια σειρά στρατηγικών μεγιστοποιήσεων των κερδών των επενδυτών τους, συμπεριλαμβανομένου του «shorting» (ακάλυπτες πωλήσεις).

Σε αντίθεση με την παραδοσιακή προσέγγιση των επενδυτών, οι οποίοι στοιχηματίζουν σε αύξηση της τιμής μιας κινητής αξίας, οι “Shorters” **ποντάρουν σε πτώση μιας κινητής αξίας.**

Για να το πραγματοποιήσουν, δεν αγοράζουν τους εν λόγω τίτλους, αλλά τους πωλούν με προθεσμία (*δηλαδή δεσμεύονται να τους πωλήσουν σε μια συμφωνημένη μελλοντική ημερομηνία*) και περιμένουν, να πέσουν οι τιμές των εν λόγω τίτλων, για να τους αγοράσουν σε χαμηλότερες τιμές και για να εξασφαλίσουν την μεταφορά τους. Η διαφορά μεταξύ των δύο πράξεων, αποτελεί την προστιθέμενη αξία τους.

Ένα **hedge fund** είναι ένα κεφάλαιο ανοικτού ή κλειστού τύπου όπου ένας διαχειριστής επενδύει τα χρήματα των μεριδιούχων έναντι κάποιας αμοιβής (management fee) ⁱⁱⁱ .

Αν και δεν υφίσταται κοινός ορισμός τί αντιπροσωπεύει ένα hedge fund, αυτό θα μπορούσε να περιγραφεί ως μια "εταιρεία", που δεν υπόκειται σε κανονισμούς ή υπό ορισμένες συνθήκες, υπόκειται σε περιορισμένους ελέγχους, που χρησιμοποιεί ελεύθερα διάφορες ενεργητικές επενδυτικές στρατηγικές, με σκοπό την επίτευξη θετικών αποδόσεων.

.....«Δεν υφίσταται νόμιμος ορισμός για τα hedge funds . Ο όρος αυτός είναι μια γενική αναφορά για κεφάλαια που έχουν ρευστότητα και είναι ιδιωτικά, γεγονός που σημαίνει , ότι δεν είναι εγγεγραμμένα σε επίσημα αρχεία. Οι άνθρωποι πρέπει να κατανοήσουν ότι τα hedge funds είναι μόνο κεφάλαια, που εφαρμόζουν μερικές επενδυτικές στρατηγικές, Πρέπει να καταλάβουν , ότι διαθέτουν αυτά τα δύο χαρακτηριστικά. Παρόλα αυτά, ακόμη και τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια , εφαρμόζουν στρατηγικές αντισταθμίσης».....

επισημαίνει ο κ. **David Goldstein**,^{iv} ειδικευμένος σε θέματα των hedge funds.

Στις **ΗΠΑ** , τα hedge funds συμπεριλαμβάνονται στην κατηγορία των «ιδιωτικής φύσεως» επενδύσεων , που χαρακτηρίζονται από απουσία κανονισμών και ρυθμίσεων.

Ακόμη και η αντίστοιχη **Γαλλική** ρυθμιστική αρχή, η AMF , η οποία δημιούργησε ένα από τα πιο εξοντωτικά ρυθμιστικά πλαίσια για τη λειτουργία των hedge funds , το έτος 2004, δεν μπόρεσε να δώσει έναν καθαρό ορισμό

για αυτά. Ένας από τους κυριότερους λόγους για τον μη καθορισμό νόμιμου ορισμού , είναι ή συνεχής αλλαγή των εξειδικευμένων επενδυτικών στρατηγικών , που εφαρμόζονται από εναλλακτικούς διαχειριστές κεφαλαίων, Δίνοντας έναν σαφή ορισμό, *εξηγεί η AMF*, θα ήταν το ίδιο, με το να τοποθετεί κανείς, όλες τις επενδυτικές στρατηγικές σε ένα κουτί , αφήνοντας πιθανότατα πολλές άλλες απ' έξω. Εν τούτοις, τόνισε ξεκάθαρα ότι οι εναλλακτικές στρατηγικές, που χρησιμοποιούνται από τα hedge funds , τείνουν γενικά να μην συσχετίζονται με την πορεία των αγορών και των απόλυτων αποδόσεων.

Οπουδήποτε αλλού στην Ευρώπη, όπου οι ρυθμίσεις δεν είναι τόσο εξελιγμένες όσο στην Γαλλία, το ζήτημα της δημιουργίας ενός νόμιμου ορισμού, συναντά παρόμοια εμπόδια.

Ας δούμε τι αναφέρουν οι Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες του **Ηνωμένου Βασιλείου** (Financial Services Authority of UK):

.....«Θα ήταν πολύ δύσκολο να ορίσουμε τον όρο hedge fund να επιτρέψουμε τα hedge funds να κατηγοριοποιηθούν, όπως και τα υπόλοιπα είδη επενδυτικών κεφαλαίων . Ο όρος hedge fund δεν είναι γενικά αποδεκτός όρος, αλλά μία προσπάθεια να δημιουργήσουμε έναν που θα περιλαμβάνει μια ευρεία γκάμα τωρινών, μη επενδυτικών προγραμμάτων».

Στην **Ιρλανδία**, ένα από τα κυριότερα κέντρα του Ευρωπαϊκού κλάδου των hedge funds, οι Ιρλανδικές Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (Irish Financial Servises Authority , IFSA) συμφωνούν με τις αντίστοιχες αρχές άλλων κρατών , επισημαίνοντας ότι δεν υπάρχει νόμιμος ορισμός ακόμη και εάν είναι ευρέως αποδεκτός για το συγκεκριμένο τύπο κεφαλαίου.

Πιο συγκεκριμένα, η Marina Kelly , στέλεχος του τμήματος Financial Institutions and Funds Authorization of the IFSA, επισημαίνει ότι :

..... «Δεν υφίσταται νόμιμος ορισμός του hedge fund για το εσωτερικό του ιρλανδικού ρυθμιστικού καθεστώτος όσον αφορά στα συλλογικά επενδυτικά κεφάλαια , για τα οποία δεν υπάρχει ξεκάθαρος ορισμός, Ο όρος hedge fund χρησιμοποιείται γενικώς για να περιγράψει μια πληθώρα διαφορετικών τύπων επενδυτικών σχημάτων που έχουν περίπου ίδια χαρακτηριστικά. Κατά μία ευρεία έννοια, αυτός αναφέρεται σε επενδυτικά κεφάλαια , που έχουν την δυνατότητα να εφαρμόζουν τη στρατηγική των «ανοικτών πωλήσεων» (short selling strategies) και να χρησιμοποιούν ευρέως τα παράγωγα προϊόντα . Επίσης , πολλά hedge funds χρησιμοποιούν την πολύ υψηλή μόχλευση».....

Στην **Γερμανία** , όπου μόνο για τις συναλλαγές με αγοραστικό χαρακτήρα έχει δημιουργηθεί ρυθμιστικό πλαίσιο , παρατηρούμε ότι υφίσταται ένας κατά κάποιον τρόπο ακριβέστερος νόμιμος όρος. Τα hedge funds έχουν καθοριστεί από τον νομοθέτη ως εξής:

..... «Είναι θεσμικοί επενδυτές , των οποίων οι διαχειριστές είναι ελεύθεροι να επιλέγουν τις αγορές στις οποίες θα επενδύσουν, όπως και τα χρηματοοικονομικά εργαλεία και τις επενδυτικές στρατηγικές και γενικά να επενδύουν σχετικά ελεύθεροι από νόμιμες απαγορεύσεις».....

Ιστορικά, τα hedge fund έχουν καλύτερη απόδοση από άλλες εταιρείες επενδύσεων, όμως έχουν προκαλέσει και κρίσεις, όπως η κρίση στις ΗΠΑ το 1998, όταν κατέρρευσε το hedge fund Long Term Capital Management (LTCM), **με υπάλληλους δύο νομπελίστες**

Πολλά hedge funds, έχουν ως managers, επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων, οι οποίοι διακρίνονται για την **οξυδέρκεια** και την **πειθαρχία** τους, καθώς και την **εξαιρετική ειδίκευσή τους** σε συγκεκριμένες αγορές, η οποία αποτελεί και το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα.

Τυπικά, οι αμοιβές των διαχειριστών κεφαλαίων είναι συνυφασμένες με την απόδοση του υπό διαχείριση κεφαλαίου, στο οποίο πολύ συχνά και οι ίδιοι επενδύουν και τα ιδιωτικά τους κεφάλαια.

Τα hedge funds έχουν λιγότερους από 300 υπαλλήλους συνήθως και ανάμεσά τους, υπάρχουν πάντοτε γνωστοί καθηγητές, οικονομολόγοι, και επιστήμονες, που προσελκύουν την εμπιστοσύνη και το κεφάλαιο μεγάλων επενδυτών.

Οι υπάλληλοι των hedge fund, πληρώνονται με ένα ποσοστό από τα κέρδη των επενδυτών, συνήθως το 10-15%. Π.χ., αν ένα hedge fund καταφέρει να αυξήσει κεφάλαιο επενδυτών 300€ εκατομμυρίων κατά 20% (60€ εκατομμύρια) και το hedge fund χρεώνει 15%, τότε οι υπάλληλοι του hedge fund θα μοιραστούν 9€ εκατομμύρια.

Τα **hedge funds** χρησιμοποιούν πληθώρα χρηματοοικονομικών εργαλείων με σκοπό την μείωση του επενδυτικού ρίσκου, την αύξηση των αποδόσεων και την ελαχιστοποίηση της συσχέτισης με τις αγορές των μετοχών και των ομολόγων.

Οι στρατηγικές και τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται (short sales, δανεισμός, παράγωγα και ξένες μετοχές) αυξάνουν σημαντικά τα επίπεδα κινδύνου και σε συνδυασμό με τη χαμηλή ρευστότητα και την έλλειψη διαφάνειας συνθέτουν μια ανελαστική επένδυση που απευθύνεται σε επενδυτές που μπορούν να υπομείνουν τέτοιους κινδύνους ή απώλειες κεφαλαίου.

Γι' αυτό και απαιτείται η συνεχής ενημέρωση διαχειριστών και επενδυτών. Οι επενδυτές πρέπει να κατανοούν τους κινδύνους, να επιλέγουν το κατάλληλο για αυτούς επενδυτικό σχήμα, να πληροφορούνται πλήρως για τις προμήθειες που θα καταβάλλουν και τα λοιπά έξοδα συναλλαγών. Οι συμβάσεις πρέπει να ελέγχονται λεπτομερώς ώστε να μην αντικρούονται τα συμφέροντα επενδυτή.

Τα περισσότερα όπως προείπαμε, είναι ευέλικτα στις επενδυτικές τους επιλογές (μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις ανοιχτές πωλήσεις, τη μόχλευση, παράγωγα προϊόντα όπως δικαιώματα πώλησης (**puts**), δικαιώματα αγοράς (**calls**), συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (**futures**) κτλ.

Έτσι, συνταξιοδοτικά κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρείες, ιδιωτικές τράπεζες επενδύουν σε hedge funds, **με σκοπό την μείωση της μεταβλητότητας και την επαύξηση των αποδόσεων** των ήδη υπαρχόντων

χαρτοφυλακίων. Η επένδυση σε hedge funds τείνει να ελκύει πιο εκλεπτυσμένους επενδυτές συμπεριλαμβανομένων πολλών ελβετικών και άλλων ιδιωτικών τραπεζών οι οποίοι γνωρίζουν πολύ καλά τις επιπτώσεις των μεγάλων διακυμάνσεων της αγοράς μετοχών.

- § Στα ανοιχτού τύπου funds μπορεί οποιοσδήποτε επενδυτής να αποκτήσει μερίδιο αν και τα κατώτατα όρια συμμετοχής είναι ιδιαίτερα υψηλά και μπορεί να ανέρχονται σε εκατοντάδες χιλιάδες ευρώ.
- § Στα κλειστού τύπου funds η συμμετοχή των επενδυτών γίνεται βάσει επιλογών του διαχειριστή.

1.2 ιστορική αναδρομή.

Εδώ και χρόνια, οι διαχειριστές των hedge funds έπαιζαν ένα παιχνίδι στο οποίο διακυβευόνταν τα πάντα, ανά πάσα στιγμή. Είτε θα έφθαναν στη γη της επαγγελίας και του γρήγορου πλουτισμού, είτε θα εξαφανίζονταν προσπαθώντας. Ο κλάδος εκτινάχθηκε στη δεκαετία του '90, παρά την ταυτόχρονη ενίσχυση στα διεθνή χρηματιστήρια, λόγω υποσχέσεων για ακόμη μεγαλύτερες αποδόσεις. Εκτός κάποιων σποραδικών διορθώσεων στον κλάδο, και συγκεκριμένα κατά τα έτη 1994, 1998, σε γενικές γραμμές, οι διαχειριστές, εκπλήρωσαν τις υποσχέσεις τους.

Ο κλάδος, δέχτηκε νέα ώθηση με την ύφεση στις χρηματιστηριακές αγορές, καθώς φάνηκε, ότι, όχι μόνο μπορούσαν να προσφέρουν προστασία από την γενικευμένη πτώση των τιμών, αλλά ακόμα και να δημιουργήσουν θετικές αποδόσεις στα υπό διαχείριση κεφάλαια.

Στην διάρκεια της κρίσης του 2011, πολλά hedge funds καταγράφουν απώλειες, καθώς οι αγορές έπεφταν λόγω των ανησυχιών για την ευρωζώνη, αλλά το πρώτο τρίμηνο του 2012 με την ανάκαμψη των αγορών, σηματοδοτείτε και η ανάκαμψη των αποδόσεων τους.

Τα hedge funds το πέτυχαν μέσω "έξυπνων" αλλά και ταχύτατων κινήσεων στις αγορές, με τις συναλλαγές τους να εκτελούνται δίχως τους κανόνες-αλυσίδες και τους περιορισμούς που έχουν να αντιμετωπίσουν οι περισσότεροι διαχειριστές κεφαλαίων. Από την άλλη, μια αδύναμη ή ακόμα και αρνητική απόδοση του χαρτοφυλακίου ενός hedge fund, μπορεί να καταστρέψει τόσο τον ίδιο τον διαχειριστή, όσο και ολόκληρο το hedge fund, ενώ αντιθέτως μια καλή απόδοση, δημιουργεί ένα νέο «αστέρι» στον κλάδο.

Το πρώτο hedge fund δημιουργήθηκε το **1949** βρίσκει την Αμερική να επουλώνει τις πληγές της μετά από το crash του 1929. Ιδρυτής και διαχειριστής του, ο **Alfred Winslow Jones** έχει σαν σκοπό την αντιστάθμιση του κινδύνου αγοράς ώστε να επιτευχθούν υψηλές αποδόσεις, **είτε η αγορά πήγαινε καλά είτε όχι.**

Η πρώτη τεχνική που χρησιμοποιήθηκε σχετιζόταν με το short selling υπερτιμημένων μετοχών και την αγορά υποτιμημένων μετοχών μέσω δανεισμού αλλά από τότε έχουν αναπτυχθεί πολλές ποικίλες στρατηγικές

hedging, μερικές από τις οποίες θα εξετάσουμε στη συνέχεια. Αναλυτικότερα, η επενδυτική στρατηγική που χρησιμοποίησε ο Jones, είχε δύο βασικά χαρακτηριστικά :

Το πρώτο, ήταν ότι το επενδεδυμένο κεφάλαιο ήταν ουδέτερο ως προς την πορεία της αγοράς (market neutral). Αυτό το αποτέλεσμα έδιναν οι short positions σε τίτλους των οποίων οι τιμές θεωρούνταν ακριβές (overvalued prices) και οι αντίστοιχες long positions σε τίτλους των οποίων οι τιμές τους θεωρούνταν φθηνές (undervalued prices). Με αυτό τον τρόπο αντιστάθμιζε τον κίνδυνο της αγοράς (systemic risk) και με τη μόχλευση του μικρού αρχικά επενδεδυμένου κεφαλαίου, είχε τη δυνατότητα να διαχειρίζεται μεγάλα κεφάλαια και να επιτυγχάνει υψηλές θετικές αποδόσεις.

Το δεύτερο χαρακτηριστικό, ήταν η εισαγωγή της προμήθειας- αμοιβής του διαχειριστή, εκτός της κανονικής (management fee) από τους επενδυτές του, που ανερχόταν στο 20% επί των κερδών και αποτελούσε ισχυρό κίνητρο για την διαχειριστή για την επίτευξη όσο το δυνατόν υψηλότερης απόδοσης. Ήταν καινοτομία για την εποχή εκείνη η ύπαρξη τέτοιας αμοιβής, η οποία τελικά καθιερώθηκε και ισχύει μέχρι τις ημέρες μας.

Ο κύριος Jones, πρότεινε κάτι νέο, κάτι δυναμικό.^v χαρακτηριστικά αναφέρει και ο καθηγητής Sebastian Mallaby, «Mr. Jones was cut from different cloth and he reinvented capitalism on Wall Street». Δηλαδή ο κ. Jones ήταν διαφορετική πάστα ανθρώπου και εκείνος που ανακάλυψε για μια ακόμη φορά, ή καλύτερα, επαναπροσδιόρισε τον καπιταλισμό στην Wall Street

Ο κύριος Jones δεν είχε κάνει σπουδές ούτε σε business, ούτε σε finance. Δεν είχε προϋπηρεσία ούτε στην Morgan Stanley, ούτε στην Goldman Sachs.

Σπούδασε Κοινωνιολογία στο Harvard, ταξίδεψε στα καράβια, σπούδασε στο Marxist Workers School στο Βερολίνο όταν και ήταν υπάλληλος του υπουργείου εξωτερικών των ΗΠΑ, ενώ διητέλεσε και μέλος μιας Αντιναζιστικής Λενινιστικής Ομάδας στα πρώτα χρόνια του χιτλερισμού στην Γερμανία και βρέθηκε ακόμα και στο μέτωπο του εμφυλίου πολέμου στην Ισπανία.

Οι περιπετειώδεις αναζητήσεις του, τον οδηγούν σε ένα Ph.D. στην Κοινωνιολογία από το Columbia University της Νέας Υόρκης. Σε ηλικία 48 ετών, η πολυσχιδής αυτή προσωπικότητα, ιδρύει ένα hedge fund στην Broad Street, με αρχικό κεφάλαιο \$100,000. **Οι δομές της λειτουργίας αυτού του fund, αποτελούν μέχρι σήμερα το backbone του κλάδου των hedge funds απανταχού της Γης.**

Από τα \$100,000 του κύριου Jones, έχουμε οδηγηθεί σήμερα σε μια κολοσσιαία παρέμβαση των hedge funds στις χρηματιστηριακές αγορές τόσο σε όγκο (\$2 τρις. ενεργητικό) όσο και σε δυναμική, με τακτικές που κινητοποιούν κάθε τόσο την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC-Securities and Exchange Commission).

Η πετυχημένη απόπειρα των funds του Ουγγροαμερικανού επενδυτή **George Soros** να βγάλουν μεγάλο κέρδος, *φημολογείται 1 δισ. δολάρια και πιθανόν παραπάνω*, στις αρχές της δεκαετίας του **1990** από την επίθεση στη βρετανική στερλίνα είχε δύο αποτελέσματα^{vi}:

- **Πρώτον**, έκανε τον κ. Soros πασίγνωστο παγκοσμίως.
- **Δεύτερον**, έκανε τα Hedge Funds πιο γνωστά στο ευρύτερο κοινό

Ήδη ως διδακτική είναι η ιστορία του κερδοσκοπικού hedge fund **LTCM (Long-Term Capital Management)**, αυτού του θεαματικού διάπτοντος αστέρα στο στερέωμα της «νέας οικονομίας». Ιδρύθηκε το **1994** από τον John Meriwether και απέκτησε σύντομα παγκόσμια φήμη καθώς απέφερε, για ένα διάστημα, αστρονομικά ετήσια κέρδη, της τάξης του 40% (μετά τους φόρους!) στους επενδυτές.

Δύο από τα μέλη του διοικητικού του συμβουλίου, οι Μάιρον Σκόουλις και Ρόμπερτ Μέρτον, πήραν το βραβείο Νομπέλ το 1997 για τη «*νέα μαθηματική μέθοδο προσδιορισμού της τιμής των παραγώγων*».

Η κοινή λογική και η οικονομική ιστορία υπαγορεύουν τη βασική αρχή της κερδοσκοπίας, που λέει ότι τα μεγάλα κέρδη είναι αξεχώριστα από το μεγάλο ρίσκο. Ωστόσο, οι νέοι αλχημιστές πίστευαν ότι είχαν βρει τη σύγχρονη φιλοσοφική λίθο, που θα μετέτρεπε τα πάντα σε χρυσό χωρίς κανένα ρίσκο, χάρη στα πολύ έξυπνα μαθηματικά τους. Δεν είχαν προλάβει να εισπράξουν το βραβείο Νομπέλ και ήρθε η ρωσική κρίση του 1998, από τις επιπτώσεις της οποίας το LTCM έχασε 4,6 δισ. δολάρια μέσα σε λιγότερο από τέσσερις μήνες, για να κλείσει οριστικά δύο χρόνια αργότερα, προκαλώντας την παρέμβαση της Fed^{vii} για να ελεγχθεί ο συστημικός^{viii} κίνδυνος.

Προς τα τέλη του έτους 2004, το 55% του συνόλου των hedge funds, που διαχειρίζονταν τα 2/3 περίπου του συνόλου των κεφαλαίων, είχαν εγγραφεί ως offshore εταιρείες. Η πιο διαδεδομένη τοποθεσία ίδρυσης τέτοιων εταιρειών ήταν τα Νησιά Κέιμαν (Cayman Islands), ακολουθούμενα από τις Βρετανικές Παρθένους Νήσους (British Virgin Islands) και τις Βερμούδες (Bermuda). Οι ΗΠΑ θεωρούνται ως η δημοφιλέστερη τοποθεσία για τις offshore εταιρείες, αφού υπολογίζεται ότι στα εδάφη της, δραστηριοποιείται το 34% αυτών των εταιρειών, που διαχειρίζονται το 24% του συνολικού ενεργητικού. Οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης θεωρούνται ως η αμέσως επόμενη καταλληλότερη τοποθεσία με το 9% των offshore εταιρειών και το 11% του ενεργητικού, ενώ υπολογίζεται, ότι η πλειοψηφία των υπόλοιπων εταιρειών βρίσκεται στην Ασία.

Οι τοποθεσίες των offshore εταιρειών θεωρούνται ως οι πιο σημαντικές από την άποψη ότι προσελκύουν περισσότερο τους διαχειριστές κεφαλαίων (Fund Managers). Η Νέα Υόρκη και η Χρυσή Ακτή στο Connecticut, και πιο συγκεκριμένα στο Greenwich, θεωρούνται ως τα μεγαλύτερα κέντρα για τους διαχειριστές κεφαλαίων, όπου εργάζονται σχεδόν οι διπλάσιοι από το

αμέσως επόμενο κέντρο, το Λονδίνο. Αυτό το γεγονός , δεν αποτελεί έκπληξη, διότι οι ΗΠΑ έχουν χαρακτηριστεί ως «η χώρα των επενδύσεων» .

Στα τέλη του 2005 , τα $\frac{3}{4}$ των ευρωπαϊκών επενδύσεων των hedge funds, περίπου 300 δις US \$, είχαν τοποθετηθεί στο Ηνωμένο Βασίλειο , με την πλειοψηφία αυτών στο Λονδίνο . Τα υπό διαχείριση εκτός Λονδίνου κεφάλαια έχουν σχεδόν τετραπλασιαστεί κατά το χρονικό διάστημα 2002-2005 και από 61 δις US\$ ξεπέρασαν τα 225 δις US \$. Η πλειοψηφία των hedge funds της Ευρωπαϊκής Ένωσης χρησιμοποιούν κυρίως ως έδρες τους το Λουξεμβούργο και την Ιρλανδία , ενώ οι διαχειριστές τους προτιμούν να διαμένουν κυρίως στο Λονδίνο. Η Αυστραλία , ήταν το σημαντικότερο κέντρα επενδύσεων για τα hedge funds τόσο της Ασίας όσο και του Ειρηνικού . Μετά από έρευνες, διαπιστώθηκε ότι περίπου 115 δις US \$ είχαν επενδυθεί σ' αυτήν από τα παραπάνω hedge funds κατά την διάρκεια του 2005.

Τα 25 κορυφαία κεφάλαια της Ασίας , διαχειρίζονται πλέον ενεργητικά ύψους 22,6 δις US \$, σηματοδοτώντας τη στροφή του κλάδου προς τις αναδυόμενες αγορές της Ασίας και της Ιαπωνίας. Το μεγαλύτερο ασιατικό hedge fund είναι το Sparx Asset Management με έδρα το Τόκυο και υπό διαχείριση , κεφάλαια της τάξης των 5,2 δις US \$.

Το μέγεθος της ασιατικής αγοράς hedge fund ωχριά στη σύγκριση με την Αμερικανική και την Ευρωπαϊκή αγορά. Τα hedge fund που ελέγχουν οι Αμερικάνικες Goldman Sachs και Bridgewater Associates ξεπερνούν σε κεφάλαια τα 20 δις US\$.

Όμως , ούτε η Αμερικανική αλλά ούτε και η Ευρωπαϊκή αγορά hedge funds μπορεί να συγκριθεί με την ασιατική σε ρυθμούς αύξησης. Ο αριθμός των hedge funds στην Ασία έχει τετραπλασιαστεί στα 700 από το έτος 2002 και ο αριθμός των υπό διαχείριση κεφαλαίων έχει δεκαπλασιαστεί και υπολογίζεται ότι υπερβαίνει τα 120 δις US \$.^{ix}

Για πολλούς τα Hedge Funds ήταν η **επιτομή** της κερδοσκοπίας. Όμως, για άλλους ήταν οχήματα για να αποκτήσει κανείς καλά λεφτά, αν μπορούσε φυσικά να εισέλθει στα πιο γνωστά.

Το 1990, τα hedge funds διαχειρίζονταν περίπου 39 δισεκατομμύρια δολάρια των περιουσιακών στοιχείων και ήταν σχεδόν άγνωστα. Μέχρι το 2008 ο αριθμός αυτός είχε αυξηθεί σε περίπου 2 τρισεκατομμύρια δολάρια και τα hedge funds είχαν κατηγορηθεί από κάποιους για τη συμβολή τους στην πιστωτική κρίση και δαιμονοποιηθεί από άλλους για την απληστία τους.

Σήμερα οι ενεργές εταιρείες ξεπερνούν τις 10.000 και διαχειρίζονται πάνω από 10 τρισεκατομμύρια δολάρια. Μόνο κατά τη διάρκεια του τελευταίου τριμήνου του 2010 οι επενδυτές τοποθέτησαν περί τα 10 δις. ευρώ ως νέα κεφάλαια.

Η άνοδος του κλάδου έχει δημιουργήσει μια νέα δέσμη των δισεκατομμυριούχων, οι οποίοι έχουν γίνει πλούσιοι με τη διαχείριση των χρημάτων άλλων ανθρώπων

Ο Jim Simons, ένας μαθηματικός που σε μια προηγούμενη γενιά θα μπορούσε να ζήσει με τον μισθό ενός ακαδημαϊκού, κέρδισε το αξιόλογο ποσό των 2,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων το 2008 μόνο. Τα κορυφαία 10 στελέχη του ίδιου έτους πληρώθηκαν σχεδόν 10 δισεκατομμύρια δολάρια μεταξύ τους, με τους τρεις πρώτους να κερδίζουν πάνω από 1 δισ. δολάρια έκαστος.

Στα χρόνια που ακολούθησαν η διεθνής κοινή γνώμη, συμπεριλαμβανομένης και της ελληνικής, έμαθε περισσότερα για τα Hedge Funds, των οποίων η δύναμη πυρός, δηλαδή τα κεφάλαια υπό διαχείριση, αυξήθηκε κατά πολύ. Δεν εκπλήσσει, λοιπόν, η αύξηση της παρεμβατικότητάς τους στις αγορές.

Τα ονόματα γνωστών «γκουρού» του χώρου, όπως των κ. **Paulson, Soros** και άλλων, δέσποζαν στην ελληνική επικαιρότητα των spread, των CDS^x των ομολόγων την περίοδο πριν από τον Μάιο του 2010.

Είναι γνωστό ότι στον αγγλοσαξονικό κόσμο τα Hedge Funds έχουν **καλύτερο** όνομα σε σχέση με εκείνο που έχουν στη Γερμανία, στη Γαλλία και σε άλλες χώρες της ευρωζώνης. Το λιγότερο που θα ήθελαν οι περισσότερες χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης είναι να γίνουν οι αγορές και οι οικονομίες τους έρμαιο των Hedge Funds. Όμως, μια σειρά γεγονότα και εξελίξεις δείχνει ότι είναι πιθανόν να οδηγηθούμε προς αυτήν ακριβώς την κατεύθυνση.

1. Κατ' αρχάς έχει γίνει πια κατανοητό ότι τα **κρατικά ομόλογα** δεν είναι τόσο ασφαλή όσο η επενδυτική κοινότητα νόμιζε στο παρελθόν. Τα χρεόγραφα των χωρών της ευρωζώνης, εκτός Γερμανίας, ενσωματώνουν κάποιας μορφής πιστοληπτικό κίνδυνο. Οι πιθανότητες να **υποβαθμιστεί** το αξιόγραφο περισσότερων χωρών της ευρωζώνης είναι σημαντικές και αυτό δημιουργεί αβεβαιότητα, ενισχύοντας το ενδεχόμενο ζημιών από ομόλογα στο μέλλον.

2. Είναι γνωστό ότι η **Γαλλία** απειλείται με υποβάθμιση και αν μετουσιωθεί σε πράξη, το προσωρινό πανευρωπαϊκό χρηματοδοτικό ταμείο (EFSF)^{xi} θα χάσει την αξιολόγηση AAA.

3. Ούτε όμως οι κανόνες της **Βασιλείας III** για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών ευνοούν τις τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα, αφού ζητούν από τα πιστωτικά ιδρύματα να δεσμεύουν κάποια κεφάλαια από μία διαβάθμιση ομολόγων και κάτω. Τέτοιο θέμα δεν ετίθετο στο παρελθόν, αφού τα κρατικά ομόλογα των χωρών της ευρωζώνης είχαν **μηδενική** στάθμιση και επομένως δεν χρειαζόταν μια τράπεζα να βάλει κεφάλαια στην άκρη γι' αυτά, σε αντίθεση με τα υπόλοιπα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα.

Είναι λοιπόν φυσιολογικό να μην έχει η επενδυτική κοινότητα την ίδια επιθυμία να απορροφήσει κρατικά ομόλογα και μάλιστα τα πιο μακροπρόθεσμα όπως στο παρελθόν.

Όμως, οι ανάγκες αναχρηματοδότησης διαφόρων χωρών, π.χ. της **Ιταλίας** και της **Ισπανίας**, δεν είναι μικρές. Ταυτόχρονα, οι ίδιες χώρες δεν μπορούν να αντέξουν τα υψηλά επιτόκια δανεισμού για μακρύ χρονικό διάστημα με

χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης και μικρά πρωτογενή πλεονάσματα στον προϋπολογισμό. Είναι λοιπόν λογικό να επιδιώξουν να δανειστούν με μικρότερο επιτόκιο εκεί που μπορούν, δηλαδή στα πιο κοντινά διαστήματα της καμπύλης των επιτοκίων.

Αυτό σημαίνει ότι τα Hedge Funds, θα μπορούν πλέον , να «στριμώξουν» ευκολότερα την αγορά ομολόγων. Υπό αυτήν την έννοια, τα Hedge Funds μπορεί να έχουν μεγαλύτερο λόγο στα τεκταινόμενα κάθε οικονομίας και της ευρωζώνης γενικότερα στο μέλλον.

Το μέλλον των hedge funds, είναι αρκετά υψηλά στην ατζέντα των οικονομικών συζητήσεων , (και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού), οι οποίοι και φορτώνουν στις πλάτες αυτού του χρηματιστηριακού αποδιοπομπαίου τράγου, μεγάλο ποσοστό των δεινών και της κρίσης που διέρχεται η παγκόσμια οικονομία.

Παρ' όλα αυτά οι οικονομικοί κύκλοι, δεν αντιλαμβάνονται ότι οι αρχές και η φιλοσοφία του κύριου Jones και των hedge funds, προσφέρουν μακροπρόθεσμη σταθερότητα στο σύστημα.

1.2.1.Οι τέσσερις διαχρονικές αρχές των hedge funds

Η λειτουργία του νέου εργαλείου που ανακαλύπτει ο κύριος Jones βασίζεται σε τέσσερις πολύ απλές και καινοτόμες αρχές που παραμένουν αναλλοίωτες όλα αυτά τα χρόνια.

- Η **πρώτη αρχή** είναι η **αρχή του 1/5 (ενός πέμπτου)**. Ο κύριος Jones καρπούται το 1/5 ή το 20% της κερδοφορίας της επένδυσης, ακολουθώντας τον κανόνα των αρχαίων Φοινίκων ναυσιπλόων οι οποίοι παρακρατούσαν το 1/5 από τα εμπορεύματα που μετάφεραν με επιτυχία από λιμάνι σε λιμάνι της Μεσογείου.

Με αυτόν τον τρόπο ο κύριος Jones, προσέφερε καλύτερες αμοιβές στους εργαζόμενους του, τους έκανε πιο γρήγορους, πιο αποτελεσματικούς. Ταυτόχρονα τα κέρδη αυτά, αντί να καταλήγουν απλά στις τσέπες των στελεχών, επανεπενδύονταν στο fund, ώστε οι managers να αποφεύγουν το υπέρμετρο ρίσκο, καθώς οποιοδήποτε λάθος θα είχε άμεσες επιπτώσεις και στις δικές τους περιουσίες.

- Η **δεύτερη αρχή**, που του είχε γίνει δεύτερη φύση , ήταν η **αποφυγή των ελέγχων και των κανόνων**. Έτσι ο κύριος Jones διατηρώντας ένα προφίλ χαμηλών τόνων, απέφευγε τις επαφές με την SEC και τους λοιπούς “regulators” των αγορών.

Γνώριζε ότι με αυτόν τον τρόπο, θα είχε από τη μια , ελευθερία ελιγμών και κινήσεων, και από την άλλη , αν κάπου κάτι δεν πήγαινε καλά , δεν θα υπήρχε το παραμικρό δίχτυ προστασίας.

- Η **τρίτη αρχή**, ήταν η **πλήρης ενθουλάκωση της στρατηγικής του “short selling”**. Το 1950 η χρήση του “short selling” και η κερδοσκοπία πάνω σε κάποια ενδεχόμενη επιχειρηματική αποτυχία εθεωρείτο άκρως αντιαμερικανική – αν σκεφτεί κανείς όλο το κοινωνικό περιβάλλον των ΗΠΑ εκείνη την περίοδο.

Αλλά και σήμερα στην Ε.Ε. και στην Ελλάδα, δεν «ποινικοποιείται» άλλωστε το short selling και το hedging; Ο κύριος Jones, επιθυμούσε πάντα να προστατεύει τις «καλές» επενδύσεις του, ποντάροντας και στην αποτυχία των «κακών» επενδύσεων.

Έχοντας καλύψει λοιπόν τα νώτα του ως προς τις βίαιες κινήσεις των αγορών (με τη χρήση του short selling και του hedging) ο κύριος Jones ενσωματώνει στην πρακτική του την

- **τέταρτη** και πλέον αμφιλεγόμενη αρχή του. **Τη μόχλευση.**^{xii}

Δανείζεται κεφάλαια και αυξάνει τα επενδεδυμένα κεφάλαια του fund σε μεγάλο βαθμό. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα οι συσσωρευμένες αποδόσεις του μέσα σε μια 20ετία να αγγίζουν το 5,000%.

Ο κύριος Jones είχε μεγάλη ομάδα πιστών οπαδών με βασικότερους τον Michael Steinhardt, που δημιούργησε το δικό του hedge fund το 1967, και φυσικά τον πασίγνωστο George Soros που εισήλθε στο χώρο των hedge funds το 1969. Φυσικά οι διάδοχοι του κύριου Jones, προσάρμοσαν τις ιδέες και τις αρχές του, στα δικά τους ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Ο **Steinhardt** απετέλεσε την ανθρώπινη έκδοση αυτού που σήμερα ονομάζουμε “flash trading”.^{xiii}

Δηλαδή τα fast-trading computerized hedge funds που βρίσκονται εδώ και καιρό στο στόχαστρο της SEC. Ο **G. Soros** μεταμορφώθηκε στον μεγαλύτερο “short player”, στην ιστορία των χρηματιστηρίων με θύματα τα νομίσματα αρκετών χωρών, από το Ην. Βασίλειο μέχρι την Ταϊλάνδη.

Με την πάροδο των ετών τα hedge funds εξελίσσουν τις τακτικές τους και τις αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται. Χαρακτηριστικό παράδειγμα το **Tiger Fund** το οποίο διαπραγματεύτηκε το 1998, την αγορά «όλων των αποθεμάτων» των μετάλλων (πλην χρυσού) της Ρωσίας.

Το Tiger Fund, βρέθηκε να δαπανά περισσότερα χρήματα για την ασφαλή μεταφορά του παλλαδίου από τη Σιβηρία, από το κόστος του leverage^{xiv} αυτής της συναλλαγής. Το 2002 το **Farallon Fund** από τις δυτικές ΗΠΑ, εξαγόρασε εν μία νυκτί το ποσοστό του κράτους της Ινδονησίας στην μεγαλύτερη τράπεζα της περιοχής!

Κι αυτό χωρίς τη χρήση leverage και χωρίς την προστασία του hedging, απλά εκμεταλλευόμενο την αναταραχή των αγορών της Ν.Α. Ασίας.

Η ελαφριά ως ανύπαρκτη εποπτεία των hedge funds από τις εποπτικές αρχές, επέτρεψαν στους διαχειριστές τους να κυνηγούν τις ευκαιρίες σε

πάμπολλα διαφορετικά προϊόντα, προσδίδοντας τον τίτλο του χαμαιλέοντα στον χαρακτηρισμό της στρατηγικής επενδύσεων του ενεργητικού τους.

Έτσι το προαναφερθέν Farallon Fund, με την ίδια ευκολία που κινήθηκε στην Ινδονησία, σπεκουλάριζε σε διάφορα M&A projects, συμμετείχε σε εξαγορές distressed debts και ανέπτυξε projects διαχείρισης υδάτινων πόρων στο Colorado.

Η ελευθερία του long & short positioning, επέτρεψε στα hedge funds, να αποκομίζουν τεράστια κέρδη από προϊόντα, μετοχές, νομίσματα, επιτόκια με τη βοήθεια των μοντέλων τους, ποντάροντας στις κινήσεις και όχι στις αξίες πίσω από τα προϊόντα.

Τη δεκαετία του '70, οι ομάδες του κύριου Jones, ξημεροβραδιαζόντουσαν έξω από τα γραφεία της Securities and Exchange Commission για να διαβάσουν πρώτοι τα νέα και τις εταιρικές ανακοινώσεις, ώστε να προλάβουν τους οκνηρούς ανταγωνιστές τους.

Το 1980 ο Julian Robertson με το που μάθαινε ότι κάποιο stock recommendation είχε εκδοθεί, απαιτούσε να μάθει όλο τα πραγματικό εταιρικό “story”. Είναι χαρακτηριστικό το **παράδειγμα του χειρισμού ενός “sell recommendation”^{xv}** μιας αυτοκινητοβιομηχανίας που έχει λανσάρει στην αγορά ένα ελαττωματικό αυτοκίνητο.

Ο Robertson αγόρασε 2 τέτοια αυτοκίνητα, τα διέλυσε, ανακάλυψε το μηχανικό ελάττωμα τους (που ήταν σχεδιαστικό, άρα και πολύ δύσκολα επισκευάσιμο) και πήρε μια τεράστια short θέση που του απέφερε δεκάδες εκατ. δολάρια σε ελάχιστα 24ωρα.

Ο James Simons, που αποδείχτηκε ο πιο επιτυχημένος hedge fund manager της περασμένης δεκαετίας, ανέπτυξε ένα μοντέλο ανίχνευσης των “price movements patters” βασισμένο σε μαθηματικά και κρυπτογραφία. Ανακάλυπτε patterns μη ανιχνεύσιμα από τρίτους, και η εφαρμογή του με τη μορφή black box έγινε best seller στην κοινότητα των traders.^{xvi}

1.2.2 Τα hedge funds νικούν τις αποδόσεις των αγορών

Η απουσία αυστηρών κανονιστικών δεσμεύσεων καθώς και η διάρθρωση των αμοιβών, βασισμένη στο success fee, (αμοιβή επιτυχίας) προσέλκυσε στην βιομηχανία των hedge funds, τα καλύτερα μυαλά με αποτέλεσμα η παράδοση του κύριου Jones να βρίσκει διαρκώς επιτυχημένους διαδόχους.

Ο **Roger Ibbotson** καθηγητής στο Yale School of Management, εξέτασε την απόδοση 8,400 hedge funds από το 1995 μέχρι και το 2009. Η μελέτη αυτή έδειξε ότι αφαιρουμένων και των γενναιόδωρων αμοιβών των διαχειριστών, το μέσο hedge fund εντάσσεται στην κατηγορία "positive alpha", δηλαδή δίνει αποδόσεις τις οποίες δεν μπορεί να προσφέρει η απλή έκθεση στους δείκτες των αγορών.

Στις ΗΠΑ, η πρόσβαση σε hedge funds, επιτρέπεται μόνο σε μεγάλους εισοδηματίες και σε αντίστοιχους θεσμικούς επενδυτές. Στην Ευρώπη αλλά και στην Ασία πρόσβαση συμμετοχής σε hedge funds, έχουν και απλοί επενδυτές.

Τα κεφάλαια που είναι επενδεδυμένα στα hedge funds, αποτελούν ένα μικρό ποσοστό των συνολικών προς επένδυση κεφαλαίων, λόγω και της επικινδυνότητας που παρουσιάζουν κατά καιρούς κάποια ακραία παραδείγματα διαχείρισης κινδύνων.

1.2.3 Το τεράστιο μέγεθος των hedge funds

Το 1998 κατέρρευσε το Long-Term Capital Management με απώλειες της τάξης των \$6 δις. Το 2006 το Amaranth έχασε \$6 δις όταν ένας νεαρός διαχειριστής πήρε μεγάλη θέση στο natural gas. (φυσικό αέριο)

Τα τελευταία 3 χρόνια πολλά hedge funds αντιμετώπισαν ταυτόχρονα ιδιαίτερα προβλήματα, ανοίγοντας έτσι το κουτί της Πανδώρας προκαλώντας πανικό στις αγορές, γνωστό και ως "**quant quake**". (σεισμός αερίου)

Το ενεργητικό του Amaranth, εξαγοράστηκε από ένα άλλο hedge fund το Citadel, παίζοντας το ρόλο του πυροσβέστη. Με αυτό τον τρόπο οι φορολογούμενοι των ΗΠΑ δεν χρειάστηκε να συνδράμουν στη μαύρη τρύπα.

Το ίδιο έγινε και με το Long-Term Capital Management, του οποίου τις ζημιές κάλυψαν οι τραπεζίτες του Long-Term, μετά από παρέμβαση της FED. Έτσι το αμερικανικό δημόσιο και πάλι δεν ενεπλάκη στην ένεση σωτηρίας των \$3.6 δις.

1.2.4 Η κρίση του 2007 δεν στάθηκε εμπόδιο στην αναπτυξιακή τους πορεία

Η κρίση του 2007, με την έκρηξη της φούσκας των ενυπόθηκων δανείων τα hedge funds είχαν απόδοση 10% καθώς απείχαν από το πανηγύρι της δευτερογενούς αγοράς των δανείων.

Η κατάρρευση της Lehman Brothers το 2008 χτύπησε τις επιδόσεις των hedge funds.

Αλλά και πάλι οι αποδόσεις τους ήταν στο -18% έναντι του -40% των αγορών.

Το 2008 ήταν μια καταστρεπτική χρονιά για τις τράπεζες, τις ασφαλιστικές και τους επενδυτικούς οίκους. Εξωτικά προϊόντα, επισφαλείς συναλλαγές οδήγησαν πολλές τράπεζες στο όριο της πτώχευσης και τις κυβερνήσεις σε πρωτοβουλίες στήριξης.

Τα hedge funds από την άλλη ξεπέρασαν τις δυσκολίες με θεαματικά μικρότερες απώλειες και χωρίς να αγγίξουν τα χρήματα των φορολογουμένων. Φαίνεται ότι σε αυτήν την κρίση κινήθηκαν ποιο έξυπνα και αποτελεσματικά.

Η φιλοσοφία των hedge funds, που βασίζεται στο success fee, δείχνει στις μέρες μας να είναι πιο επίκαιρη παρά ποτέ! Ειδικά στην πατρίδα μας στην οποία τα λεγόμενα golden boys είναι *“τζάμπα μάγκες με λεφτά τρίτων”*, η σύνδεση της αμοιβής των διαχειριστών με την απόδοση των κεφαλαίων φαντάζει συνεπής, δίκαιη και απόλυτα τίμια.

1.2.5 Τα hedge funds προσφέρουν σταθερότητα στο σύστημα

Πολλά hedge funds, έχουν κατηγορηθεί για τη χρήση των λεγόμενων **«fast trading algorithms»** (γρήγοροι αλγόριθμοι εμπορικών συναλλαγών) άλλα έχουν κατηγορηθεί για **«inside trading»**, (εσωτερικό εμπόριο) , άλλα για ανεπαρκή κεφαλαιακή διάρθρωση και άλλα πολλά , για την **μη «αδειοδότηση» τους** από επίσημες χρηματιστηριακές αρχές (τα περισσότερα **«HF»** έχουν έδρες σε φορολογικούς παράδεισους ή σε χώρες με χαλαρές αρχές κεφαλαιαγοράς και ελλιπή εποπτεία).

Το μέλλον των hedge funds, είναι αρκετά υψηλά στην ατζέντα των συζητήσεων των πολιτικών (και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού), οι οποίοι και φορτώνουν στις πλάτες αυτού του χρηματιστηριακού αποδιοπομπαίου τράγου, μεγάλο ποσοστό των δεινών και της κρίσης που διέρχεται η παγκόσμια οικονομία στις μέρες μας.

Παρ' όλα αυτά οι πολιτικοί δεν αντιλαμβάνονται ότι **οι αρχές και η φιλοσοφία του κύριου Jones και των hedge funds, προσφέρουν μακροπρόθεσμη σταθερότητα στο σύστημα.**

1.3 Ποιοι τύποι Hedge Fund υπάρχουν

Τα hedge funds διαφέρουν κατά πολύ μεταξύ τους ανάλογα με την απόδοση, την μεταβλητότητα και το ρίσκο. Πολλές αλλά όχι όλες οι επενδυτικές στρατηγικές τείνουν να αντισταθμίζουν το υπό διαχείριση κεφάλαιο ενάντια στην πτωτική πορεία της αγοράς στην οποία έχουν λάβει χώρα οι συγκεκριμένες στρατηγικές.

Πολλά hedge funds έχουν τη δυνατότητα να δίνουν αποδόσεις που δεν σχετίζονται με την απόδοση της συγκεκριμένης αγοράς όπου επενδύονται.

Πολλά hedge funds έχουν ως στρατηγικό στόχο την προστασία του επενδεδυμένου κεφαλαίου και ενδεχομένως μια μικρή θετική απόδοση, παρά την επίτευξη τεράστιων αποδόσεων (όχι επιθετικά).

Τα «Hedge Funds» ποικίλλουν ανάλογα με τη στρατηγική επένδυση που επιλέγουν και κατά συνέπεια διαφέρουν σε αποδόσεις, κινδύνους και διακυμάνσεις. Η μόνη κοινή συνιστώσα όλων των στρατηγικών είναι ο **εντοπισμός και η εκμετάλλευση αδυναμιών των αγορών.**

Υπάρχουν οι παρακάτω τύποι Hedge Funds :

1.3.1 Exchange Traded Funds (ETFs) -Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια (Δ.Α.Κ.)^{xvii} είναι μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία εκδίδονται από Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) και εισάγονται προς διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο. Τα Δ.Α.Κ. αγοράζονται και πωλούνται κατά τη διάρκεια των ωρών διαπραγμάτευσης του χρηματιστηρίου, μέσω των Μελών του, όπως ακριβώς οι μετοχές. Ένα Δ.Α.Κ. δίνει τη δυνατότητα στον επενδυτή να πραγματοποιήσει **διασπορά του κινδύνου της επένδυσής του** μέσω της έκθεσης σε διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών, ενώ έχει ως κύριο επενδυτικό στόχο την αναπαραγωγή της απόδοσης ενός συγκεκριμένου δείκτη. Τα ΔΑΚ είναι διεθνώς γνωστά ως ETFs (Exchange Traded Funds).

Τα Δ.Α.Κ. εισήχθησαν για πρώτη φορά στις αρχές της δεκαετίας του 1990 στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών και του Καναδά. Από τότε ο αριθμός τους διεθνώς, καθώς και η αξία των υπό διαχείριση κεφαλαίων, αυξήθηκε σημαντικά.

Τα παραδείγματα των αγορών των ΗΠΑ και του Καναδά, ακολούθησαν στη συνέχεια και οι αγορές της Ευρώπης και της Ασίας, με το 2000 να αποτελεί το έτος εισαγωγής του πρώτου Δ.Α.Κ στην Ευρώπη. Τον Μάρτιο του 2007 τα συνολικά κεφάλαια υπό διαχείριση ανήλθαν στα 604 δις δολάρια διεθνώς.

Τα Exchange Traded Funds (ETFs) είναι σχεδιασμένα να παρακολουθούν την πορεία ενός δείκτη (*Για παράδειγμα του δείκτη FTSE 100*).

Οι συνολικές τοποθετήσεις σε ETFs παγκοσμίως υπολογίζεται ότι ανέρχονται σε 800 δις ευρώ (2011).

Τα κύρια χαρακτηριστικά τους είναι τα εξής:

1. Τα ΔΑΚ είναι χρηματιστηριακώς μεταβιβάσιμοι τίτλοι, ενώ στα κοινά ΑΚ απαγορεύεται η συμβατική μεταβίβαση των μεριδίων τους

2. Τα ΔΑΚ θα διαπραγματεύονται στην νέα Κατηγορία Διαπραγμάτευσης με την ονομασία «Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια» με μοντέλο διαπραγμάτευσης αντίστοιχο με αυτό της Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης.

3. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες που επιτρέπεται να αναπαράγουν τα ΔΑΚ δύνανται να περιλαμβάνουν μόνο μετοχές ή ομόλογα και πρέπει να πληρούν τις εξής προϋποθέσεις:

- η σύνθεση του δείκτη να είναι επαρκώς διαφοροποιημένη,
- ο δείκτης να αποτελεί έναν αντιπροσωπευτικό δείκτη αναφοράς της αντίστοιχης αγοράς, και
- ο δείκτης να δημοσιεύεται καταλλήλως.

4. Τα ΔΑΚ **διαπραγματεύονται** και εκκαθαρίζονται στο Χρηματιστήριο ακριβώς **όπως οι μετοχές** (ίδιοι μέθοδοι διαπραγμάτευσης, ίδιοι τύποι εντολών, χρόνος διακανονισμού μεριδίων στο T+3). Επίσης, **επιτρέπεται η ανοιχτή πώληση** (short selling), **και ο δανεισμός** (stock lending) **των μεριδίων ΔΑΚ.**

5. Η καθαρή τιμή κάθε μεριδίου ΔΑΚ (Net Asset Value - NAV) όπως καθορίζεται από την αξία των υποκειμένων στοιχείων του ενεργητικού μείον τις υποχρεώσεις διά του αριθμού των εκδοθέντων μεριδίων, δημοσιεύεται στο τέλος κάθε συνεδρίασης. Η Ενδεικτική Καθαρή Τιμή μεριδίου ΔΑΚ (Indicative Net Asset Value), υπολογίζεται καθόλη την διάρκεια της συνεδρίασης, με βάση την καθαρή τιμή μεριδίου της προηγούμενης ημέρας.

6. Για την αρχική εισαγωγή αλλά και για όλη την διάρκεια παραμονής του ΔΑΚ στο Χρηματιστήριο, **είναι υποχρεωτικός ο διορισμός ενός (1)τουλάχιστον Ειδικού Διαπραγματευτή.**

7. Τα ΔΑΚ αποτελούν διαφανές επενδυτικό εργαλείο διότι η σύνθεσή τους είναι γνωστή στο κοινό ανά πάση στιγμή.

8. Το ΔΑΚ έχει πιο διευρυμένα όρια ως προς τους **επενδυτικούς περιορισμούς** της Οδηγίας 85/611 και του Ν.3283/2004 που την ενσωματώνει. Το ΔΑΚ δεν μπορεί να κατέχει πάνω από το 20% αξιών του ίδιου εκδότη (και μέχρι 35% σε ορισμένες περιπτώσεις), ενώ το όριο για το απλό ΑΚ είναι στο 10%.

9. Η χρηματιστηριακή τιμή κατά την έναρξη διαπραγμάτευσης του μεριδίου ΔΑΚ αντιπροσωπεύει κλάσμα (συνήθως 1/100) του δείκτη τον οποίο ακολουθεί το ΔΑΚ.

10. Η διαχειρίστρια εταιρία διανέμει τα μερίσματα των υποκείμενων τίτλων.

11. Τα μερίδια ΔΑΚ δεν παρέχουν δικαίωμα ψήφου στους μεριδιούχους στις ΓΣ των εταιριών που έχουν εκδώσει τις υποκείμενες μετοχές, διότι το δικαίωμα αυτό ασκείται από τη διαχειρίστρια εταιρία

Τα ETFs μπορούν να χρησιμοποιηθούν **είτε για μερική είτε για ολική αντιστάθμιση κινδύνου** επιτρέποντας με αυτό τον τρόπο προστασία από τις έντονες διακυμάνσεις στις τιμές των αξιών με τους πιο κάτω εναλλακτικούς τρόπους:

- § Επενδυτής ο οποίος κατέχει μετοχές μπορεί να αντισταθμίσει τον κίνδυνό του πουλώντας ανοικτά ίσης αξίας ETFs του δείκτη τον οποίο απαρτίζουν οι μετοχές αφού πρώτα έχει προβεί σε δανεισμό αυτών.
- § Παράλληλα, ένας επενδυτής ο οποίος κατέχει Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί κάποιου δείκτη μπορεί να αντισταθμίσει τη θέση του προβαίνοντας σε ανοιχτή πώληση ίσης αξίας ETFs επί του ίδιου δείκτη αφού πρώτα έχει προβεί σε δανεισμό αυτών.
- § Τέλος, επενδυτής ο οποίος κατέχει ETFs επί κάποιου συγκεκριμένου δείκτη μπορεί για να αντισταθμίσει τη θέση του να προβεί σε ανοικτή πώληση ίσης αξίας Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί του ίδιου δείκτη.

Υπάρχει πιθανότητα να εμφανιστούν προσωρινά διαφορές στις τιμές των διαφόρων χρηματοοικονομικών αξιών εξαιτίας των έντονων δυνάμεων προσφοράς και ζήτησης. Για παράδειγμα, μπορεί η τιμή διαπραγμάτευσης του μεριδίου ενός ETF προσωρινά να είναι χαμηλότερη από τη θεωρητική τιμή του (NAV/unit) ή αντίθετα μπορεί η τιμή διαπραγμάτευσης του μεριδίου του ίδιου ETF να είναι υψηλότερη από την θεωρητική τιμή του.

Από την κατάσταση που περιγράφεται πιο πάνω μπορεί να προκύψει κέρδος για τον επενδυτή:

- στην περίπτωση που η τιμή διαπραγμάτευσης του μεριδίου του ETF είναι χαμηλότερη από τη θεωρητική τιμή του (NAV/unit), αν ο επενδυτής προβεί σε αγορά των «υποτιμημένων» μεριδίων ETF και ταυτόχρονη πώληση των μετοχών του υποκείμενου δείκτη στην αγορά.
- στην περίπτωση που η τιμή διαπραγμάτευσης του μεριδίου του ETF είναι υψηλότερη από τη θεωρητική τιμή του (NAV/unit), αν ο επενδυτής προβεί σε αγορά των μετοχών που απαρτίζουν το δείκτη που παρακολουθεί το ETF και ταυτόχρονη πώληση των μεριδίων ETF στην αγορά.

Η εξισορρόπηση της κατάστασης επέρχεται με την παρέμβαση του Ειδικού Διαπραγματευτή μέσω της δημιουργίας/εξαγοράς μεριδίων. Εδώ παίζουν το καθοριστικό ρόλο τα **Hedge Fund**.

1.3.2 Hedge Fund τύπου Aggressive Growth

Κεφάλαια με υψηλές προσδοκίες και ρίσκο, υψηλή μόχλευση κεφαλαίου και κάλυψη κινδύνου με χρήση παραγώγων προϊόντων.

Είναι οι λεγόμενοι **γύπες** των «Hedge Funds». Από αυτά ως συνήθως γίνεται το παιχνίδι με τα **CDS**, δηλαδή τα ασφάλιστρα κινδύνου, τα οποία

απέχουν πολύ από την επιθυμητή έννοια του όρου και χρησιμοποιούνται ως ένα είδος **τζογαρίσματος**.

Δηλαδή σε πολύ απλή γλώσσα είναι σαν να κάνει κανείς , μια ασφάλεια πυρός για το σπίτι του γείτονα και μετά... να προσπαθεί, με οποιονδήποτε τρόπο **να το κάψει** για να εισπράξει την παχυλή αποζημίωση ως δικαιούχος! Ασφαλίζουν λοιπόν αυτά τα «Hedge Funds» με τεράστια ποσά τον κίνδυνο που λέγεται «χρεοκοπία μιας χώρας» και κατόπιν επιδίδονται σε ολομέτωπη επίθεση, με σκοπό **να την χρεοκοπήσουν** και να εισπράξουν **το στοίχημα** (την ασφάλεια)!!!

Οι συμβάσεις ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές για **κερδοσκοπία, αντιστάθμιση κινδύνου και εξισορροπητική κερδοσκοπία**.

Τα CDS ως γνωστόν, επιτρέπουν στους επενδυτές να κερδοσκοπήσουν επί των μεταβολών στις αποδοσιακές διαφορές των συμβάσεων μοναδικού ονόματος ή συμβάσεις επί δεικτών στην αγορά, όπως ο βορειοαμερικανικός δείκτης CDX ή ο ευρωπαϊκός δείκτης iTraxx. Ο επενδυτής μπορεί να έχει την πεποίθηση ότι οι αποδοσιακές διαφορές μιας οντότητας αναφοράς είναι υπερβολικά υψηλά ή χαμηλά, σε σχέση με τις αποδόσεις των ομολόγων του φορέα αυτού, και έτσι προσπαθεί να επωφεληθεί ερχόμενος σε συναλλαγή, γνωστή και ως συναλλαγή βάσης, που συνδυάζει ένα CDS, ένα ομόλογο και μια σύμβαση ανταλλαγής επιτοκίου.

Τέλος, ο επενδυτής μπορεί να κερδοσκοπήσει πάνω στην **πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας ή κράτους**, δεδομένου ότι γενικά οι αποδοσιακές διαφορές αυξάνονται με την εξασθένηση της φερεγγυότητας, ενώ μειώνονται με την ενίσχυσή της. Ο επενδυτής επομένως μπορεί να αγοράσει ένα CDS κάποιας εταιρείας για να **κερδοσκοπήσει από το ενδεχόμενο της χρεοκοπίας** της. Εναλλακτικά, ο επενδυτής μπορεί να πάρει θέση πωλητή στο CDS αν κρίνει ότι η πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας θα βελτιωθεί.

1.3.3 Hedge Fund τύπου Distressed Securities:

Κεφάλαια που αγοράζουν μετοχές, δικαιώματα και παλαιά δάνεια από εταιρείες που αντιμετωπίζουν ενδεχόμενη χρεοκοπία.

Η πιστωτική ασφυξία των ημερών μας , οδηγεί πλήθος επιχειρήσεων στην αναζήτηση της λύσης της πώλησης ή της μείωσης της συμμετοχής των βασικών μετοχών, προκειμένου να περισωθούν περιουσιακά στοιχεία. Ωστόσο, είναι σαφές ότι προβλήματα ρευστότητας αρχίζουν να αντιμετωπίζουν ακόμα και υγιείς επιχειρήσεις. Και αυτό το γνωρίζουν πολύ καλά τα ξένα χαρτοφυλάκια, τα οποία επιχειρούν να εκμεταλλευτούν τη συγκυρία.

Στην Ελλάδα, πυκνώνουν οι επαφές των distress funds, των επενδυτικών κεφαλαίων, δηλαδή, που αναζητούν ευκαιρίες σε επιχειρήσεις οι οποίες κινδυνεύουν με χρεοκοπία. Ηδη, δύο μεγάλες εισηγμένες επιχειρήσεις,

βρίσκονται σε συζητήσεις για να μεταβιβάσουν ακόμη και το 33% σε ξένα funds.^{xviii} Η πρώτη προέρχεται από τη βαριά βιομηχανία και η δεύτερη αποτελεί ηγέτιδα δύναμη στον καταναλωτικό κλάδο.

Την ίδια στιγμή, πυκνώνουν οι εμφανίσεις hedge fund, τύπου distressed securities (κεφάλαια που αγοράζουν μετοχές, δικαιώματα και δάνεια από εταιρείες που αντιμετωπίζουν ενδεχόμενη χρεοκοπία). Προς το παρόν βέβαια δεν κλείνονται συμφωνίες, καθώς αναμένεται η ενεργοποίηση του πακέτου στήριξης από την ΚΕΤ, αλλά είναι σαφές ότι οι κινήσεις θα επιταχυνθούν αμέσως μετά. Και αυτό διότι οι εταιρείες θα βρίσκονται σε περίοδο άσκησης μέγιστων πιέσεων, ενώ τα συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια θα μπορούν να ποντάρουν σε μεγάλα κέρδη, όχι μόνο από κινήσεις αναδιάρθρωσης και ενίσχυσης ρευστότητας των εταιρειών, των οποίων θα αποκτήσουν τον έλεγχο, αλλά και στη μακροοικονομική ανάκαμψη.

Η κινητικότητα των distress funds εντοπίζεται σε κλάδους για τους οποίους υπάρχει ενδιαφέρον, αλλά και υφίστανται μεγάλα προβλήματα. Είναι οι κλάδοι του real estate, των ξενοδοχείων, των κατασκευών και της λιανικής πώλησης. Τα προβλήματα των εταιρειών προκύπτουν από το πρόβλημα χρηματοδότησης που παρατηρείται τον τελευταίο χρόνο, σε συνδυασμό με την υποχώρηση του κύκλου εργασιών.

Για παράδειγμα, στον κλάδο του retail απειλείται η επιβίωση πλήθους εταιρειών, οι οποίες ήδη δυσκολεύονταν με τη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης στο παρελθόν. Σε αυτές, το σφίξιμο της τραπεζικής κάνουλας προκαλεί έμφραγμα ρευστότητας και οδηγεί στην κατάρρευση. Στο real estate είναι προφανές ότι στο «κόκκινο» βρίσκονται επιχειρήσεις που είχαν σε εξέλιξη επενδυτικά σχέδια και οι τράπεζες πάγωσαν τη χρηματοδότηση, ενώ στα ξενοδοχεία η πτώση του τουρισμού φέρνει στο «κόκκινο» επιχειρήσεις με προβληματικό κεφάλαιο κίνησης. Τραγική είναι η κατάσταση στον κλάδο των κατασκευών και ειδικά στις εταιρείες που είχαν κάνει ανοίγματα σε έργα του Δημοσίου.

Τα distress funds είναι προφανές ότι ενδιαφέρονται για επενδύσεις σε εταιρείες που έχουν προοπτική να ανακάμψουν, αλλά έχουν πρόβλημα χρηματοδότησης των σχεδίων τους. Στόχος τους είναι η απόκτηση του μετοχικού ελέγχου αυτών των εταιρειών, πολλές φορές έναντι πινακίου φακής, ενώ η «υπόσχεση» προς τους λοιπούς μετόχους είναι ότι από το μηδέν που φέρνει η κατάρρευση μιας εταιρείας, μπορεί στο μέλλον να έχουν κάποιο όφελος.

Η εξαγορά μιας εταιρείας από ένα distress fund, συνήθως οδηγεί σε πλήρη αναδιοργάνωση, η οποία περιλαμβάνει από την πώληση δραστηριοτήτων και παγίων μέχρι και μεγάλες περικοπές προσωπικού, που θεωρούνται από τους νέους ιδιοκτήτες απαραίτητες για την ανάκαμψη. Τα distress funds και τα hedge funds ανέρχονται σε χιλιάδες και οι έδρες τους βρίσκονται στις οικονομικές μητροπόλεις της Ευρώπης και της Αμερικής, ενώ η «χρηματιστηριακή δύναμη πυρός» που διαθέτουν ανέρχεται σε τρισ. ευρώ. Αυτό τους επιτρέπει και να κερδοσκοπήσουν, αλλά και να διεκδικήσουν επιχειρηματικούς στόχους ανάμεσα στους οποίους και τράπεζες.

Ηδη, οι περισσότερες ρωσικές τράπεζες ουσιαστικά «κτίστηκαν» τη δεκαετία του '90 μέσω χρηματοδοτήσεων από τέτοια funds. Σε ό,τι αφορά τη χώρα μας, το ολλανδικό fund Limneus που έκανε πρόσφατα την εμφάνισή του και τοποθετείται στις ιχθυοκαλλιέργειες, ανήκει σ' αυτή την κατηγορία. Επαφές έχουν γίνει με ομίλους στον κλάδο Υγείας και διαγνωστικών κέντρων, τεχνικές εταιρείες (εισηγμένες και μη), χημικές, μικρές εταιρείες τηλεπικοινωνιών κ.λπ.

1.3.4 Hedge Fund τύπου Emerging Markets

Κεφάλαια που επενδύουν σε αναδυόμενες αγορές. Στις αγορές αυτές συνήθως δεν προβλέπεται η χρήση παραγώγων για 'κάλυψη' κινδύνου (hedging) άρα η έκθεση σε ρίσκο είναι μεγαλύτερη.

Είναι μια αναδυόμενη αγορά των hedge funds όπου, ένα hedge fund ειδικεύει τις επενδύσεις του, σε τίτλους των αναδυόμενων χωρών της αγοράς.

Αν και δεν υπάρχει ακριβής ορισμός του «αναδυόμενες χώρες της αγοράς», οι χώρες αυτές βρίσκονται στο στάδιο της ανάπτυξης. Έχουν συνήθως το κατά κεφαλήν εισόδημα στο κάτω άκρο της μεσαίας σειράς του κόσμου, και είναι στο στάδιο της μετάβασης από μια κλειστή αγορά σε μια ανοιχτή αγορά.^{xix} Ως αποτέλεσμα, οι αναδυόμενες χώρες της αγοράς περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα των εθνών. Κίνα και Ρωσία, είναι δύο από τις οικονομικές υπερδυνάμεις του κόσμου, των συγκεντρωμένων hedge funds στην αναδυόμενη αυτή κατηγορία της αγοράς, με το Περού, μια πολύ μικρότερη χώρα με λιγότερους πόρους, διότι όλοι μπήκαν πρόσφατα στην οικονομική ανάπτυξη και στα προγράμματα μεταρρυθμίσεων, και έχουν ως εκ τούτου "εμφανιστεί" στην παγκόσμια οικονομική σκηνή. Στην πραγματικότητα, ενώ μόνο το 20% περίπου των εθνών του κόσμου θεωρούνται αναδυόμενες χώρες της αγοράς, οι χώρες αυτές αποτελούν περίπου το 80% του παγκόσμιου πληθυσμού.

Αν και μετοχές αναδυόμενων αγορών ήταν διαθέσιμες για κάποιο χρονικό διάστημα, μέσω αναδυόμενης αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων, νωρίτερα αυτή τη δεκαετία, θεσμικοί επενδυτές, όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία και κληροδοτήματα, άρχισαν να ψάχνουν για εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές και άρχισαν να ρίχνουν χρήματα, σε αναδυόμενα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου αγοράς, καθώς και σε hedge funds.

Αναδυόμενες αγορές των hedge funds, προσφέρουν ένα σημαντικό πλεονέκτημα έναντι των αναδυόμενων αγορών αμοιβαίων κεφαλαίων. Αν και τα αμοιβαία κεφάλαια, συνήθως επενδύουν μόνο σε μετοχές και ομόλογα, τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου μπορεί να προσφέρουν έκθεση, σε πιο εξελιγμένες επενδύσεις, συμπεριλαμβανομένων των εμπορευμάτων, ακίνητα, νομίσματα και παράγωγα (που αποτελούν συμβάσεις για να αγοράσει ή να πουλήσει μια άλλη ασφάλεια σε μια καθορισμένη τιμή, και περιλαμβάνουν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης). Αναδυόμενες αγορές των hedge funds, μπορούν επίσης να χρησιμοποιήσουν μόχλευση, η οποία είναι ουσιαστικά επένδυση με δανεικά χρήματα. Οι στρατηγικές αυτές θα μπορούσαν να αυξήσουν σημαντικά το

δυναμικά απόδοσης.

Μαζί με την πιθανή επιστροφή απόδοσης, ωστόσο, έρχεται και, δυνητικά αυξημένος κίνδυνος. Επιπλέον, η επένδυση στις αναδυόμενες αγορές έχει ορισμένους μοναδικούς κινδύνους, όπως είναι η έλλειψη διαφάνειας, γεγονός που καθιστά δύσκολο να αξιολογηθούν οι επενδυτικές ευκαιρίες. Υπάρχει σχετική έλλειψη ρευστότητας, και ακραία μεταβλητότητα.

Στην πραγματικότητα, οποιαδήποτε κάμψη σε τίτλους των χωρών αυτών, θα μπορούσε να είναι αποτέλεσμα αυτο-πολλαπλασιασμού: Εάν οι επενδυτές των hedge funds, έρχονταν αντιμέτωποι με μια κρίση σε μια αγορά αναδυόμενης χώρας, ζητούν πίσω τα χρήματά τους. Τα hedge funds θα μπορούσαν να αναγκαστούν να πωλήσουν συμμετοχές σε ανεπηρέαστες από την κρίση αγορές για να ικανοποιήσουν τα αιτήματα εξαγοράς, που οδηγεί σε μια απότομη διαφάνεια σε περιοχές που δεν είχαν αρχικά επηρεαστεί.

Ένα τελευταίο μειονέκτημα για τα hedge funds των αναδυόμενων αγορών, είναι ότι, όπως όλα τα hedge funds, επί του παρόντος δεν ρυθμίζεται από την US Securities and Exchange Commission (SEC), μια οικονομική οντότητα εποπτεία της βιομηχανίας. Ως αποτέλεσμα, αυτές οι αγορές, τυπικά ανοίγουν μόνο σε περιορισμένο εύρος επενδυτών. Συγκεκριμένα, στις ΗΠΑ, νόμοι, απαιτούν οι επενδυτές των hedge funds, να είναι «διαπιστευμένοι», πράγμα που σημαίνει ότι πρέπει να κερδίσουν ένα ελάχιστο ετήσιο εισόδημα, να έχουν μια καθαρή αξία πάνω από 1 εκατομμύρια δολάρια, και να διαθέτουν σημαντική γνώση των επενδύσεων.

Εν ολίγοις, τα hedge funds των αναδυόμενων αγορών μπορεί να είναι μια καλή επιλογή για επενδυτές που θέλουν μεγαλύτερη πρόσβαση στις αναδυόμενες αγορές, από την αναδυόμενη αγορά που μπορούν να προσφέρουν τα αμοιβαία κεφάλαια -αν μπορούν να πληρούν τις απαιτήσεις καταλληλότητας **και είναι πρόθυμοι να δεχθούν τον αυξημένο κίνδυνο.**

1.3.5 Hedge Fund τύπου Fund of Funds

Σύνθετα και ενδιαφέροντα επενδυτικά σχήματα τα οποία έχει γίνει της μόδας τελευταία είναι τα funds of hedge funds. Τα κεφάλαια αυτά λειτουργούν ως επενδυτικές 'ομπρέλες' αποκτώντας μερίδια σε άλλα hedge funds

Με απλά λόγια, ένας διαχειριστής αναλαμβάνει να συνθέσει ένα κεφάλαιο με συστατικά από διαφορετικά hedge funds, μια κίνηση που απαιτεί πολύ προσεκτική επιλογή με βάση τις επιδιωκόμενες αποδόσεις και τον κίνδυνο που επιθυμεί να αναλάβει.

Στην ουσία, επιλέγει να επενδύσει σε άλλους διαχειριστές, με σκοπό να επιτύχει μεγάλη διαφοροποίηση. Μοιράζεται δηλαδή ανάμεσα σε πολλές στρατηγικές και περιουσιακά στοιχεία, ώστε να αποφύγει τον αυξημένο κίνδυνο που εμπεριέχει ένα fund μόνο του το οποίο εξαρτάται από ένα συγκεκριμένο διαχειριστή. Έτσι, επιτυγχάνεται η λεγόμενη «διασπορά του κινδύνου» αφού ενώ σε μία μεμονωμένη επένδυση υπάρχει ακόμη και η

πιθανότητα ολικής απώλειας του αρχικού κεφαλαίου, στα FoF μειώνεται η πιθανότητα ενός τέτοιου ενδεχομένου.

Σημαντικό επίσης πλεονέκτημα είναι το γεγονός ότι σε μία τέτοια επένδυση συνήθως απαιτείται μικρότερο αρχικό ποσό επένδυσης γύρω στα 100.000 δολάρια. Τέλος, στα FoF είθισται να υπάρχει μεγαλύτερη ευελιξία στο χρονικό διάστημα για το οποίο «κλειδώνεται» το κεφάλαιο καθώς και πιθανές απολαβές από τις επενδύσεις ανά τακτά χρονικά διαστήματα.

Τα funds επιλέγουν, με γνώμονα την βελτιστοποίηση της διασποράς κινδύνου. Τα κριτήρια διαφοροποίησης αφορούν τόσο τον γενικό επενδυτικό χαρακτήρα ενός fund (πχ εξειδίκευση στην υψηλή τεχνολογία, βιοτεχνολογία κτλ) όσο και την γεωγραφική δραστηριοποίηση του (πχ Ασία, Νότια Αμερική, Ανατολική Ευρώπη, κτλ). Τα Funds of the Hedge Funds θεωρούνται ιδανική επιλογή για επενδυτές με χαμηλές ανοχές στο ρίσκο (πχ συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρείες) γιατί όχι μόνο εμπεριέχουν χαμηλότερο ρίσκο αλλά εμφανίζουν και πιο ισορροπημένη κατανομή αποδόσεων μέσα στα χρόνια.

Είναι λοιπόν, ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, τα οποία επενδύονται σε άλλα επενδυτικά κεφάλαια, με σκοπό να παρέχουν στους επενδυτές ένα προϊόν χαμηλότερου ρίσκου. Οι επενδύσεις FoF έφτασαν το 14% των συνολικών επενδύσεων σε ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια το 2006, σύμφωνα με την εταιρία *Preqin(Private Equity Intelligence)*, ενώ το 2011 ξεπερνούν το 18%.^{xx}

1.3.6 Hedge Fund τύπου Income

Κεφάλαια που επενδύουν σε κρατικά ομόλογα και διατηρούν προφίλ χαμηλού ρίσκου.

Η αυξημένη ανησυχία σχετικά με την κρίση του δημόσιου χρέους της Ευρωζώνης και ο φόβος της παγκόσμιας οικονομικής επιβράδυνσης ώθησε τους επενδυτές προς τις επενδύσεις υψηλής ρευστότητας και **χαμηλού κινδύνου**, αφήνοντας στο περιθώριο τα μετοχικά και ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό προκύπτει από τα στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών για την πορεία των συλλογικών επενδύσεων της Ευρώπης τον Νοέμβριο.

1.3.7 Hedge Fund τύπου Macro

Κεφάλαια που στοχεύουν σε κέρδη από μακροοικονομικές αλλαγές σε διάφορα κράτη. Χρησιμοποιούνται παράγωγα προϊόντα ώστε οι μικρές μεταβολές επιτοκίων και ισοτιμιών να μετατρέπονται σε αξιόλογα κέρδη.

Αναζητούν μετοχές και ομόλογα κυρίως τα οποία είναι μη σωστά τιμολογημένα ώστε να δημιουργούνται κέρδη από τις ατέλειες των παγκόσμιων αγορών (arbitrage). Οι διαχειριστές αγοράζουν δηλαδή μετοχές

που θεωρούν υποτιμημένες και πουλούν μετοχές που θεωρούν υπερτιμημένες. Merger and Acquisition Funds (M&A Funds).

Αναζητούν επενδυτικές ευκαιρίες από πιθανά γεγονότα όπως συγχωνεύσεις, εξαγορές και απρόσμενη ανάκαμψη εταιρειών που βρέθηκαν στα πρόθυρα της πτώχευσης (turn around stories). Αυτού του είδους οι επενδύσεις εξαρτώνται ιδιαίτερα από την ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις επιχειρηματικές τάσεις και κινήσεις και να αδράττει γρήγορα τις ευκαιρίες.

Με δεδομένο το σημερινό μακροοικονομικό σκηνικό και τα τρέχοντα επίπεδα των χρηματιστηριακών αγορών, μεγάλοι χρηματιστηριακοί οίκοι, βλέπουν θετικά τα hedge fund τύπου global macro (**που προσπαθούν να εκμεταλλευτούν μακροοικονομικές καταστάσεις**) «ως μια στρατηγική για να επωφεληθεί κανείς από τις υπάρχουσες διαρθρωτικές ανισορροπίες στις διεθνείς κεφαλαιαγορές».

Από την άλλη πλευρά, οι στρατηγικές μετοχικού αρμπιτράζ (**έγκαιρος εντοπισμός των ατελειών της αγοράς σε αποτιμήσεις μετοχών που αναμένεται να διορθωθούν γρήγορα ανταμείβοντας τους επενδυτές που τοποθετήθηκαν σε αυτές**), είναι ότι ποιο θετικό θα μπορούσε να σκεφτεί κανείς στο σημερινό μακροοικονομικό σκηνικό.

Σε μακροχρόνια βάση, είναι προτιμότερη η στρατηγική του αρμπιτράζ συγχωνεύσεων (**κερδοσκοπία πάνω στις διαφορές τιμών εταιρειών που ενδέχεται να συγχωνευθούν**). Το περιβάλλον για τις τοποθετήσεις σε μη εισηγμένες εταιρείες είναι ελκυστικό,^{xxi} και οι θεσμικοί επενδυτές, προβλέπουν αύξηση κατά 9,3% των τοποθετήσεών τους σε private equity κατά τα επόμενα δύο χρόνια ώστε να καταλάβουν το επίπεδο-ρεκόρ του 8,2% των συνολικών τους τοποθετήσεων.

Σε αυτό, συμβάλλει ο συνδυασμός των χαμηλών επιτοκίων και της βελτίωσης της οικονομίας που κάνει φτηνή και διαθέσιμη τη χρηματοδότηση με δανεισμό των όποιων αγορών, ενώ ταυτόχρονα συμβάλλει στη βελτίωση των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών για τις εταιρείες που βρίσκονται ήδη στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια των θεσμικών.

Το πιο γνωστό Global – Macro hedge fund είναι το **Quantum Fund** του George Soros, που κατάφερε να αποκομίσει 1 δις US \$, όταν επένδυσε στην προσδοκία ότι το εθνικό νόμισμα της Βρετανίας, η Βρετανική λίρα, θα διαγραφόταν από τον Μηχανισμό Ευρωπαϊκών Νομισμάτων (European Rate Mechanism, ERM) τον Σεπτέμβριο του έτους 1992.

1.3.8 Hedge Fund τύπου Opportunistic

Κεφάλαια που χρησιμοποιούν διαφορετικές στρατηγικές ώστε να εκμεταλλεύονται ευκαιρίες, σε πολλών διαφορετικών ειδών αγορές. Η μόχλευση κεφαλαίου και άλλες παρόμοιες τεχνικές χρησιμοποιούνται ευρέως.

1.3.9 Hedge Fund τύπου Value

Κεφάλαια που επενδύουν σε μετοχές που διαπραγματεύονται πολύ χαμηλότερα από την πραγματική τους αξία (π.χ. μετοχές εταιριών με μεγάλη ακίνητη περιουσία). Στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα κέρδη, όταν η αγορά επαναξιολογήσει τις αποτιμήσεις των εταιρειών αυτών.

1.3.10 Long/Short Equity Funds

Αξιοποιούν πρώτιστα όλες τις στρατηγικές που έχουν σχέση με μετοχές. Κλασικό παράδειγμα η «ανοιχτή» πώληση μετοχών που βρίσκονται σε υψηλή τιμή και τις οποίες δεν χρειάζεται να κατέχουμε. Όταν πέσει η τιμή, οι μετοχές αγοράζονται χαμηλότερα και «επιστρέφονται» ώστε να καλυφθεί το «άνοιγμα» μας. Από τις εκάστοτε διαφορές των τιμών μείον το κόστος συναλλαγής προκύπτει το κέρδος του μας. Επίσης, οι διαχειριστές αναζητούν ευκαιρίες για επένδυση σε διάφορα άλλα περιουσιακά στοιχεία με σκοπό να επωφεληθούν από την μελλοντική τους πορεία και τις «αναποτελεσματικότητες» των αγορών (π.χ. συνάλλαγμα και εμπορεύματα).

Τα Long – only hedge funds^{xxii} είναι κεφάλαια που εστιάζουν αποκλειστικά τις κινήσεις τους σε long positions , χρησιμοποιώντας συχνά τη μέθοδο της μόχλευσης.

Τα Short – selling hedge funds^{xxiii} είναι κεφάλαια που εστιάζουν αποκλειστικά τις κινήσεις τους σε ανοικτές πωλήσεις.

1.4 Χαρακτηριστικά των Hedge Funds

Τα πιο βασικά χαρακτηριστικά των hedge funds είναι τα εξής:

Η Δομή (Structure)

Τα hedge fund παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές στη δομή τους. Τα hedge fund που λειτουργούν και έχουν έδρα τις Η.Π.Α θεωρούνται ως «περιορισμένοι συνεταιρισμοί» (Limited Partnerships , LPs) και διαθέτουν την ανάλογη δομή . Τα offshore hedge funds είναι συνήθως επιχειρήσεις κατάλληλα δομημένες καθώς δεν έχουν και τον περιορισμό του συγκεκριμένου αριθμού επενδυτών .

Τύπος Κεφαλαίου (Ανοιχτού ή κλειστού τύπου) , (Capital Structure)

Τα περισσότερα hedge funds είναι ανοικτού τύπου (open funds) , εκδίδοντας νέους μετοχικούς τίτλους σε τακτά χρονικά διαστήματα για τους επενδυτές . Οι υπάρχοντες επενδυτές μπορούν να εξαγοράσουν τις μετοχές τους στην τρέχουσα λογιστική τους αξία επιστρέφοντας αυτές πίσω στο hedge fund .

Έλλειψη διαφάνειας

Ο κλάδος των hedge funds παραδοσιακά χαρακτηρίζεται από έλλειψη διαφάνειας . Αυτό είναι αποτέλεσμα της μη ύπαρξης αποτελεσματικών

κανονισμών λειτουργίας . Επίσης τα hedge funds δεν υποχρεούνται να εγγράφονται στα αρχεία της SEC καθώς και οι διαχειριστές τους δεν έχουν υποχρέωση να αναφέρουν στοιχεία σχετικά με το ύψος των υπό διαχείριση κεφαλαίων , των αποδόσεων τους και των επενδυτικών στρατηγικών που εφαρμόζουν .

Αποδόσεις βασισμένες στον κανονισμό αμοιβών

Τα hedge funds ωφελούνται από τις υψηλότερες αμοιβές των managers, οι οποίες εξαρτώνται από τις ετήσιες αποδόσεις οι οποίες αποτελούν κίνητρο για αυτούς, γι' αυτό και τις θέσεις αυτές τις κατέχουν οι καλύτεροι στην αγορά των επενδύσεων. Επιπροσθέτως , οι hedge funds managers συνήθως τοποθετούν και τα δικά τους χρήματα στο προς επένδυση κεφάλαιο του hedge fund.

Για να χαρακτηρίσουμε την απόδοση ενός hedge fund ως επιτυχημένη ή αποτυχημένη πρέπει να εξετάσουμε τους παρακάτω παράγοντες :

- Την συσχέτισή τους με τις αμοιβές των managers
- Τις κατηγορίες των αποδόσεων (proforma estimated conformed etc) . Ο καλύτερος τύπος αποδόσεων βάσει στατιστικών μελετών είναι η επεξεργασία της απόδοσης βάσει ιστορικών δεδομένων.

Έχοντας αυτά υπόψη ο επενδυτής νοιώθει μεγαλύτερη ασφάλεια για το επενδεδυμένο κεφάλαιό του.

Ο γενικός συνέταιρος και οι περιορισμένοι σύνεταίροι

Ο διαχειριστής του hedge fund είναι ο γενικός σύνεταίρος (general partner) και οι επενδυτές είναι οι περιορισμένοι σύνεταίροι (limited partners) . Αλλά και ο διαχειριστής είναι επίσης περιορισμένος σύνεταίρος διότι κι αυτός επενδύει μέρος ή όλο το κεφάλαιό του μέσω των υπό διαχείριση κεφαλαίων του hedge fund .

Υπαρξη ελάχιστου ύψους κεφαλαίου προς επένδυση

Λόγω του περιορισμένου αριθμού επενδυτών που μπορούν να έχουν τα αμερικανικά hedge funds το ελάχιστο ύψος κεφαλαίου συμμετοχής είναι ιδιαίτερα υψηλό . Ο λόγος είναι ότι έχοντας ένα σημαντικό κεφάλαιο για επένδυση , ο διαχειριστής του hedge fund έχει δυνατότητα να εφαρμόσει αποτελεσματικά τις κατάλληλες επενδυτικές στρατηγικές .

Ευελιξία στην επιλογή Επενδυτικών Εργαλείων

Τα περισσότερα hedge funds επιλέγουν την χρησιμοποίηση παραγώγων προϊόντων (derivatives) για τέσσερις σημαντικούς λόγους :

- Μείωση επενδυτικού κινδύνου
- Εκμετάλλευση ανισορροπιών των τιμών των τίτλων
- Αύξηση του ύψους των κεφαλαίων με την μέθοδο της μόχλευσης (leverage)
- Η επενδυτική φιλοσοφία του διαχειριστή να εκφράζεται με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο

Χαμηλή συσχέτιση με την κατεύθυνση της αγοράς

Πολλά hedge funds έχουν την δυνατότητα να δίνουν αποδόσεις που δεν σχετίζονται με την απόδοση της συγκεκριμένης αγοράς όπου επενδύονται . Η επενδυτική φιλοσοφία του A.W . Jones ήταν, ότι η απόδοση εξαρτάται περισσότερο από την επιλογή των μετοχών, παρά από την κατεύθυνση της αγοράς.

Ενεργή Διαχείριση

Πολλά hedge funds δημιουργούν αποδόσεις λόγω της ενεργητικής διαχείρισης . Υπάρχουν πολλές επενδυτικές στρατηγικές που χρησιμοποιούνται από τους διαχειριστές των hedge funds και αποτελούν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα . Οι αποδόσεις βέβαια εξαρτώνται και από τον βαθμό πρόσβασης στην πληροφορία , την μέγιστη επιτυχία στις ευκαιρίες , την επιτυχημένη ανάλυση των προς επένδυση τίτλων καθώς και στην επιτυχημένη διαδικασία δημιουργίας και παρακολούθησης του επενδυτικού χαρτοφυλακίου

Διαχειριστές κεφαλαίου και νοοτροπίες διαχείρισης

Τα hedge funds παρουσιάζουν ποικιλία τόσο όσο αφορά τα μεγέθη τους , όσο και στον τρόπο διαχείρισης των κεφαλαίων τους. Από την μια πλευρά υπάρχουν τεράστια διεθνή hedge funds , τα οποία διαχειρίζονται χαρισματικοί διαχειριστές και από την άλλη υφίστανται και λειτουργούν άλλα πολύ μικρότερα σε μέγεθος, προσδιοριζόμενα από ένα συγκεκριμένο τμήμα ή επενδυτική στρατηγική. Οι γνώσεις του διαχειριστή , ή εμπειρία και το παρελθόν του στο να αναγνωρίζει επενδυτικές ευκαιρίες είναι τα μέσα για να προσελκύσει ανάλογης νοοτροπίας και προσδοκιών πελάτες- επενδυτές. Για παράδειγμα , υπάρχουν τα **Biotech hedge funds** τα οποία διαχειρίζονται έμπειροι και με υψηλά προσόντα διαχειριστές επενδύσεων, οι οποίοι είναι επίσης κάτοχοι εξελιγμένων πτυχίων σε θετικές επιστήμες και σε πολλές περιπτώσεις και ιατρικής. Τα **Tech hedge funds** ειδικεύονται στο χώρο της τεχνολογίας και τα επενδυτικά τους κεφάλαια τα διαχειρίζονται άτομα με εξειδικευμένη εμπειρία διαχείρισης σε αυτόν τον χώρο. Με την εμφάνιση της ημερήσιας διαπραγμάτευσης και την διαθεσιμότητα της υψηλής τεχνολογίας για την διαχείριση, ένας αριθμός διαπραγματευτών και χρηματιστών , αφήνουν τον παραδοσιακό τρόπο του χρηματιστηρίου και της διαπραγμάτευσης (floor) και συμμετέχουν από τις οθόνες του υπολογιστή τους.

Τα **Boutique hedge funds** , βασίζονται σε συγκεκριμένες ικανότητες και εμπειρίες του διευθυντή επενδύσεων , ή του διαπραγματευτή . Η υψηλή ειδίκευση του διευθυντή επενδύσεων , μπορεί να αξιοποιήσει έναν «Τομέα» (Sector), επικεντρώνοντας την προσοχή του στη διαχείριση των επενδυτικών κεφαλαίων σε ένα συγκεκριμένο κλάδο δραστηριότητας ή οικονομικό τομέα. Αντίθετα , ένας διευθυντής επενδύσεων χρησιμοποιώντας ένα Market Neutral (ουδέτερης αγοράς) τρόπο , θα διατηρήσει ένα χαρτοφυλάκιο αξιογράφων , το οποίο θα έχει δομηθεί από 50% short θέσεις και 50% long θέσεις .

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1 Παγκόσμια Οικονομική Κρίση – παγκόσμιες αγορές

Η κρίση που ξεκίνησε από τις αγορές των ΗΠΑ επηρέασε όλη την υφήλιο. Όσο πέρασε ο καιρός βγήκε στην επιφάνεια η σοβαρότητα της κρίσης και το πρόβλημα πήρε διαφορετικές διαστάσεις. Η κρίση αν και πρωτοπαρουσιάστηκε στις αγορές των ΗΠΑ σε σύντομο χρονικό διάστημα άρχισε να επηρεάζει όλες τις παγκόσμιες αγορές. Αυτό δείχνει το **πόσο στενά συνδεδεμένες είναι οι παγκόσμιες αγορές**. Έτσι η κρίση από περιφερειακό πρόβλημα έγινε παγκόσμιο. Αν και οι χώρες που επηρεάστηκαν έλαβαν μέτρα σε σύντομο χρονικό διάστημα έγινε φανερό ότι όλες οι χώρες πρέπει να ενεργήσουν από κοινού.

Η άνοδος της τιμής του χρυσού ήταν δείκτης του κλίματος ανασφάλειας που επικρατούσε. Σε χρηματοοικονομικές κρίσεις είναι φυσικό να επικρατήσει πανικός το οποίο και θα ωθήσει τους καταθέτες να κάνουν ανάληψη των χρημάτων τους από τις τράπεζες. Ως αποτέλεσμα η τραπεζική αγορά αντιμετωπίζει μεγαλύτερο πρόβλημα ρευστοποίησης. Για το λόγο αυτό αρκετές χώρες προτίμησαν να ανακοινώσουν κρατικές εγγυήσεις στις καταθέσεις ή να αυξήσουν τα ποσά εγγύησης.

Οι ΗΠΑ είναι γνωστές για την φιλελεύθερη οικονομική πολιτική που ασκούν και για το λόγο αυτό οι κρατικές παρεμβάσεις πάντα ήταν σε χαμηλά επίπεδα. Το κατεστημένο όμως άλλαξε με την οικονομική κρίση, για να επιλύσουν το πρόβλημα δεν δίστασαν να κρατικοποιήσουν κάποιες τράπεζες.

Η Ιρλανδία ανακοίνωσε κρατική εγγύηση στις καταθέσεις. Ενώ κάποιες άλλες χώρες, ανακοίνωσαν πακέτα βοθηιών και κάνανε ενέσεις ρευστοποίησης σε τράπεζες που αντιμετώπιζαν δυσκολίες.

Από την άλλη, αν δεν διασωθούν οι τράπεζες που αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστοποίησης, τότε θα επιδεινωθεί η ανασφάλεια που ήδη επικρατεί στις αγορές, κορυφώνοντας ακόμα περισσότερο την κρίση. Αν πτωχεύσουν οι τράπεζες, το προσωπικό που θα μείνει άνεργο, θα επηρεάσει αρνητικά τα ιδρύματα κοινωνικών ασφαλίσεων και την ζήτηση στην αγορά. Για αυτό ακριβώς το λόγο η καλύτερη επιλογή είναι η κρατικοποίηση των τραπεζών ή οι ενέσεις ρευστοποίησης.

Η κατάρρευση της Lehman Brothers, τέταρτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ, την 15η Σεπτεμβρίου 2008, σηματοδότησε τη μεγαλύτερη μεταπολεμική παγκόσμια οικονομική κρίση. Η κρίση ήταν δυνατό να **προβλεφθεί**; πότε άρχισε και ποια τα κύρια **αίτια** της; πως θα **αντιμετωπιστεί**; πότε θα εξέλθουμε από αυτή; Στη συνέχεια θα προσπαθήσουμε να φωτίσουμε ορισμένες από τις πτυχές αυτών των ερωτημάτων.

Προβλέψεις: Η οικονομική δραστηριότητα δεν ακολουθεί γραμμική, ανοδική ή καθοδική, πορεία. Αντίθετα, ακολουθεί κυκλική πορεία με ορισμένες φάσεις του οικονομικού κύκλου να είναι ανοδικές και άλλες καθοδικές. Οι μεγαλύτερες από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) γνώρισαν την τελευταία ύφεση στις αρχές της νέας χιλιετίας, χωρίς όμως να συμπαρασύρουν τις λεγόμενες αναδυόμενες οικονομίες (Βραζιλία, Ινδία, Κίνα, Ρωσία, Νότιος Αφρική και άλλες μικρότερες οικονομίες), οι οποίες συνέχισαν να αναπτύσσονται με ταχείς ρυθμούς, εκκινώντας βέβαια από πολύ χαμηλά επίπεδα. Η τελευταία επομένως γενικευμένη κρίση ίσως να πρέπει να αναζητηθεί στην εποχή της κρίσης στην Νοτιοανατολική Ασία (1997) ή ακόμη και στις αρχές τις δεκαετίας του 1990. Είναι προφανές ότι οι ταχείς ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) που παρατηρήθηκαν παγκοσμίως την περίοδο 2002-2007, κάποια στιγμή θα επιβραδύνονταν υπακούοντας στη λογική των οικονομικών κύκλων. Επομένως ή επιβράδυνση μπορούσε να προβλεφθεί, χωρίς βέβαια να μπορεί να προβλεφθεί/προσδιοριστεί επακριβώς το χρονικό σημείο της ανώτατης φάσης του κύκλου και της αλλαγής της φοράς του προς τα κάτω. Πράγματι, πολλοί αναλυτές και διεθνείς οικονομικοί οργανισμοί όπως ο ΟΟΣΑ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), στις προβλέψεις τους για τις οικονομικές προοπτικές προειδοποιούσαν για τους καθοδικούς κινδύνους. Όμως, σε μεγάλο βαθμό, οι επιστημόνες για αυτούς τους κινδύνους, παραβλέπονταν ή υποβαθμιζόνταν, ακόμη και από εκείνους που τους κατέγραφαν, καθώς την τριετία 2005-2007 η κρατούσα άποψη στους πλέον έγκριτους οικονομικούς κύκλους ήταν αυτή της αποσύνδεσης (decoupling) των αναδυόμενων οικονομιών από τις εξελίξεις στις ΗΠΑ, στην ευρωζώνη, την Ιαπωνία ή άλλες μεγάλες αναπτυσσόμενες οικονομίες. Πολλοί υποστήριζαν μάλιστα ότι πιθανή επιβράδυνση στις αναπτυσσόμενες οικονομίες θα αντισταθμιζόνταν από τις επιδόσεις των αναδυόμενων οικονομιών και κυρίως της Κίνας μετατοπίζοντας σταδιακά το κέντρο της οικονομικής δραστηριότητας ("smooth rebalancing"). Οι προβλέψεις αυτές οδηγούσαν στο γενικό συμπέρασμα ότι η επιβράδυνση, όταν και όπου θα προέκυπτε, θα ήταν ελεγχόμενη και τοπική ή/και περιφερειακή .

Αίτια: Για να κατανοηθεί το μέγεθος και η ταχύτητα με την οποία εξαπλώθηκε η κρίση θα πρέπει να ληφθούν υπόψη ορισμένα από τα χαρακτηριστικά του ισχύοντος ρυθμιστικού πλαισίου στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Υποστηρίζεται ότι, η ιδιαίτερα χαλαρή νομισματική πολιτική της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας-FED για ικανό χρονικό διάστημα ευθύνεται για την εμφάνιση υπερβολικής ρευστότητας και «μόχλευσης» (leverage), με αποτέλεσμα την εμφάνιση ανισορροπιών και τελικά «φούσκας» στην αγορά κατοικίας. Επίσης, τα χαμηλά επιτόκια και οι χαμηλές αποδόσεις των «παραδοσιακών επενδύσεων» οδήγησαν τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές στην ανάληψη υψηλών κινδύνων δια των διαφόρων καινοτομικών χρηματοπιστωτικών μέσων (financial innovation), χωρίς να επιδεικνύουν τη δέουσα προσοχή για τη στάθμιση ή/και αντιστάθμιση αυτών των κινδύνων. Το ισχύον πλαίσιο «δημιουργίας προς διάθεση» (originate to distribute) λειτουργούσε με τρόπο ώστε οι τράπεζες να έχουν κάθε κίνητρο να ομαδοποιούν και τιτλοποιούν (securitization) μεμονωμένα δάνεια τα οποία διέθεταν στους επενδυτές. Το ισχύον «λειτουργικό» (functional) κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της

χρηματοπιστωτικής αγοράς έχει πλέον ξεπεραστεί και οι εποπτικές αρχές δεν το αντιλήφθηκαν έγκαιρα ή δεν επέδειξαν τη δέουσα προσοχή στην παραβίασή του. Η υπερβολική ρευστότητα οδήγησε τους διαχειριστές κεφαλαίων να αναλαμβάνουν συνεχώς περισσότερους κινδύνους. Στην προσπάθειά τους για μεγιστοποίηση των κερδών, προχώρησαν σε ευρεία έκθεση σε «δομημένα προϊόντα» που τηρούνταν εκτός των ισολογισμών των τραπεζών, ενώ χρησιμοποιούνταν ευρέως για το μετασχηματισμό της ωριμότητας (maturity) του χαρτοφυλακίου. Η επιτυχία αυτού του μοντέλου βασίστηκε σε, υποτίθεται, πολύ εξελιγμένα συστήματα διαχείρισης κινδύνου και στην αξιολόγηση όλων αυτών των προϊόντων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από τις εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου (rating agencies), ενώ ήταν φανερό ότι υπήρχαν πολλές περιπτώσεις παραβίασης του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου [π.χ. λόγω «σύγκρουσης συμφερόντων» (conflict of interest)] .

Έτσι, φθάσαμε στο καλοκαίρι του 2007, όπου τοποθετείται και η έναρξη της κρίσης. Η αναστροφή της τάσης συνεχούς ανόδου των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ συνοδεύτηκε με την κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου (“subprime loans”). Η αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών άρχισε να κλυδωνίζεται καθώς αρκετά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν εκτεθειμένα σε πολύπλοκα δομημένα προϊόντα τα οποία, αν και είχαν βαθμολογηθεί με άριστα (AAA ή “triple A”) από τις εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου βασίζονταν σε δανειακές συμβάσεις οι οποίες ήταν στο μεγαλύτερο ποσοστό τους επισφαλείς. Ο κατακερματισμός των εποπτικών αρχών στις ΗΠΑ δεν επέτρεψε την άμεση διάγνωση της κρίσης και πολύ περισσότερο τον έγκαιρο και αποτελεσματικό συντονισμό για την αντιμετώπιση της κρίσης. Η κρίση εξαπλώθηκε και στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού με πρώτο θύμα την επενδυτική τράπεζα Northern Rock του Ηνωμένου Βασιλείου (Σεπτέμβριος 2007), αλλά και ελβετικές και γερμανικές τράπεζες. Δεύτερο μεγάλο σταθμό, αποτέλεσε η περίπτωση της Bear Stearns, πέμπτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας στις ΗΠΑ, η οποία για να αποφύγει την πτώχευση, εξαγοράσθηκε από την J.P. Morgan με τη μεσολάβηση της FED και την εγγύηση του αμερικάνικου δημοσίου τον Μάρτιο του 2008. Η απόφαση αυτή των αμερικανικών αρχών (Υπουργείο Οικονομικών-Treasury και Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα-FED) έγινε δεκτή με ανακούφιση καθώς σηματοδότησε ότι οι αρμόδιες αρχές ήταν έτοιμες να δράσουν, πέρα από ιδεολογικές αγκυλώσεις και δογματισμούς, και να αποτρέψουν εν τη γενέσει του τον ενδεχόμενο «συστημικό κίνδυνο» (systemic risk) στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και ιδίως στον τραπεζικό τομέα. Η ευφορία που ακολούθησε αυτή την κίνηση ήταν τέτοια που πολλοί σοβαροί αναλυτές ακόμη και διαμορφωτές πολιτικής, όπως υψηλής επιρροής στελέχη της Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (FOMC) της FED, να μιλούν για αντιστροφή της κρίσης (“turning point”). Το κλίμα αυτό κάλυψε ή/και περιθωριοποίησε προσωρινά τα στοιχεία που έδειχναν ότι η παγκόσμια οικονομία δεν είχε να αντιμετωπίσει μόνο τη χρηματοπιστωτική κρίση αλλά και άλλα δύο γεγονότα: την άνοδο των τιμών των εμπορευμάτων, ιδίως του πετρελαίου και των τροφίμων, και τις τρομερές ανισορροπίες (imbalances) που προκλήθηκαν στις αγορές κατοικίας όχι μόνο στις ΗΠΑ, αλλά και σε πολλές χώρες της ευρωζώνης όπως η Ιρλανδία και η Ισπανία από την ιδιαίτερα χαλαρή νομισματική πολιτική των περασμένων χρόνων. Επιπλέον,

αποπροσανατόλισε προσωρινά τη συζήτηση από τη διαπίστωση ότι το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο είχε αποδειχθεί ακατάλληλο ενώ, ταυτόχρονα, ήταν συστηματική η παραβίασή του – και όχι μόνο λόγω της εγγενούς σύγκρουσης συμφερόντων που αντιμετώπιζαν οι εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου. Παράλληλα, η «όρεξη» για αναζήτηση ολοένα και περισσότερο επικίνδυνων επενδυτικών ευκαιριών από τους διαχειριστές των επενδυτικών κεφαλαίων που είχε καλλιεργηθεί από τα ιδιαίτερα χαμηλά επιτόκια, αντιστράφηκε απότομα σε αναζήτηση πιο ασφαλών επενδύσεων (“flying to quality”) προκαλώντας χάος σε αγορές χρήματος και κεφαλαίου αλλά και σε ολόκληρες αναδυόμενες οικονομίες. Έτσι, η χρηματοπιστωτική κρίση, η άνοδος των τιμών των εμπορευμάτων και η υπερθέρμανση στην αγορά κατοικίας, επέφερε ένα ταυτόχρονο «τριπλό σόκ». Όταν δε, οι αρχές των ΗΠΑ παρενέβησαν για να σώσουν τις δύο «ημι-δημόσιες» επιχειρήσεις χορήγησης στεγαστικών δανείων (Fannie May και Freddy Mac), αλλά αποφάσισαν να αφήσουν τη Lehman Brothers να πτωχεύσει (15/09/2008), η αβεβαιότητα έδωσε τη θέση της σε πανικό και ουσιαστικό πάγωμα της διατραπεζικής αγοράς επεκτείνοντας ραγδαία την κρίση και στην πραγματική οικονομία μέσω του καναλιού του τραπεζικού συστήματος και της «πιστωτικής ασφυξίας» (credit crunch) που προκλήθηκε.

Αντιμετώπιση: Η αντιμετώπιση της κρίσης δεν είναι εύκολη υπόθεση. Είναι βέβαιο ότι τα μέτρα για την αντιμετώπισή τους θα κριθούν για την αποτελεσματικότητά και αποδοτικότητά τους και θα διδάσκονται ως ορθό ή ατυχές παράδειγμα στα πανεπιστήμια για πολλά χρόνια. Σήμερα, στο μέσον αυτής, μπορούμε να διαγνώσουμε ότι η κρίση απαιτεί την υιοθέτηση του κατάλληλου μείγματος νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής και το συντονισμό σε διεθνές επίπεδο. Το κρίσιμο ερώτημα, σε συνθήκες ελεύθερης οικονομίας της αγοράς, είναι πως εκείνοι που ευθύνονται για την κρίση θα πληρώσουν, χωρίς να υπάρξουν αδικαιολόγητες απώλειες στο παραγόμενο προϊόν (ΑΕΠ). Η νομισματική πολιτική αντέδρασε με δύο τρόπους: χαλαρώνοντας τη στάση της μειώνοντας τα επιτόκια και παρέχοντας ενέσεις ρευστότητας στο σύστημα. Η FED μείωσε τα επιτόκια από το 5,5% τον Σεπτέμβριο 2007 σε 0,25% το Δεκέμβριο 2008. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) μείωσε τα επιτόκια από 4,25% τον Ιούλιο 2008 σε 2,5% το Δεκέμβριο 2008, ενώ η Τράπεζα της Αγγλίας άγγιξε τα χαμηλότερα επίπεδα της Ιστορίας της, διαμορφώνοντας τα επιτόκια στο 2,0% το Δεκέμβριο 2008. Παράλληλα, διατέθηκαν αφειδώς δισεκατομμύρια ευρώ, στερλίνες, γιέν και δολάρια από τις κεντρικές τράπεζες για την παροχή ρευστότητας στην διατραπεζική αγορά καθώς οι εμπορικές τράπεζες ήταν απρόθυμες να δανείσουν η μια στην άλλη. Τα περιθώρια επιτοκίων στους δείκτες Libor και Euribor παρέμειναν σε πολύ υψηλά επίπεδα, υπογραμμίζοντας την έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζών. Τα μεγαλύτερα χρηματιστήρια του πλανήτη γνώρισαν δραματικές απώλειες το 2008, κοντά ή και άνω του 50%.

Όμως, παρά τις παρεμβάσεις των νομισματικών αρχών η πορεία προς την ομαλότητα στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου ήταν αργή και εύθραυστη. Ήταν φανερό, ότι η παρέμβαση των κυβερνήσεων μέσω της δημοσιονομικής πολιτικής ήταν απαραίτητη. Διεθνείς οργανισμοί όπως ο ΟΟΣΑ και το ΔΝΤ συνέστησαν την στήριξη της οικονομίας μέσω υιοθέτησης «δημοσιονομικών πακέτων» (fiscal stimulus packages) ώστε η οικονομική πολιτική να δράσει

αντικυκλικά στηρίζοντας την οικονομική δραστηριότητα. Τέτοια δημοσιονομικά πακέτα υιοθετήθηκαν από οικονομίες όπως των ΗΠΑ, της ΕΕ, της Ιαπωνία, του Ηνωμένου Βασιλείου, ακόμη και της Κίνας, συνδυασμένου ύψους τρισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ. Τα «δημοσιονομικά πακέτα» περιλαμβάνουν, εκτός από μέτρα διασφάλισης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος (π.χ. παροχή εγγύησης του δημοσίου σε τράπεζες), μέτρα όπως η μείωση της φορολογίας ή η ενίσχυση των δημοσίων δαπανών για την τόνωση της εσωτερικής ζήτησης (π.χ. από τη μείωση των φόρων κατανάλωσης, όπως του ΦΠΑ, έως την επιστροφή φόρου στη φορολογία εισοδήματος, και από την ενίσχυση των δημοσίων δαπανών για υποδομές έως την επιδότηση θέσεων εργασίας και την χορήγηση ευνοϊκών δανείων και επιδότηση επιτοκίων για συγκεκριμένους κλάδους).

Ενώ η νομισματική πολιτική ενδείκνυται να χρησιμοποιείται σε τέτοιες περιπτώσεις, υπάρχει αρκετή επιφυλακτικότητα για τη χρήση της δημοσιονομικής πολιτικής σε «κανονικές συνθήκες». Όμως, οι συνθήκες απέχουν πολύ από το να χαρακτηριστούν κανονικές και η νομισματική πολιτική καθίσταται λιγότερο αποτελεσματική. Υπό το φως αυτών των εξελίξεων όλοι συμφωνούν για τη χρήση του εργαλείου της δημοσιονομικής πολιτικής αλλά αναπτύσσονται δύο κυρίως «σχολές σκέψεις» για το μέγεθος και την κατεύθυνση των δημοσιονομικών παρεμβάσεων. Από τη μια πλευρά όσοι (π.χ. ΔΝΤ, Ηνωμένο Βασίλειο) υποστηρίζουν ότι γενικές και εκτεταμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις είναι η μόνη λύση για να αποφύγουμε μια παρατεταμένη ύφεση (depression). Κατά αυτή την άποψη ο κίνδυνος είναι να δράσουν οι κυβερνήσεις «πολύ αργά και πολύ λίγο» (too late, too little) και όχι το αντίθετο. Από την άλλη πλευρά, όσοι (π.χ. ΟΟΣΑ, Γερμανία) τονίζουν ότι δεν υπάρχει ενιαία συνταγή για όλα τα κράτη και, σε κάθε περίπτωση, οι όποιες δημοσιονομικές παρεμβάσεις θα πρέπει να είναι «έγκαιρες, προσωρινές και στοχευμένες» (timely, temporary, targeted-3Ts), ώστε να μη θέτουν σε διακινδύνευση τη μακροχρόνια βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών. Τείνουμε να συμφωνήσουμε με αυτή την άποψη. Πράγματι, για την άσκηση επεκτατικής πολιτικής θα πρέπει να υπάρχουν τα κατάλληλα περιθώρια δημοσιονομικής ευελιξίας (fiscal space). Περιθώριο που μπορεί να υπάρχει σε χώρες του ΟΟΣΑ με υψηλά δημοσιονομικά πλεονάσματα και ανύπαρκτο δημόσιο χρέος, όπως η Νορβηγία, αλλά που είναι εξαιρετικά περιορισμένο για χώρες όπως η Ελλάδα, που παρά τη δημοσιονομική προσαρμογή των τελευταίων ετών, εξακολουθεί να έχει δημοσιονομικό έλλειμμα κοντά στο 3% του ΑΕΠ και δημόσιο χρέος άνω του 90% του ΑΕΠ. Εκτεταμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις σε χώρες όπως η Ελλάδα, πέραν των ήδη νομοθετημένων μειώσεων των φορολογικών συντελεστών και ορισμένων «στοχευμένων» δαπανών, θα είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του χρέους με μακροπρόθεσμες αρνητικές συνέπειες. Ήδη, ακόμη και με τα σημερινά επίπεδα ελλείμματος και χρέους, η εκτίναξη των περιθωρίων (spreads) των ελληνικών ομολόγων έναντι των γερμανικών, επιβαρύνει τον κρατικό Π/Υ με σημαντικό επιπλέον κόστος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους. Επιπλέον, όταν οι δημόσιες δαπάνες είναι ήδη υψηλές ως ποσοστό του ΑΕΠ, είναι πιθανότερο ότι οριακά θα είναι μάλλον ατελέσφορες (inefficient). Μεσο-μακροπρόθεσμα τον λογαριασμό θα κληθούν να τον πληρώσουν οι φορολογούμενοι πολίτες, που δυστυχώς λόγω της ακραίας αντικοινωνικής συμπεριφοράς της εκτεταμένης

φοροαποφυγής και φοροδιαφυγής, θα είναι ξανά οι πολίτες μικρού και μεσαίου εισοδήματος.

Η αύξηση των δημοσίων επενδύσεων αποτελεί το «ορθόδοξο επιχείρημα» ότι σε περιόδους ύφεσης οι κυβερνήσεις θα πρέπει να τονώσουν την οικονομία μέσω αύξησης των δαπανών για υποδομές. Η λύση αυτή απέδωσε για την έξοδο από το μεσοπολεμικό «κράχ», αλλά δεν είναι πάντα αποτελεσματική όπως απέδειξε η περίπτωση της Ιαπωνίας τη δεκαετία του 1990. Αντίθετα, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το επίπεδο των υποδομών σε μια χώρα, οι επιπλέον ανάγκες σε υποδομές, καθώς και εάν η καθαρή παρούσα αξία αυτών των επενδύσεων είναι υπέρτερη έναντι άλλων ανταγωνιστικών χρήσεων. Επιπλέον, η αύξηση των δημοσίων επενδύσεων για να μας βοηθήσει να εξέλθουμε από την παρούσα κρίση προϋποθέτει την ύπαρξη «ώριμων» επενδυτικών σχεδίων, ώστε η επιτάχυνση υλοποίησής των να έχει άμεσα αποτελέσματα. Τέτοιες «έτοιμες επενδύσεις» που τις διαλέγεις από το «ράφι» είναι σπάνιες ακόμη και για χώρες όπως οι ΗΠΑ ή το Ηνωμένο Βασίλειο, πόσο μάλλον για χώρες του μεσογειακού νότου. Έτσι, ο χρόνος που μεσολαβεί από την λήψη της απόφασης για τη χρηματοδότηση ενός έργου υποδομής μέχρι την εκταμίευση των σχετικών κονδυλίων, είναι τέτοιος που δεν θα συμβάλει στην άμεση αντιμετώπιση της κρίσης αλλά θα λειτουργήσει πιθανότητα πληθωριστικά, σε άλλη φάση του οικονομικού κύκλου. Επιπλέον, υπάρχει σοβαρός κίνδυνος να επιλεγούν βιαστικά δημόσιες επενδύσεις με κριτήριο τις προτιμήσεις ισχυρών πολιτικών παραγόντων (pork barreling argument), αμφίβολου άμεσου ή μελλοντικού πολλαπλασιαστικού αποτελέσματος για την κοινωνία. Στο πλαίσιο αυτό, στη χώρα μας οι ήδη εγκεκριμένες επενδύσεις που συνδέονται με την υλοποίηση του Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης και των Συμπράξεων Δημόσιου και Ιδιωτικού Τομέα, αποτελούν ικανή ασφαλιστική δικλείδα και το μόνο που μπορεί να συστηθεί είναι ενδεχομένως η επιτάχυνση υλοποίησής των. Όμως, η τεχνητή διόγκωση τους μπορεί να υποβαθμίσει την ποιότητα των δημοσίων δαπανών και το επίπεδο απορροφητικότητας των κοινοτικών πόρων.

Βέβαια, οι κυβερνήσεις που έχουν μικρότερα περιθώρια δημοσιονομικής ευελιξίας, πιθανόν να φανούν, από ανάγκη, περισσότερο καινοτόμες και εφευρετικές στους τρόπους αντιμετώπισης των συνεπειών της κρίσης. Στην κατηγορία αυτή ανήκει και η χώρα μας. Έτσι, ενδεχομένως η κρίση να αποτελέσει την αφορμή για εντατικοποίηση των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Όμως, όλες οι μεταρρυθμίσεις δεν είναι εύκολο να προχωρήσουν σε περιβάλλον κρίσης, γιατί απλά δεν υπάρχουν δημοσιονομικά περιθώρια για να αποζημιωθούν, συνήθως προκαταβολικά, εκείνοι οι οποίοι νιώθουν ότι θίγονται από αυτές. Άλλες μεταρρυθμίσεις όμως, έχουν περισσότερες πιθανότητες να προχωρήσουν, καθώς μπροστά στο «κοινό καλό», που σε περιβάλλον κρίσης γίνεται ευκολότερα αντιληπτό και περισσότερο πειστικό, κάμπτονται οι συντεχνιακές αντιδράσεις.

Σχετικά με το κανονιστικό πλαίσιο και την νέα παγκόσμια χρηματοπιστωτική αρχιτεκτονική, έχουν ήδη συσταθεί «ομάδες σοφών» που αναμένεται να καταθέσουν τις προτάσεις τους για τις δέουσες μεταρρυθμίσεις. Ενδεχομένως, ένα νέο «ολοκληρωμένο διατομεακό πλαίσιο» (unified cross-sectoral framework), το οποίο έχει προτείνει και ο ΟΟΣΑ, θα εξαφανίσει τα όποια κενά

υφίστανται σήμερα (π.χ. μεταξύ εποπτείας εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών) και θα μειώσει τα προβλήματα συντονισμού, την άνιση μεταχείριση και την ασύμμετρη πληροφόρηση. Επίσης, η ενίσχυση της τήρησης ρευστότητας έναντι κινδύνων εκτός ισολογισμού, η υιοθέτηση κανόνων αντικυκλικής κεφαλαιακής επάρκειας (counter-cyclical capital requirements) και η μεγαλύτερη έμφαση στο ποσοστό «μόχλευσης» μπορεί να εξασφαλίσει τη σταθερότητα του συστήματος.

Χρονικός ορίζοντας εξόδου από την κρίση: Ο συνδυασμός της δέουσας νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής θα μας οδηγήσει σε έξοδο από την κρίση; Σίγουρα ναι, χωρίς όμως να μπορούμε να προβλέψουμε το πότε ακριβώς θα συμβεί αυτό. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΟΟΣΑ και του ΔΝΤ, η ανάκαμψη τοποθετείται σταδιακά στο τέλος του 2009 και με μεγαλύτερη ένταση από το 2010. *Βέβαια σήμερα 2012 και η ανάκαμψη ακόμα δεν έχει έρθει.* Όμως, πριν έρθει η ανάκαμψη η παγκόσμια οικονομία θα βιώσει σημαντική επιβράδυνση, ενώ οι μεγαλύτερες οικονομίες ύφεση και διεύρυνση της ανεργίας, συνθήκες που αναπόφευκτα θα επηρεάσουν και θα διαμορφώσουν το πλαίσιο της πολιτικής οικονομίας της επόμενης δεκαετίας. Ήδη, συζητείται ευρέως η «επιστροφή του κράτους έναντι της αγοράς». Η διαπίστωση, όμως, δεν έχει το ίδιο περιεχόμενο για κάθε αναπτυγμένο κράτος και δεν συνεπάγεται άκριτα «περισσότερο κράτος». Αποκτά ουσιαστικό περιεχόμενο σε χώρες που παρατηρήθηκε «μαζική αποχώρηση του κράτους» από τομείς όπως η κοινωνική ασφάλιση, η παιδεία ή η υγεία (π.χ. ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο). Αντίθετα, σε χώρες όπως η Ελλάδα, που υλοποιεί διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις με σημαντική υστέρηση έναντι των εταίρων της στην ΕΕ ή στον ΟΟΣΑ, βασική προτεραιότητα παραμένει η σχετική μείωση του «κρατισμού» σε πολλούς τομείς (τηλεπικοινωνίες, μεταφορές, ενέργεια, υγεία, παιδεία). Το γεγονός της υστέρησής μας, δίνει τη δυνατότητα να μάθουμε από τα λάθη των άλλων και να αναζητήσουμε τη δέουσα ισορροπία μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα. Δεδομένου του σημείου εκκίνησης, η ισορροπία αυτή δεν θα πρέπει είναι σε βάρος του ιδιωτικού μήτε υπέρ της διατήρησης υπερβολικών ρυθμίσεων στην αγορά προϊόντων και της ακαμψίας στην αγορά εργασίας.

2.2 Επισκόπηση διεθνών εξελίξεων και προοπτικές

Η παγκόσμια οικονομία, έχοντας ανακάμψει δυναμικά το 2010 από τη διεθνή κρίση, όπως αναμενόταν επιβραδύνθηκε το 2011. Μια σειρά έκτακτων γεγονότων επέτειναν ωστόσο την επιβράδυνση αυτή. Αρχικά, η «Αραβική Άνοιξη» με τις αναταραχές και τις ένοπλες εξεγέρσεις, αφού οδήγησε σε πολιτική αστάθεια τη Μέση Ανατολή, προκάλεσε νέο γύρο ανόδου της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου το πρώτο τετράμηνο του έτους, πλήττοντας την παγκόσμια βιομηχανική παραγωγή. Στη συνέχεια, οι μεγάλες φυσικές καταστροφές στην Ιαπωνία έπληξαν καίρια τις υποδομές και τις εξαγωγές της Ιαπωνίας, προκαλώντας πρόσκαιρες, πλην όμως σοβαρές ανωμαλίες στις εφοδιαστικές αλυσίδες πολλών κλάδων του διεθνούς εμπορίου. Ο κυριότερος παράγοντας επιδείνωσης του διεθνούς περιβάλλοντος ωστόσο ήταν η εκ νέου αύξηση της αβεβαιότητας στις διεθνείς αγορές λόγω της εντεινόμενης κρίσης δημοσίου χρέους σε Ελλάδα και Ιταλία και πρόσκαιρα στις ΗΠΑ, αλλά και λόγω της έκδηλης πολιτικής αδυναμίας ως

προς την έγκαιρη, αποτελεσματική και βιώσιμη διαχείριση της κρίσης αυτής. Η αύξηση της αβεβαιότητας προκάλεσε επιδείνωση των προσδοκιών των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, μεγάλη υποχώρηση στα διεθνή χρηματιστήρια και μεγάλη υποχώρηση της καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης, κυρίως στη ζώνη του ευρώ.

Οι εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών για την **άνοδο του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2011 και το 2012** αναθεωρούνται επί το δυσμενέστερο, ιδίως από τον Οκτώβριο του 2011, και περιβάλλονται από υψηλή αβεβαιότητα. Το παγκόσμιο ΑΕΠ εκτιμάται ότι επιβραδύνθηκε το 2011 στο 3,7% από 5,0% το προηγούμενο έτος. Η επιβράδυνση έγινε περισσότερο αισθητή στις προηγμένες οικονομίες (1,5% από 2,8% το 2010) οι οποίες επλήγησαν περισσότερο από τα έκτακτα γεγονότα που προαναφέρθηκαν.^{xxiv} Η επιβράδυνση ήταν εντονότερη στις ΗΠΑ, ηπιότερη στη ζώνη του ευρώ, ενώ το ΑΕΠ στην Ιαπωνία μειώθηκε λόγω των δυσμενών εξελίξεων το πρώτο εξάμηνο του έτους. Αντιθέτως, η οικονομική δραστηριότητα στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες, αν και επιβραδύνθηκε το 2011, παρέμεινε έντονη (6,0% από 7,3%

το 2010), με κινητήρια δύναμη τις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, κυρίως την Κίνα και την Ινδία, το πραγματικό ΑΕΠ των οποίων αυξήθηκε κατά 9,2% και 7,5% αντιστοίχως το 2011

Η απασχόληση επλήγη σοβαρά κατά τη διετία 2009-2010, ανέκαμψε όμως το 2011. Η συνέχιση της ανάκαμψης, παρά την επιβράδυνση του ΑΕΠ, επέτρεψε τη μικρή αύξηση της απασχόλησης στην **ΕΕ-27** και στις ΗΠΑ (κατά 0,4%), ενώ στην Ιαπωνία εκτιμάται ότι υποχώρησε ελαφρώς και πάλι (-0,2%). Το ποσοστό ανεργίας στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο υποχώρησε στο 7,9% από 8,3% το 2010. Το ποσοστό ανέργων παρέμεινε πολύ υψηλό και αμετάβλητο στην ΕΕ-27 (9,7%), ενώ στις ΗΠΑ υποχώρησε σημαντικά (9,0% από 9,6%) λόγω του υψηλού βαθμού ευελιξίας στην αγορά εργασίας. Από τις μεγάλες προηγμένες οικονομίες η Ιαπωνία και η Αυστραλία εξακολουθούν να παρουσιάζουν σχετικά χαμηλότερα ποσοστά ανεργίας, 4,9% και 5,0% αντιστοίχως το 2011, ενώ οι τέσσερις «νέες βιομηχανικές ασιατικές οικονομίες» (Κορέα, Σιγκαπούρη, Ταϊβάν και Χονγκ Κονγκ), επίσης εμφανίζουν εξαιρετικά χαμηλά ποσοστά ανεργίας, από 2,3% έως 4,3%. Η προβλεπόμενη περαιτέρω επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας εκτιμάται ότι θα εμποδίσει την περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας στις προηγμένες οικονομίες το 2012

Ο πληθωρισμός (με βάση τον ΔΤΚ) ενισχύθηκε περαιτέρω το 2011 τόσο στις προηγμένες (2,6% από 1,6% το 2010) όσο και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες (7,6% από 6,1% το 2010) κυρίως ως αποτέλεσμα της μεγάλης ανόδου των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Στις προηγμένες οικονομίες ο πληθωρισμός ενισχύθηκε επιπλέον από την υποχώρηση του παραγωγικού κενού και την ανάκαμψη του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, ενώ στις αναδυόμενες οικονομίες οι πληθωριστικές πιέσεις παρέμειναν πολύ έντονες, τόσο λόγω της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία διατηρείται ισχυρή παρά τις προσπάθειες ανάσχεσης μέσω της νομισματικής πολιτικής, όσο και λόγω του αυξανόμενου μεριδίου των τροφίμων και των καυσίμων στην κατανάλωση, οι τιμές των οποίων αυξήθηκαν σημαντικά.

Η οικονομική πολιτική στις προηγμένες οικονομίες το 2011 επικεντρώθηκε στη λήψη μέτρων αποκατάστασης της εμπιστοσύνης ως προς τη βιωσιμότητα

των δημόσιων οικονομικών, η οποία επλήγη από την εντεινόμενη κρίση δημοσίου χρέους κυρίως σε χώρες της Ζώνης του Ευρώ, αλλά και στην παράλληλη διατήρηση των εξαιρετικά ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών για τη διευκόλυνση της συνέχισης της ανάκαμψης. Η προοδευτική εξάντληση μεγάλου μέρους των διαθέσιμων «όπλων» από πλευράς δημοσιονομικών και νομισματικών αρχών κατά την περίοδο 2008-2010 για την αντιμετώπιση της διεθνούς κρίσης έθεσε νέα διλήμματα μακροοικονομικής πολιτικής. Η περιπλοκότητα του εντεινόμενου προβλήματος, ιδίως στη Ζώνη του Ευρώ, και η αρνητική αλληλεπίδραση της οποιασδήποτε λύσης του, τόσο με τον ήδη εύθραυστο τραπεζικό τομέα όσο και με το διαθέσιμο εισόδημα, επιβάρυνε εκ νέου τις προσδοκίες και τους δείκτες εμπιστοσύνης νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Η κρίση εμπιστοσύνης, η επιβράδυνση πολλών οικονομιών, οι νέες απαιτήσεις για υψηλότερη κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών έως τα μέσα του 2012 και οι αποφάσεις για «κούρεμα» τμήματος του χρέους της Ελλάδας επιβάρυναν περαιτέρω το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, οδηγώντας σε νέο κύκλο ανόδου των επιτοκίων δανεισμού κρατών όπως η Ιταλία και περιορισμού της ρευστότητας προς τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, επιταχύνοντας έτσι την οικονομική επιβράδυνση, ιδίως από το φθινόπωρο του 2011 και μετά.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι υποχώρησε περαιτέρω, παρέμεινε όμως ιδιαίτερα υψηλό στις προηγμένες οικονομίες επιβαρύνοντας περισσότερο το δημόσιο χρέος και επιτείνοντας την αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές. Στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο το έλλειμμα υποχώρησε στο 6,7% του ΑΕΠ από 7,5%, ενώ το ακαθάριστο δημόσιο χρέος αυξήθηκε στο 102,9% του ΑΕΠ, από 98,1% το 2010. Στις αναπτυσσόμενες οικονομίες που επλήγησαν λιγότερο από τη διεθνή κρίση, το έλλειμμα υποχώρησε στο 2,6% του ΑΕΠ από 3,7% το 2010, ενώ το δημόσιο χρέος περιορίστηκε στο 37,8% του ΑΕΠ από 40,9% το 2010.

Η νομισματική πολιτική παρέμεινε και το 2011 εξαιρετικά χαλαρή στις προηγμένες οικονομίες, παρά τη μικρή αλλά πρόσκαιρη αύξηση των βασικών επιτοκίων στη Ζώνη του Ευρώ και την ολοκλήρωση του δεύτερου κύκλου «ποσοτικής χαλάρωσης» στις ΗΠΑ. Οι Κεντρικές Τράπεζες των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και του Ηνωμένου Βασιλείου διατήρησαν αμετάβλητα τα βασικά τους επιτόκια, μεταξύ του 0,0% και 0,5%, ενώ όλες ανανέωσαν ή και επέκτειναν το ύψος του προγράμματος αγοράς ομολόγων που εφαρμόζουν. Στη Ζώνη του Ευρώ, όπου αρκετές οικονομίες σημείωσαν επιτάχυνση του ΑΕΠ το 2011 και ο πληθωρισμός ξεπερνούσε κατά πολύ το 2%, κυρίως λόγω ανόδου της τιμής του αργού πετρελαίου, η ΕΚΤ προέβη σε αύξηση του βασικού επιτοκίου δύο φορές, στις μέσες Απριλίου και Ιουλίου, από 25 μονάδες βάσης (μ.β.), καθορίζοντάς το στο 1,5%. Στις αρχές Νοεμβρίου όμως, μετά τη νέα χρηματοπιστωτική αναταραχή που προκλήθηκε από την πολιτική αστάθεια στην Ελλάδα, αλλά και τη σοβαρή επιβράδυνση που διαπιστώθηκε σε πολλές οικονομίες, η ΕΚΤ προέβη σε μείωση του βασικού επιτοκίου κατά 25 μ.β., στο 1,25%.

Το 2012 το παγκόσμιο ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα σημειώσει μικρή περαιτέρω επιβράδυνση, η οποία θα οφείλεται αποκλειστικά σχεδόν στην επιβράδυνση των οικονομιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ενώ ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί στο 3,5% από 3,7% το 2012, ο ρυθμός του παγκόσμιου ΑΕΠ πλην των χωρών-μελών της ΕΕ-27^{xxv} θα παραμείνει αμετάβλητος στο 4,2%. Οι επιπτώσεις της παράτασης της κρίσης δημοσίου

χρέους στην εγχώρια ζήτηση, η συνεπακόλουθη επιβάρυνση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος λόγω της εκ νέου ανάγκης ανακεφαλαιοποίησής του, καθώς και η ανάγκη να συνεχιστεί η πολιτική μείωσης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων θα επιβαρύνουν περισσότερο την οικονομική δραστηριότητα στην ΕΕ-27. Ο ρυθμός οικονομικής ανόδου των χωρών-μελών της ΕΕ-27 προβλέπεται ότι θα επιβραδυνθεί περαιτέρω στο 0,6%, αλλά θα παραμείνει θετικός σε όλες, πλην Ελλάδας και Πορτογαλίας. Αντιθέτως, στις ΗΠΑ η άνοδος του ΑΕΠ θα παραμείνει σχεδόν αμετάβλητη (1,5%), ενώ η Ιαπωνία θα εξέλθει της ύφεσης με άνοδο του ΑΕΠ κατά 1,8%.

2.3 Διεθνές εμπόριο προϊόντων

Η ισχυρή άνοδος του παγκόσμιου εμπορίου το 2010 συνέβαλε καθοριστικά στην ανάκαμψη των οικονομιών μετά την οικονομική κρίση. Ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών συνέχισε να αυξάνει και το 2011, με ρυθμό όμως χαμηλότερο του 2010 (6,5% από 13,2% το 2010). Οι φυσικές καταστροφές που υπέστη η Ιαπωνία είχαν επίπτωση, μέσω της καθίζησης των εξαγωγών της, στις εφοδιαστικές αλυσίδες διάφορων κλάδων (λ.χ. των αυτοκινήτων) και διάφορων οικονομιών και αναμφίβολα επέδρασαν αρνητικά στον όγκο του παγκόσμιου εμπορίου, μολονότι υπάρχουν ενδείξεις για σχετικά ταχεία αναπλήρωση των απωλειών στο υπόλοιπο του έτους. Η επιβράδυνση της ανόδου του παγκόσμιου εμπορίου προβλέπεται ότι θα συνεχιστεί και το 2012 και ο όγκος του εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 5,1%.

Οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου αυξάνονται συνεχώς από τις αρχές του 2009, και στις αρχές του 2011 ξεπέρασαν τα 100 δολ. το βαρέλι για πρώτη φορά μετά το καλοκαίρι του 2008, φθάνοντας τελικά τα 116,3 δολ. τον Απρίλιο του 2011. Αυτό υπήρξε το συνδυαστικό αποτέλεσμα αφενός της έντονης διεθνούς ζήτησης πετρελαίου από τις αναδυόμενες οικονομίες και αφετέρου των σοβαρών ανωμαλιών που παρουσιάστηκαν στη συνολική προσφορά και στα αποθέματα από την πολιτική αστάθεια και τις ένοπλες εξεγέρσεις οι οποίες σημειώθηκαν σε διάφορες χώρες της Μέσης Ανατολής και της Βόρειας Αφρικής. Έκτοτε, λόγω της επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας, οι διεθνείς τιμές υποχώρησαν ελαφρώς. Σε μέσα επίπεδα έτους εκτιμάται ότι η μέση διεθνής τιμή τριών τύπων αργού πετρελαίου αυξήθηκε κατά 30,6% το 2011 (27,9% είχε αυξηθεί και το 2010), στα 103,2 δολ. το βαρέλι, δηλαδή ξεπέρασε την τιμή-ρεκόρ που σημειώθηκε το 2008 (97,0 δολ. σε μέσα επίπεδα έτους). Σε όρους ευρώ η αύξηση εκτιμάται στο 22,6% το 2011 από 34,3% το 2010.

Ο δείκτης των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων πλην καυσίμων επίσης αυξήθηκε έντονα το 2011 (κατά 21,2% σε όρους δολαρίου, 13,8% σε όρους ευρώ), με τον υποδείκτη της τιμής των βασικών μετάλλων να ενισχύεται περισσότερο από όλους, κατά 40% το 2011. Με βάση τη μέση πρόβλεψη για ήπια περαιτέρω επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων προβλέπεται ότι θα υποχωρήσουν ελαφρώς (από 3% έως 5%) το 2012.

2.4 Προοπτικές για την Παγκόσμια Οικονομία

Η Ευρώπη αντιμετωπίζει δομικά προβλήματα. Το ευρώ σχεδιάστηκε από και για τους Γερμανούς, που θέλουν ισχυρό νόμισμα, και υψηλά επιτόκια ώστε να ελέγχεται ο πληθωρισμός, και να ελκύεται το απαραίτητο κεφάλαιο, έτσι ώστε να μεγιστοποιείται το σύστημα προστιθέμενης αξίας πάνω στο οποίο βασίζεται η γερμανική υποδομή, και το πρώτης τάξης εκπαιδευτικό σύστημα της χώρας.

Από την άλλη, οι χώρες του ευρωπαϊκού Νότου, διαθέτουν οικονομίες που δεν βασίζονται σε προστιθέμενη αξία. Χρειάζονται να παραμείνουν ανταγωνιστικές στις τιμές, ώστε να τονωθεί η ανάπτυξή τους. Ο μόνος τρόπος για να το καταφέρουν είναι ένα αδύναμο νόμισμα. Για να το θέσουμε πιο απλά, ο κόσμος διατίθεται να πληρώσει πολλά για ένα γερμανικό αυτοκίνητο, αλλά όχι για ένα μήλο Ισπανίας.

Το θέμα όμως είναι πως αυτές οι οικονομίες βρίσκονται δεσμευμένες μέσα στην ευρωζώνη. Η οικονομική κρίση εξασθενεί το ευρώ, κάτι που σε φυσιολογικές συνθήκες θα ενίσχυε τα κράτη του Νότου, όμως η παρουσία της Γερμανίας λειτουργεί ως φρένο, ρυθμίζοντας το κατά πόσο επιβραδύνεται η αξία του ενιαίου νομίσματος. Το αποτέλεσμα είναι ένα νόμισμα «στη μέση», το οποίο εμποδίζεται να χάσει σε αξία, κάτι που θα βοηθούσε τον Νότο, και που καθιστά τη Γερμανία υπέρ το δέον ανταγωνιστική. Αυτό που θα συμβεί είναι η υπέρ ταχεία ανάπτυξη της Γερμανίας, και η παράλληλη ύφεση της Νότιας Ευρώπης.

Συνεπώς, η οικονομική κρίση που έπληξε την Ευρώπη και παρασύρει το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον, δεν λέει να τελειώσει.

Η παγκόσμια οικονομία φαίνεται να κάνει δυο βήματα μπροστά και ένα ή δυο βήματα πίσω, γεγονός που έχει σχέση κυρίως με την Ευρώπη. Το αποτέλεσμα είναι η πτωτική τάση της ευρωπαϊκής οικονομικής δραστηριότητας και η αυξημένη αβεβαιότητα. Και οι δυο αυτοί παράγοντες, με τη σειρά τους, έχουν αρνητικό αντίκτυπο σε όλο τον κόσμο. Σήμερα, βλέπουμε επιβράδυνση της ανάπτυξης στις περισσότερες από τις μεγάλες οικονομίες του κόσμου.

Ευρωζώνη: Η αχτίδα ελπίδας ότι η ευρωπαϊκή κρίση είχε φτάσει σ' ένα θετικό σημείο καμπής στο πρώτο τρίμηνο του 2012, άρχισε να εξασθενεί καθώς τα οικονομικά προβλήματα της περιοχής επέστρεψαν δριμύτερα κατά το δεύτερο τρίμηνο. Στην πραγματικότητα, η κρίση φαίνεται να είναι πιο σοβαρή και πιο βαθιά από ποτέ, απειλώντας τη βιωσιμότητα της ευρωζώνης στη σημερινή της μορφή.

Οι λόγοι είναι πολιτικοί, καθώς και οικονομικοί. Η άνοδος της ριζοσπαστικής αριστεράς στην Ελλάδα ξύπνησε νέους φόβους για ελληνική έξοδο από την Ευρωζώνη. Η λεγόμενη «Grexit»^{xxvi}, που κάποτε θεωρούταν αδιανόητη, έχει γίνει ένα από τα ενδεχόμενα. Ωστόσο, ο δεύτερος γύρος των ελληνικών εκλογών τον Ιούνιο, είχε ως αποτέλεσμα έναν συνασπισμό υπέρ του ευρώ.

Εντωμεταξύ, οι γαλλικές προεδρικές και κοινοβουλευτικές εκλογές οδήγησαν σε μια σοσιαλιστική νίκη, που ασκεί πίεση στην γαλλο-γερμανική συναίνεση για την αντιμετώπιση της κρίσης του ευρώ. Η κατάσταση στις χρηματοπιστωτικές αγορές επιδεινώθηκε κατά το δεύτερο τρίμηνο, τα ασφάλιστρα κινδύνου για ιταλικά και ισπανικά ομόλογα αυξήθηκαν και η ανησυχία σχετικά με το μέλλον της Ευρωζώνης οδήγησε στο να στραγγίξει το κεφάλαιο από χώρες της περιφέρειας και σε μεγαλύτερη ανασφάλεια για το μέλλον της Ευρωζώνης.

Υπάρχουν δυο βεβαιότητες για το μέλλον της Ευρωζώνης.

Πρώτον, οι χώρες της Ευρωζώνης πρέπει να ξεπληρώσουν τα χρέη τους (deleverage) και να βάλουν σε τάξη τις δημοσιονομικές τους υποθέσεις, επειδή το δημόσιο χρέος έχει φθάσει σε μη βιώσιμα επίπεδα.

Δεύτερον, η Ευρωζώνη χρειάζεται ανάπτυξη. Η μείωση των κρατικών δαπανών και, ως εκ τούτου, της συνολικής ζήτησης κατά την περίοδο υψηλής ανεργίας (Ισπανία 24% - Ελλάδα 21,7%) και πλεονάζουσας παραγωγικής ικανότητας **δεν βοηθάνε την ανάπτυξη**.

Όσον αφορά στην ανάπτυξη, τρεις παράγοντες είναι ζωτικής σημασίας:

- **Πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα:** Βραχυπρόθεσμα, το πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα των κρατικών δαπανών είναι ένας σημαντικός τρόπος για τη διατήρηση της ανάπτυξης. Για παράδειγμα, τα χρήματα που ρέουν σε χαμηλού εισοδήματος νοικοκυριά είναι πιθανό να έχουν υψηλό πολλαπλασιαστή καθώς ένα μεγάλο ποσοστό από αυτά θα δαπανηθεί.
- **Σύνθεση της ενοποίησης:** Η φύση των δημοσιονομικών προσαρμογών, είτε επικεντρωθούν στη μείωση των δημοσίων δαπανών είτε στην αύξηση των φόρων, κάνει τη διαφορά για την ανάπτυξη. Εμπειρικά, οι περικοπές δαπανών είναι λιγότερο επιζήμιες για την οικονομική ανάπτυξη σε σχέση με τις φορολογικές αυξήσεις.
- **Προσανατολισμός επενδύσεων σε σχέση με την κατανάλωση:** Όταν πρόκειται για δημόσιες δαπάνες, η δομή είναι εξίσου σημαντική με το μέγεθος. Οι δημόσιες δαπάνες υποστηρίζουν το αναπτυξιακό δυναμικό της οικονομίας πιο αποτελεσματικά με επενδύσεις στην εκπαίδευση, τις υποδομές και τη τεχνολογία. Επομένως, εστιάζοντας σε αυτούς τους κλάδους, σε αντίθεση με αμιγώς καταναλωτικές δαπάνες, αυξάνονται οι προοπτικές ανάπτυξης και παραγωγικότητας. Σήμερα, οι προτεραιότητες του προϋπολογισμού στις χώρες κρίσης προσανατολίζονται προς την κατανάλωση, για παράδειγμα, στην μορφή των συντάξεων, ενώ οι δαπάνες για επενδύσεις υστερούν σε σχέση με τις δαπάνες του ευρωπαϊκού μέσου όρου.

ΗΠΑ: Ενώ η κρίση στη Ευρωζώνη έχει αντίκτυπο στην οικονομία των ΗΠΑ, δεν αποτελεί το μοναδικό της πρόβλημα. Ένα ευρύ φάσμα διαρθρωτικών προβλημάτων αποτελεί συνεχή απειλή για την ανάπτυξη. Σε περίοδο ομαλών συνθηκών, τα προβλήματα αυτά θα περιόριζαν απλώς το ρυθμό της

ανάπτυξης. Σε δύσκολους οικονομικούς καιρούς, κάνουν την οικονομία πιο ευάλωτη στην ύφεση. Αυτά τα διαρθρωτικά προβλήματα περιλαμβάνουν:

- δευτερογενείς επιδράσεις από μια Ευρωπαϊκή κατάρρευση
- μια όλο και πιο βαθιά παγίδα ρευστότητας που καθιστά τη διαχείριση της νομισματικής πολιτικής πιο δύσκολη
- διαρθρωτικά προβλήματα στην αγορά εργασίας που οφείλονται σε μια αναντιστοιχία μεταξύ των δεξιοτήτων εργασίας, της τοποθεσίας της ανεργίας, καθώς και τις διαθέσιμες θέσεις εργασίας
- απότομη μείωση του ρυθμού δημιουργίας νέων επιχειρήσεων
- μείωση του χρέους του ιδιωτικού τομέα που εξακολουθεί να έχει πολύ δρόμο να διανύσει

Κίνα: Η κινεζική κυβέρνηση προσπαθεί να επιτύχει μια ισορροπία μεταξύ της οικονομικής επιβράδυνσης και τους ταραγμένους ισολογισμούς των τραπεζών της. Οι αρχές ακολουθούν ένα στενό μονοπάτι που αποσκοπεί στην ελαχιστοποίηση της ύφεσης, αποφεύγοντας και μια βαθύτερη οικονομική κρίση. Το δίλημμα που αντιμετωπίζει η κυβέρνηση είναι εν μέρει λόγω των αρνητικών επιπτώσεων της κρίσης στην Ευρώπη, καθώς η τελευταία αποτελεί τη μεγαλύτερη εξαγωγική αγορά της Κίνας. Ένας άλλος παράγοντας που συμβάλλει στην επιβράδυνση της κινεζικής οικονομίας είναι με χρονική υστέρηση οι επιπτώσεις της αυστηρής νομισματικής πολιτικής του περασμένου έτους, η οποία είχε αρνητικό αντίκτυπο στην ανάπτυξη της πίστωσης, συμπεριλαμβανομένης της πίστωσης που σχετίζεται με τους καταναλωτές και τη στέγαση.

Ηνωμένο Βασίλειο: Η βρετανική οικονομική απόδοση σημειώνει πτώση κατά 4,3% συγκριτικά με το 2007. Λαμβάνοντας υπόψη τις αντιξοότητες που προέρχονται από την Ευρώπη και τη συνεχιζόμενη δημοσιονομική πειθαρχία της βρετανικής κυβέρνησης, είναι απίθανο ότι τα πράγματα θα βελτιωθούν πολύ στο άμεσο μέλλον παρά μια πιο επιθετική νομισματική πολιτική. Σύμφωνα με τα στοιχεία του ΔΝΤ, η συμπίεση των δημοσίων δαπανών, η οποία επιδεινώθηκε από τις αυξήσεις των φόρων, βρίσκεται στο ίδιο επίπεδο με εκείνη που καταγράφηκε στην Ιρλανδία και την Ισπανία. Αλλά ίσως πιο σημαντικός παράγοντας είναι η μείωση των καταναλωτικών δαπανών. Οι δαπάνες των νοικοκυριών είναι κατά 5,2% χαμηλότερες σήμερα από ό, τι ήταν στα τέλη του 2007.

Ιαπωνία: Η ιαπωνική οικονομία συνεχίζει να ταλαντεύεται μεταξύ ύφεσης και ανάπτυξης. Η μείωση των εξαγωγών στην Ευρώπη και την Κίνα, η αναπροσαρμογή δαπανών, η αλλαγή της νομισματικής πολιτικής, καθώς και η πιθανότητα μεγάλης αύξησης των φόρων μπορεί να καθυστερήσουν την σταθεροποίηση του κινητήρα ανάπτυξης της χώρας.

Ινδία: Η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στην Ινδία υπήρξε μεγαλύτερη από ό, τι πολλοί αναλυτές περίμεναν. Ο υψηλός πληθωρισμός και η σταθερή υποτίμηση της ρούπια αναστέλλουν μια γρήγορη ανάκαμψη της ινδικής οικονομίας. Επιπλέον, οι εξωτερικές αντιξοότητες και η αποτυχία της κυβέρνησης να εφαρμόσει φιλικές προς την αγορά μεταρρυθμίσεις, επηρεάζουν αρνητικά την επενδυτική ψυχολογία στην Ινδία.

Ρωσία: Η ρωσική οικονομία σήμερα απολαμβάνει ισχυρή καταναλωτική ζήτηση, ιστορικά χαμηλό πληθωρισμό και αύξηση των κρατικών δαπανών για υποδομή. Δυστυχώς αυτοί οι παράγοντες είναι πιθανό να επηρεαστούν από την ύφεση στην Ευρώπη, την επιβράδυνση στην Κίνα και τη μείωση της τιμής του πετρελαίου. Επιπλέον, τόσο η εγχώρια όσο και η εξωτερική αβεβαιότητα υπονομεύουν τις επενδύσεις, με αποτέλεσμα να βλάπτονται μακροπρόθεσμα οι προοπτικές ανάπτυξης.

Βραζιλία: Φέτος, η Βραζιλία βιώνει μια σημαντική επιβράδυνση καθώς περιορίζεται το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών για τη χώρα. Η παγκόσμια κατάσταση έχει επίσης οδηγήσει στην αντιστροφή της κατεύθυνσης του νομίσματος της Βραζιλίας δημιουργώντας προβλήματα στη συσσώρευση του κεφαλαίου και τον πληθωρισμό. Η χώρα εξακολουθεί να βιώνει ισχυρή καταναλωτική ζήτηση, αλλά τα υψηλά επίπεδα χρέους και η αδυναμία πληρωμής τους απειλούν να την επιβραδύνουν. Όμως μια ευνοϊκή νομισματική πολιτική μπορεί να καθορίσει το πλαίσιο για την ανάκαμψη το 2013.

Η Πορτογαλία, η Ιρλανδία και η Ισπανία, σε αντίθεση με την Ελλάδα, σημείωσαν ταχύτερη μείωση των ελλειμμάτων τους.

Το πρωτογενές έλλειμμα εκτιμάται ότι περιορίστηκε δραστικότερα (-2,1% του ΑΕΠ από -5,0% το 2010)- μαζί όμως με την περαιτέρω αύξηση της επιβάρυνσης για τόκους (6,9% του ΑΕΠ από 5,7% το 2010) είχε ως αποτέλεσμα το ακαθάριστο δημόσιο χρέος να εκτιμάται ότι θα αυξηθεί στο 163% του ΑΕΠ από 145% το 2010, δηλαδή να βρεθεί τελικά σε μη διατηρήσιμα επίπεδα. Αξιοσημείωτη είναι η περίπτωση του Βελγίου, το οποίο την περίοδο 1993 έως 1995 έφθασε να έχει ακαθάριστο δημόσιο χρέος περί το 135% του ΑΕΠ. Με σχεδόν μηδενικά ετήσια ελλείμματα και μέσα ετήσια πρωτογενή πλεονάσματα περί το 5% από το 1993 έως και το 2004, το Βέλγιο πέτυχε τη σταδιακή μείωση του χρέους στο 84% του ΑΕΠ το 2007. Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, παρά τη βαθιά ύφεση, εκτιμάται ότι περιορίστηκε σχετικά λίγο, στο 8,4% του ΑΕΠ το 2011 από 10,5% το 2010. Η βελτίωση προήλθε από το ισοζύγιο αγαθών εκτός καυσίμων, ενώ το ισοζύγιο καυσίμων επιβαρύνθηκε το 2011 λόγω της εξέλιξης των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου. Με δεδομένο ότι η θετική συμβολή στο συνολικό ισοζύγιο των ισοζυγίων τρεχουσών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων από την ΕΕ συνεχίζει να φθίνει και δεδομένου του υψηλού ελλείμματος του ισοζυγίου εισοδημάτων (περί το 1/3 του συνολικού ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών), η περαιτέρω μείωση του συνολικού ελλείμματος απαιτεί πλέον όχι μόνο τη δραστική μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου αγαθών, αλλά και τη σταδιακή μετατροπή του σε πλεονασματικό.

2.5 Μακροοικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα

Ο ρυθμός μείωσης της οικονομικής δραστηριότητας της ελληνικής οικονομίας επιταχύνθηκε το 2011 (και το πρώτο τρίμηνο του 2012) (-5,5% από -3,5% το 2010), αντίθετα δηλαδή από ό,τι προβλεπόταν την ίδια περίοδο το 2010. Μετά και τη νέα αναθεώρηση των μακροοικονομικών στοιχείων, η ελληνική οικονομία

βρέθηκε σε ύφεση για τέταρτο συνεχόμενο έτος το 2011, γεγονός πρωτοφανές για τη σύγχρονη ιστορία της και ασυνήθιστο για προηγμένες οικονομίες. Η καθοδική φάση των οικονομικών κύκλων συνήθως δεν διαρκεί περισσότερο από 8 τρίμηνα στις προηγμένες οικονομίες, όπως άλλωστε συνέβη ακόμη και στην πρόσφατη σοβαρή διεθνή οικονομική κρίση.

Η εμβάθυνση της ύφεσης οφείλεται στη μεγαλύτερη πτώση όλων των συνιστωσών της εγχώριας ζήτησης (-9,0% από -7% το 2010) εξαιτίας της ασκούμενης πολιτικής, η οποία δεν αντισταθμίστηκε από τη θετική συμβολή των αποθεμάτων και των καθαρών εξαγωγών, οι οποίες επωφελήθηκαν από τις ευνοϊκές εξελίξεις στο διεθνές εμπόριο και την υποχώρηση του ευρώ το 2010. Οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου επλήγησαν ιδιαίτερα, και ο όγκος τους μειώθηκε για τρίτο συνεχόμενο έτος το 2011 με τον ίδιο υψηλό ρυθμό (15-16%).

Η δημοσιονομική προσαρμογή συνεχίστηκε το 2011, δεν είχε όμως την αποτελεσματικότητα που αναμενόταν, τόσο λόγω καθυστερήσεων και παλινωδιών στη λήψη και υλοποίηση των αναγκαίων μέτρων όσο και λόγω της έμφασης που δόθηκε στην αύξηση των εσόδων και όχι στη μείωση των δαπανών, αποστερώντας επιπλέον πόρους από μια ήδη εξαιρετικά εύθραυστη ιδιωτική οικονομία. Ο δείκτης οικονομικού κλίματος, που το Φεβρουάριο του 2011 είχε ανέλθει στο υψηλότερο επίπεδο από τον Ιανουάριο του 2010, άρχισε έκτοτε να υποχωρεί και πάλι, καθώς γινόταν αντιληπτό ότι οι απαραίτητες και επείγουσες μεταρρυθμίσεις για τη μείωση του κράτους και την απελευθέρωση των υγιών δυνάμεων της οικονομίας καθυστερούσαν. Η αναβολή ή και συχνά η απροθυμία υλοποίησης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, των ιδιωτικοποιήσεων και της αξιοποίησης του δημόσιου πλούτου, αλλά και οι αλληπάλληλες και απροσδόκητες μεταβολές του φορολογικού πλαισίου και των επιβαρύνσεων οδήγησαν και πάλι σε αύξηση της αβεβαιότητας και επιδείνωση των προσδοκιών νοικοκυριών και επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα την περαιτέρω εμβάθυνση της ύφεσης και τελικά την αδυναμία επίτευξης ακόμη και αυτών των δημοσιονομικών στόχων. Η συνολική απασχόληση επλήγη δραματικά το 2011, αφού εκτιμάται ότι μειώθηκε κατά 5,7% έναντι μείωσης 1,9% το 2010 και έναντι μέσης ετήσιας αύξησης 1,7% την περίοδο 2002-2007.

Η μείωση της απασχόλησης επικεντρώθηκε στον ιδιωτικό τομέα και ήταν το αποτέλεσμα του κλεισίματος ή της σμίκρυνσης πολλών επιχειρήσεων, αλλά και της αύξησης της αβεβαιότητας και κατά συνέπεια της ραγδαίας μείωσης της καταναλωτικής και επενδυτικής δαπάνης από νοικοκυριά και επιχειρήσεις. Μόνον οι εγγεγραμμένοι άνεργοι στον ΟΑΕΔ έφθασαν το πρώτο εξάμηνο του 2011 τις 696.000. Το ποσοστό ανεργίας σκαρφάλωσε περαιτέρω στο 16,6% από 12,6% το 2010 και από μόλις 7,7% το 2008, ενώ ήδη από το 2010 είναι το υψηλότερο που έχει καταγραφεί στην Ελλάδα από το 1960 και μετά. Η Ελλάδα έχει πια το δεύτερο υψηλότερο ποσοστό ανεργίας σε όλη την ΕΕ-27

Ως προς επιμέρους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας, ο όγκος των λιανικών πωλήσεων το πρώτο οκτάμηνο του 2011 μειωνόταν κατά 9,1%, έναντι μείωσης κατά 6,9% το 2010. Οι κατηγορίες ένδυση-υπόδηση καθώς και τα διαρκή καταναλωτικά αγαθά (έπιπλα, ηλεκτρικά είδη, οικιακός εξοπλισμός) σημείωσαν τη μεγαλύτερη πτώση κατά την περίοδο αυτή. Ο αριθμός νέων επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία μειώνεται για τέταρτο συνεχόμενο έτος το 2011 και το πρώτο οκτάμηνο του 2011 ο αριθμός των νέων ΙΧ αυτοκινήτων υπολειπόταν κατά 34,4% του αριθμού τους το

αντίστοιχο οκτάμηνο του 2010. Το 2010 οι νέες κυκλοφορίες ΙΧ είχαν επίσης μειωθεί δραματικά, κατά 37,2%.

Η συνολική Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία της οικονομίας, σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ,^{xxvii} μειώθηκε κατά 3,6% το 2010 σε σταθερές τιμές του 2005. Ενώ η προστιθέμενη αξία του τριτογενούς τομέα (των υπηρεσιών) υποχώρησε κατά 3,1%, η προστιθέμενη αξία του κλάδου χονδρικό, λιανικό εμπόριο, μεταφορές & αποθήκευση κ.λπ. ως του μεγαλύτερου σε κύκλο εργασιών κλάδου του τριτογενούς τομέα υποχώρησε λιγότερο το 2010 (-2,3%), με αποτέλεσμα η εκατοστιαία συμβολή του, στο σύνολο της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας της ελληνικής οικονομίας να αυξηθεί στο 26,2% από 26,0% το 2009

Ο πληθωρισμός (βάσει του Εναρμονισμένου ΔTK) υποχώρησε το 2011 (στο 3,0% από 4,7% το 2010), κυρίως λόγω σταδιακής εξάλειψης της επίδρασης βάσης από τις αυξήσεις των έμμεσων φόρων το 2010. Επίσης πτωτικά επί του πληθωρισμού επέδρασαν αναμφίβολα η περαιτέρω μείωση των αποδοχών των εργαζομένων (-2,7% το 2011 από -3,3% το 2010) και η άνευ προηγουμένου αύξηση του «παραγωγικού κενού» (στο 8,3% του δυνητικού ΑΕΠ από 4,3% το 2010), δηλαδή η απόσταση μεταξύ πραγματικού και δυνητικού προϊόντος, λόγω της μεγάλης υποαπασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών. Αντιθέτως, ανοδικά στον πληθωρισμό επέδρασε η αύξηση της τιμής των καυσίμων, λόγω αύξησης της διεθνούς τιμής του πετρελαίου, η οποία το 2011 σε όρους ευρώ ξεπέρασε ακόμη και το επίπεδο του 2008 (τιμή αργού τύπου Brent 79,4 € το βαρέλι, έναντι 60,5 € το 2010 και 67,2 € το 2008). Η προβλεπόμενη και για το 2012 ύφεση, σε συνδυασμό με τις εφαρμοζόμενες μεταρρυθμίσεις προς την κατεύθυνση της αύξησης της ευελιξίας στην αγορά εργασίας, το άνοιγμα των κλειστών επαγγελματιών και την αύξηση του εγχώριου ανταγωνισμού στις αγορές προϊόντων, εκτιμάται ότι θα επιδράσουν ευνοϊκά στην πτώση του πληθωρισμού, ακόμη και κάτω του μέσου της Ζώνης του Ευρώ, το 2012

Το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε συγκριτικά λιγότερο από τις προβλέψεις για τους λόγους που προαναφέρθηκαν, ωστόσο το ακαθάριστο δημόσιο χρέος συνέχισε να αυξάνει αλματωδώς. Οι ολιγωρίες και η αναποφασιστικότητα των αρχών όσον αφορά την θέσπιση ή την εφαρμογή των προβλεπόμενων από το Μνημόνιο, σε συνδυασμό με την έκδηλη αδυναμία ή και απροθυμία του φοροεισπρακτικού μηχανισμού να εκπληρώσει αποτελεσματικά την αποστολή του, αλλά και η μεγάλη μείωση της ρευστότητας νοικοκυριών και επιχειρήσεων και το κύμα συνταξιοδοτήσεων οδήγησαν σε μείωση των εσόδων και σε παράλληλη αύξηση των δαπανών για το περισσότερο διάστημα του έτους. Ο εκτροχιασμός του προϋπολογισμού, οδήγησε σε αύξηση των πιέσεων εκ μέρους της τρόικας και τελικά στην ψήφιση του «Μεσοπρόθεσμου» προγράμματος στα μέσα Ιουνίου με τη θέσπιση νέων έκτακτων μέτρων. Για το 2011 είχε εκτιμηθεί ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα θα περιοριστεί τελικά στο 8,9% του ΑΕΠ από 10,6% το 2010.

2.6 Ελληνική οικονομία: Προοπτικές και προκλήσεις

Η αδυναμία έγκαιρης υλοποίησης των δημοσιονομικών και μεταρρυθμιστικών στόχων στην Ελλάδα αύξησε την αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές και οδήγησε στις αποφάσεις της 21^{ης} Ιουλίου και τελικά της 26ης-27ης Οκτωβρίου 2011, όπου αποφασίστηκε η περιστολή κατά 50% των 2/3 περίπου του

ελληνικού δημόσιου χρέους, το οποίο εντός του 2011 είχε καταστεί μη διατηρήσιμο, και η πρόσθετη δανειακή ενίσχυση της Ελλάδας με κεφάλαια συνολικού ύψους περί τα 130 δισ. ευρώ. Λόγω της κρισιμότητας των λεπτομερειών της συμφωνίας, οι οποίες ακόμη δεν έχουν συμφωνηθεί, αλλά και της οικειοθελούς συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (PSI), οι υπάρχουσες οικονομικές και δημοσιονομικές προβλέψεις δεν έχουν λάβει υπόψη τους τις νέες αυτές παραμέτρους για το 2012 και μετά. Οι προβλέψεις αυτές εμπεριέχουν ασυνήθιστα υψηλό βαθμό αβεβαιότητας και για έναν ακόμη λόγο: οι βασικές παραδοχές των προβλέψεων δεν συνυπολογίζουν τις επιπτώσεις από τη νέα δραματική επιδείνωση του οικονομικού κλίματος της Ζώνης του Ευρώ το Νοέμβριο, με τη ραγδαία άνοδο των επιτοκίων δανεισμού και ασφαλιστρών κινδύνου πολλών κρατών-μελών της Ζώνης του Ευρώ.

Οι διεθνείς οργανισμοί προβλέπουν ότι το 2012 η Ελλάδα θα εξακολουθήσει να βρίσκεται σε ύφεση, μικρότερη όμως από το 2011. Σύμφωνα με τις πιο πρόσφατες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το ΑΕΠ θα μειωθεί κατά 2,8%, έναντι -5,5% το 2011, ως αποτέλεσμα της μικρότερης υποχώρησης της εγχώριας ζήτησης (-5,3% από -9,0% το 2011), η οποία θα υπεραντισταθμίσει την υποχώρηση της συνεισφοράς στο ΑΕΠ των καθαρών εξαγωγών και των αποθεμάτων. Η απασχόληση θα συνεχίσει να μειώνεται και το ποσοστό ανεργίας θα αυξηθεί στο νέο ιστορικό υψηλό επίπεδο του 18,4%, (σήμερα 10/09/2012 μετράει στο 23,5%) καθώς η **ύφεση**^{xxviii} θα συνεχιστεί για 5ο έτος, επιτείνοντας τόσο τα δημοσιονομικά προβλήματα και τα προβλήματα των ασφαλιστικών ταμείων όσο και την κοινωνική ένταση. Η αύξηση της ανεργίας στον ιδιωτικό τομέα και η περαιτέρω μείωση των αποδοχών κυρίως των υπαλλήλων του δημόσιου τομέα εκτιμάται ότι θα οδηγήσει στην αύξηση της απόστασης (απόκλισης) του κατά κεφαλήν εισοδήματος σε όρους αγοραστικής δύναμης από τον μέσο όρο της ΕΕ, απόκλιση που θα επιστρέψει στο επίπεδο του 2000

Η βαθιά ύφεση της ελληνικής οικονομίας, έχει οδηγήσει σε περαιτέρω μείωση των εισαγωγών, η οποία θα έχει θετική μεν, αλλά μικρή μόνο συμβολή στη μείωση του εξαιρετικά υψηλού ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (6,7% του ΑΕΠ από 8,4% του ΑΕΠ το 2011).

Η «**εσωτερική υποτίμηση**» ως παράπλευρη συνέπεια της δημοσιονομικής σταθεροποίησης, επιδρά μεν ευνοϊκά στο εξωτερικό ισοζύγιο, ωστόσο μόνο πρόσκαιρα, μέσω της εγχώριας ζήτησης και όχι μέσω των σχετικών τιμών, καθότι το πρόβλημα της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας είναι βαθύτερο. Είναι κυρίως πρόβλημα διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας (αντιπαλότητα του κράτους προς το επιχειρείν, γραφειοκρατία, ασταθές και ασαφές φορολογικό περιβάλλον κ.λπ.) και αναντιστοιχίας της εγχώριας παραγωγής προς την εγχώρια και διεθνή ζήτηση και λιγότερο ζήτημα διεθνούς ανταγωνιστικότητας τιμών.

Η Ελλάδα βρέθηκε σε πολλαπλή κρίση (οικονομική, πολιτική, κοινωνική, ηθική), τη βαθύτερη μεταπολεμικά. Η δημοσιονομική εκτροπή είναι το αποτέλεσμα και όχι το αίτιό της. Παρά τη σοβαρότητα των προβλημάτων της οικονομίας και την κρισιμότητα των περιστάσεων σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, είναι εφικτή η σταθεροποίηση και η αναστροφή του οικονομικού κλίματος. Η κρίση μπορεί να γίνει ευκαιρία για την Ελλάδα, μόνο με την **αρμονική συνεργασία** και συνεννόηση **κεφαλαίου, εργασίας, επιχειρηματικότητας**

και θεσμών, αρχικώς για τη συντεταγμένη έξοδο από την κρίση και τελικά για τη δημιουργική ανασύνταξη των παραγωγικών δυνάμεων της πατρίδας

2.7 Ο ρόλος των hedge funds στις αγορές

Κάθε φορά που οι αγορές παίρνουν αυτό που ζητούν, επιστρέφουν σε πτωτική τροχιά. Μερικές φορές, όπως μετά την ψήφιση του TARP (σχεδίου Πόλσον), η ηρεμία δεν κράτησε καθόλου, σε άλλες περιπτώσεις όπως με τη συντονισμένη μείωση των επιτοκίων ή με το σχέδιο Brown για την απευθείας ενίσχυση των τραπεζών η σχετική γαλήνη υπήρξε μικρής χρονικής διάρκειας.

Οι δε διακυμάνσεις της αγοράς, είναι πρωτοφανείς – τη μια μέρα 10% πάνω, την επομένη 10% κάτω. Εν τω μεταξύ, οι αποτιμήσεις των εταιρειών το πρώτο τρίμηνο του 2012, έχουν φτάσει σε επίπεδα που προεξοφλούν την απόλυτη ύφεση, χειρότερη και από αυτή του 1929. Τι είναι αυτό που κρατάει τόσο χαμηλά τις αγορές παρ' όλες τις ενέργειες των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών; Ένας από τους λόγους που οι αγορές υφίστανται πιέσεις αυτό τον καιρό, είναι οι **ρευστοποιήσεις των hedge funds**

Τα hedge funds όπως έχουμε προαναφέρει, είναι ιδιωτικά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δεν ελέγχονται από τις εποπτικές αρχές και στα οποία επενδύουν κυρίως εύποροι ιδιώτες. Σε αντίθεση με τα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια στοχεύουν σε αποδόσεις ανεξαρτήτως του αν η αγορά ανεβαίνει ή πέφτει και χρησιμοποιούν διάφορες στρατηγικές και χρηματοοικονομικά προϊόντα. Τα τελευταία χρόνια, τα hedge funds γιγαντώθηκαν και τα κεφάλαια υπό διαχείριση έφτασαν τα 1,9 τρισ. δολάρια. Δεδομένου δε ότι είναι και μοχλευμένα, το μέγεθος των επενδύσεων είναι δυνητικά μεγαλύτερο. Τα hedge funds χρεώνουν τους επενδυτές τους με ένα ποσοστό επί των αποδόσεων τους και οι αμοιβές των στελεχών των hedge funds είναι πολλαπλάσιες από αυτές των αντίστοιχων τραπεζικών στελεχών. Για παράδειγμα, ένας από τους πιο επιτυχημένους hedge fund μάνατζερ σήμερα, είναι ο John Paulson (*συνωνυμία με τον υπουργό*), του οποίου οι αποδοχές κατά το Forbes ήταν 1,5 δισ. δολάρια το 2007! Με τέτοια επίπεδα αποδοχών, η φιλοδοξία για κάθε νεοπροσλαμβανόμενο στις τράπεζες ήταν να αποκτήσει λίγη εμπειρία και μετά να μεταπηδήσει σε ένα hedge fund.

Ετσι γέμισε η αγορά, με εκατοντάδες «φιλόδοξους» νέους, που έχουν ελάχιστη πραγματική εμπειρία στις αγορές, **να διαχειρίζονται εκατομμύρια δολάρια και αντιγράφει ο ένας, τις ιδέες του άλλου.**

Στη δεκαετία του '60 οι YIPPIES (Youth International Party) είχαν σαν σλόγκαν «μην εμπιστεύεστε κανέναν πάνω από τα 30». Σήμερα, μετά την κρίση και αυτό που συμβαίνει με τα hedge funds, το σλόγκαν αντιστρέφεται στο «μην εμπιστεύεστε κανέναν κάτω από τα 40» (τουλάχιστον όχι για τις οικονομίες σας).

Επειδή τα hedge funds αμείβονται με ποσοστά επί των κερδών, όταν κάποιο hedge fund δεν έχει καλές αποδόσεις και οι μάνατζερ του κρίνουν ότι δεν θα επανέλθει σε κερδοφορία σύντομα, η πιο συνηθισμένη αντίδραση είναι απλή:

Το κλείνουν, ζητούν συγγνώμη από τους επενδυτές και τους επιστρέφουν ό,τι έχει απομείνει από το κεφάλαιο. Είναι χαρακτηριστικό αυτό που συνέβη με το πετρέλαιο στο πρώτο εξάμηνο του χρόνου (2012). Όλα τα hedge funds αγόραζαν ενέργεια και εμπορεύματα και πουλούσαν τράπεζες. Το αποτέλεσμα είναι να εκτοξευτεί η τιμή του πετρελαίου στα 147 δολάρια. [σημερινή τιμή (30/08/2012)113,06]

Με το τέλος του Σεπτεμβρίου 2010 τα περισσότερα hedge funds κατέγραφαν σημαντικότερες απώλειες και οι επενδυτές, φοβισμένοι και από την πιστωτική κρίση, **απαίτησαν μαζικά να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους**. Ο τρόπος ρευστοποίησης για τα περισσότερα hedge funds είναι τριμηνιαίος.

Δηλαδή ο επενδυτής ζητάει τα χρήματά του τέλος Σεπτεμβρίου και τα πιστώνεται αρχές Ιανουαρίου. Στο μεσοδιάστημα το hedge fund ρευστοποιεί τα αντίστοιχα επενδεδυμένα κεφάλαια ώστε να τα επιστρέψει. Έτσι ξεκίνησε ο Οκτώβριος 2010 με τα hedge funds να χρειάζεται να κάνουν τεράστιες ρευστοποιήσεις είτε γιατί έπρεπε να αποπληρώσουν επενδυτές τους, είτε γιατί αποφάσισαν ότι θα κλείσουν, είτε γιατί οι τράπεζες που τους είχαν δανείσει ,τους υποχρέωναν να κλείσουν τις θέσεις τους (margin calls).

Σε μια αγορά που γλείφει τις πληγές της από την πιστωτική κρίση, οι ρευστοποιήσεις των hedge funds δεν της έδωσε καμία ευκαιρία να ανασάνει, δημιουργώντας και περίεργες αλλοιώσεις. Παράδειγμα η τιμή της μετοχής της Volkswagen. Τον περασμένο χρόνο, **ένα από τα πιο δημοφιλή «trades» των hedge funds, ήταν να σορτάρουν (πουλάνε) Volkswagen και να αγοράζουν τη μετοχή της Porsche**.

Όταν ένα hedge fund στις 7 Οκτωβρίου χρειάστηκε να ρευστοποιήσει, η μετοχή της Volkswagen ανέβηκε κατά 50% λες και ήταν μια από τις μικρές μετοχές του ελληνικού Χρηματιστηρίου. Εκτοτε και άλλα hedge funds αναγκάστηκαν να κλείσουν αυτή τη θέση, με αποτέλεσμα η μετοχή της Volkswagen να έχει διπλασιαστεί μέσα σε ένα μήνα!

Εν τω μεταξύ, **η ρευστότητα που δημιουργείται από τις πωλήσεις των hedge funds δεν διοχετεύεται στην αγορά άμεσα, μιας και οι επιστροφές των χρημάτων στους επενδυτές είναι προγραμματισμένες για 3 μήνες αργότερα**.

Έτσι, ένα τμήμα της ρευστότητας της αγοράς που θα της έδινε τη δυνατότητα να αντιδράσει σε ακραίες αποτιμήσεις και να αξιοποιήσει ευκαιρίες, βρίσκεται στο περιθώριο. Βέβαια δεν είναι μόνο τα hedge funds. Η πτώση των αγορών δημιουργεί ένα φαύλο κύκλο αρνητικής ψυχολογίας, μικρότερης κατανάλωσης, συρρίκνωσης της οικονομίας, που εάν δεν αναστραφεί , θα περάσει αρκετός καιρός για να αλλάξει το κλίμα. **Όμως τα hedge funds έχουν παίξει έναν καθοριστικό ρόλο ιδίως αυτή τη περίοδο** .

Τον περασμένο Σεπτέμβριο (2011) και εξαιτίας της πιστωτικής κρίσης, σημειώθηκαν εκροές 43 δισ. δολαρίων από αυτά τα κερδοσκοπικά κεφάλαια, τα οποία τα προηγούμενα χρόνια παρουσίαζαν αξιοζήλευτες αποδόσεις, καθώς είχαν την ελευθερία να «βουτάνε» σε κάθε αγορά τίτλων δίχως

ρυθμιστικούς περιορισμούς. **Τώρα, οι επενδυτές ζητούν την επιστροφή των κεφαλαίων τους και τα hedge funds ρευστοποιούν, βυθίζοντας ακόμη πιο βαθιά τις αγορές.**

Με τη δεινή παγκόσμια οικονομική κατάσταση, καθώς και με την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας, δεν είναι ... «όλοι» δυσαρεστημένοι..... Μια ομάδα χρηματοπιστωτικών «επενδυτών» , απλά με το να είναι πιο ανεργάτιστοι παίκτες της αγοράς κερδίζουν εκατομμύρια ευρώ .

Ένα hedge fund ,η **Dart Management** είναι μία επενδυτική εταιρεία με βάση τα νησιά Κάουμαν, μια βρετανική υπερπόντια κτήση, διαβόητη για το ότι αποτελεί φορολογικό παράδεισο. Το επιχειρηματικό μοντέλο της Dart της έχει κερδίσει τον τίτλο «fund-όρνεο».

Τα όρνεα «επενδύουν» στο εθνικό χρέος χωρών που είναι αντιμέτωπες με την κρίση – *πράγμα που σημαίνει πως μπορούν να αγοράσουν το χρέος τους φθηνά.* Στη συνέχεια «καραδοκούν» για όποιας μορφής υποβάθμιση αυτού του χρέους. Κάνοντάς το αυτό, ελπίζουν να αποπληρωθούν πλήρως. Με δεδομένο ότι πλήρωσαν μόνο μέρος της αξίας του χρέους, η πλήρης αποπληρωμή αποφέρει τεράστιο κέρδος.

Τα fund όρνεα απέκτησαν τις ικανότητές τους στην πλάτη αναπτυσσόμενων χωρών: η Elliot Associates, ένα αμερικανικό hedge fund, εφάρμοσε πιλοτικά το πρόγραμμα την δεκαετία του '90, κερδίζοντας μια υπόθεση κατά του Περού, το οποίο κατέβαλε στο 400% αυτό που πήρε από την Elliot. Θεωρείται πως στην Elliot ανήκει και μέρος του χρέους της Ελλάδας. Η Dart ωστόσο πήρε 600 δισ. δολάρια από τη Βραζιλία μετά την κρίση του 1993.

Τα τελευταία χρόνια, τα funds-όρνεα έχουν βάλει στόχο κάποιες από τις πιο εξαθλιωμένες χώρες του κόσμου. Η Λιβερία και η Ζάμπια έχουν συρθεί στα βρετανικά δικαστήρια για να υποχρεωθούν να πληρώσουν funds που είχαν αγοράσει σχεδόν τσάμπα πολύ παλιά χρέη, τα οποία δημιουργήθηκαν απο δικτατορικά καθεστώτα.

Όταν οι χώρες αρνούνται να πληρώσουν, τα όρνεα τις καταδιώκουν ανά τον κόσμο, επιχειρώντας να αρπάξουν τα εκτός χώρας περιουσιακά στοιχεία. Σε μία περίπτωση, ένα ιδιαίτερα επιθετικό και αναληγτό, fund-όρνεο προσπάθησε να «βάλει χέρι» σε χρήματα ανθρωπιστικής βοήθειας με αποδέκτη τη Δημοκρατία του Κονγκό.

Μέχρι Σήμερα, η Δημοκρατία του Κονγκό καταδιώκεται από ένα άλλο fund που ονομάζεται FG Hemisphere, με το οποίο βρίσκεται σε δικαστική διαμάχη για περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται στο Τζέρσεϋ. Το τελικό στάδιο της δίκης θα λάβει χώρα στις 28 Μαΐου 2012 στο Λονδίνο, με βάση όμως το Δίκαιο του Τζέρσεϋ.

Ένας νόμος που πέρασε τελευταία στη Βρετανία , ορίζει πως πλέον τα funds-όρνεα ,δεν θα μπορούν να κερδοσκοπούν επί των παλαιών χρεών , των χωρών με πολύ χαμηλό εισόδημα .

Πρόκειται για ένα τεράστιο βήμα μπροστά. Ωστόσο, ο εν λόγω νόμος δεν έχει εφαρμογή σε άλλες χώρες -από τη Νιγηρία ως την Ελλάδα- ή σε νέα χρέη.

Η περίπτωση της Αργεντινής μάς δίνει κάποια στοιχεία για το ποια μπορεί να είναι τα επακόλουθα στην Ελλάδα τα επόμενα χρόνια.

Από τότε που η χώρα πτώχευσε το 2001, μετά από χρόνια επιβαρύνσεων και προγραμμάτων λιτότητας που τη γονάτισαν, γέμισε και αγωγές από funds-όρνεα που αρνούσαν να δεχθούν την υποβάθμιση. Αυτά τα funds συμπεριλαμβάνουν τόσο τη Dart όσο και την Elliot, καθώς και μια εταιρεία – ομπρέλα, γνωστή ως American Task Force Argentina που έχει επιχειρήσει να χρησιμοποιήσει την αμερικανική εξωτερική πολιτική ως μέσο πίεσης ώστε να αποπληρώσει η Αργεντινή αυτά τα χρέη.

Για τις εταιρείες αυτές, μια κρίση τόσο μεγάλη όσο αυτή της Ελλάδας είναι ανακάλυψη «χρυσορυχείου». Εδώ και μήνες, τα funds-όρνεα μηχανεύονται τις καλύτερες στρατηγικές, ώστε να πείσει στα «νύχια τους» η Ελλάδα. Αγοράζουν ελληνικά ομόλογα που υπάγονται σε ξένο δίκαιο, καθώς τα ελληνικά ομόλογα που υπάγονται σε ελληνικό δίκαιο, χρειάστηκε πλειοψηφικά να κουρευτούν.

Το ελληνικό «κούρεμα» αποτέλεσε μία πολύ συμφέρουσα συμφωνία για τους κατόχους των ομολόγων, οι οποίοι πληρώθηκαν 50% της ονομαστικής τιμής σε μία περίοδο που τα ίδια ομόλογα δίνονταν στην αγορά στο 35% της αξίας τους – και την ίδια ώρα έλαβαν και κίνητρο ρευστότητας. Αλλά αυτό δεν ήταν αρκετά καλό για τα όρνεα.

Η αμερικανική νομική εταιρεία Bingham McCutchen φέρεται να προσπαθούσε να οργανώσει μια ομάδα τέτοιων funds, ώστε να κινηθεί νομικά για να πληρωθεί την πλήρη αξία των ομολόγων. Για κάποια από αυτά τα fund, την ημέρα πληρωμής, η Ελλάδα, αντί να διακινδυνεύσει ακολουθώντας την νομική οδό, αποφάσισε να επιστρέψει 463 εκ. ευρώ στα εξωτερικά της χρέη, καθώς άρνηση της πληρωμής, θα μπορούσε να εκληφθεί ως χρεοκοπία και να προκαλέσει νομικές διαδικασίες κατά περιουσιακών στοιχείων του ελληνικού Δημοσίου. Από αυτά, το 90% φέρεται να είχε παραλήπτη την Dart Management.^{xxix} Αποκτώντας τα ομόλογα σε τιμές 60%-70% της ονομαστικής αξίας τους, το Dart αποκομίζει σημαντικά κέρδη από την αποπληρωμή τους στο 100%, τη στιγμή που τράπεζες, ταμεία και ομολογιούχοι υποχρεώθηκαν να δεχτούν κούρεμα 75%. *Την ώρα που το ελληνικό κράτος πρόνοιας καταρρέει και η ανεβαίνει το ποσοστό των αυτοκτονιών και των φόρων, ο Κένεθ Νταρτ αράζει στο σκάφος των 220 ποδιών στα νησιά Καϋμάν και μετρά τη λεία του.*^{xxx}

Αλλά δεν είμαστε ανίκανοι να τους σταματήσουμε. Ένας επικεφαλής ενός fund-όρνεου είπε στους Financial Times: **«Ευδοκιμούμε εκεί που οι άνθρωποι είναι κακώς ενημερωμένοι»**. Το πρώτο βήμα είναι να εισάγουμε τη διαφάνεια στις αγορές ομολόγων. Είναι τρομερό το γεγονός πως ούτε οι ίδιοι οι Έλληνες δεν γνωρίζουν σε ποιους ανήκει το χρέος τους, πότε αγοράστηκε ή πόσο πλήρωσαν γι' αυτό.

Ο Ντέιβιντ Κάμερον και ο Τζορτζ Οσμπορν ήταν πολύ σαφείς όταν είπαν πως η Ε.Ε. πρέπει να λύσει τα προβλήματα της – αλλά δεν έκαναν τίποτα για να σταματήσουν τα funds-όρνεα των οποίων τα χρέη ανήκουν στο βρετανικό δίκαιο. Η κυβέρνηση μπορεί να πιέσει όλους τους πιστωτές που υπάγονται στο βρετανικό Δίκαιο να δεχθούν το κούρεμα που έχει ήδη συμφωνηθεί. Ακόμη θα μπορούσε να προχωρήσει ακόμη πιο πέρα και να νομοθετήσει ώστε να αποφευχθούν υπέρογκα κέρδη επί χρεών που αποκτήθηκαν στη δευτερογενή αγορά ένας τέτοιος νομος συζητείται στις ΗΠΑ

Η Ελλάδα είναι στην πρώτη γραμμή της μάχης μεταξύ ανεργμάτων επενδυτών από τη μια και πολιτών που θέλουν η οικονομία τους να λειτουργεί για το κοινό συμφέρον από την άλλη.....

Ο φόβος της ύφεσης και η μαζική απόσυρση των hedge funds έχουν φέρει τις αγορές στα πρόθυρα νευρικού κλονισμού. Με την κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος να έχει ακόμη δρόμο μπροστά της, όπως κατέδειξε η προσφυγή του ελβετικού κολοσσού UBS στη στήριξη του κράτους, οι επενδυτές τρομάζουν στην ιδέα μιας νέας χρηματιστηριακής «αποκάλυψης»: **Την κατάρρευση των κερδοσκοπικών hedge funds.**

Το Χρηματιστήριο της Αθήνας και ειδικά οι τραπεζικές μετοχές «ζούν» τον δικό τους «Αρμαγεδδώνα». Ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α. βρίσκεται πλέον στα χαμηλά 59 μηνών, ενώ από την αρχή του χρόνου έχει υποχωρήσει κατά 60%. Ακόμη μεγαλύτερες είναι οι απώλειες του δείκτη του τραπεζικού κλάδου, ο οποίος σε ένα μήνα έχει σημειώσει πτώση μεγαλύτερη του 28%, ενώ οι μετοχές των μεγαλύτερων πιστωτικών ιδρυμάτων καταγράφουν απώλειες από 24,4% έως και 34,64%. Την ίδια ώρα οι τράπεζες όπως και οι άλλες επιχειρήσεις προσπαθούν να αντισταθούν στις γενικευμένες ρευστοποιήσεις με αγορές ιδίων μετοχών.

2.8 Ώρα για αλλαγή στρατηγικής των hedge funds?

Η αρχικά ελπιδοφόρα χρονιά για τα hedge funds έχει μετατραπεί σε έναν ακόμη δρόμο γεμάτο «λακκούβες», υποδηλώνοντας, πως ίσως έχει έρθει η ώρα, η βιομηχανία των επιθετικών αυτών κεφαλαίων, να επανεξετάσει τις στρατηγικές της .

Οι αποδόσεις των hedge funds στο πρώτο εξάμηνο του 2012 κυμάνθηκαν γύρω στο 1,3%, υποαποδίδοντας των περισσότερων asset classes, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών και των ομολόγων.

Αυτό έρχεται μετά από τα κέρδη της τάξης του 4,8% το πρώτο τρίμηνο - η καλύτερη επίδοση της τελευταίας εξαετίας – τα οποία είχαν πυροδοτήσει ελπίδες ότι η βιομηχανία των 2,1 τρισεκατομμυρίων δολαρίων έχει επιτέλους αρχίσει να αναρρώνει από το σκληρό 2011, όπου οι απώλειες ξεπέρασαν το 5%, σύμφωνα με την Hedge Fund Research.

Οι **short-bias** στρατηγικές ^{xxx} οι οποίες περιέχουν ένα μείγμα θετικών και αρνητικών θέσεων, αλλά έχουν καθαρό στοίχημα ενάντια στη χρηματιστηριακή αγορά, τα πήγαν χειρότερα με απώλειες 7,1% φέτος, σύμφωνα με την Bank of America Merrill Lynch.

Η έκρηξη της ανησυχίας σχετικά με την ευρωπαϊκή κρίση χρέους και η συνοδευτική αντισυμβατική παρέμβαση από τις κεντρικές τράπεζες, οδήγησαν σε κατάρρευση τις long-short και macro στρατηγικές των hedge funds. Το *long-short* έχει να κάνει με την αγορά περιουσιακών στοιχείων που οι διαχειριστές πιστεύουν ότι θα πάνε καλά και το short-selling εκείνων που δεν

αναμένουν ότι θα έχουν καλή πορεία. Η macro στρατηγική περιλαμβάνει τη χρησιμοποίηση της οικονομικής θεωρίας για την αγορά περιουσιακών στοιχείων στις διεθνείς αγορές.

Και οι δύο στρατηγικές έχουν πέσει στο κενό, καθώς οι φορείς χάραξης πολιτικής εφήρμοσαν αρκετά πολλαπλά σχέδια για την αναχαίτιση των ζημιών στις αγορές.

Η «βιομηχανία» δεν πάει καλά, όπως σημειώνει ο Anthony Scaramucci, ιδρυτής της Skybridge Capital, η οποία διαχειρίζεται 6,3 δισεκατομμύρια δολάρια.

Πρέπει τα hedge funds να δημιουργήσουν μία δεύτερη έκδοση τόσο σε ότι αφορά τις macro στρατηγικές όσο και τις long-short, γιατί κινδυνεύουν το 2012 να είναι πολύ χειρότερο από το καταστροφικό 2011 για τις αποδόσεις τους.

Για παράδειγμα, λέει ο Scaramucci, οι «παίκτες» που στοιχηματίζουν εις βάρος του ισπανικού χρέους, θα έπρεπε να λαμβάνουν υπόψη τις αυξανόμενες αποδόσεις και την επισφαλή θέση που κατέχει η χώρα, ως επίκεντρο πλέον της κρίσης χρέους στην ευρωζώνη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

3.1 Χρηματιστηριακή κρίση και ο ρόλος των Hedge fund

Η **Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007** είναι μια παγκόσμια κατάσταση απειλούμενης οικονομικής ύφεσης, στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό και τραπεζικό τομέα με γενεσιουργό χώρα τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής.

Η κρίση αυτή έρχεται 78 χρόνια μετά την τελευταία μεγάλη κρίση του 1929 αλλά και παλαιότερες πετρελαϊκές κρίσεις. Προέκυψε μετά το ξέσπασμα των προβλημάτων στην **αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης** και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτώνταν άμεσα από τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν.

Η προσπάθεια απομάκρυνσης του πιστωτικού και επιτοκιακού κινδύνου από τις τράπεζες, η μετατροπή στάσιμων κεφαλαίων σε εμπορεύσιμους τίτλους και η μετακίνηση των σύνθετων επενδυτικών τίτλων στις καταστάσεις ειδικών οντοτήτων, προκάλεσαν ένα "ντόμινο" αλυσιδωτών αντιδράσεων στον αμερικανικό και ευρωπαϊκό τραπεζικό και κτηματομεσιτικό τομέα.

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

Το μεγαλύτερο χτύπημα από την κρίση εδέχθη η Ισλανδία, με μεγάλη έκθεση των τραπεζών της στα τοξικά ομόλογα. Παρά τα μεγάλα χρηματικά αποθέματα της η Βρετανία, ακολούθησε το αμερικανικό μοντέλο και ήταν από τις πρώτες χώρες που επλήγησαν από την κρίση. Πολλές τράπεζες κρατικοποιήθηκαν και άλλες συγχωνεύθηκαν. Η Γαλλία ομοίως είχε υιοθετήσει τέτοια προϊόντα, ενώ ανακατατάξεις παρατηρήθηκαν σε Βέλγιο, Ιταλία, Λουξεμβούργο και Ολλανδία. Οι ελληνικές τράπεζες δηλώνουν πως δεν είχαν προλάβει να επενδύσουν ιδιαίτερα σε CDOs, δε γνωστοποιήθηκε κατοχή Conduits ή SIVs εκ μέρους τους, όμως μετακύλησαν τα υψηλά διατραπεζικά επιτόκια στα παραδοσιακά προϊόντα τους.

Η πιστωτική κρίση από την έλλειψη ρευστότητας, έγινε εμφανής στους χρηματιστηριακούς δείκτες των ανεπτυγμένων χωρών, ενώ πολλά χρηματιστήρια παρέμειναν κλειστά τις επόμενες ημέρες από το «ξέσπασμα» της κρίσης, λόγω των μεγάλων απωλειών από τις πωλήσεις των επενδυτών

Την λεγόμενη "Μαύρη Παρασκευή", στις 24 Οκτωβρίου 2008, σημειώθηκαν απώλειες \$ 3,2 τρις στην Ευρασία, ενώ ξένοι επενδυτές έσπευσαν σε μαζικές ρευστοποιήσεις στην Ελλάδα. Ο Γενικός Χρηματιστηριακός Δείκτης των Αθηνών έπεσε κάτω από τις 1.800 μονάδες, στα χαμηλότερα επίπεδα από το 1989, παρά τα πραγματικά κέρδη που εμφάνιζαν οι ελληνικές τράπεζες και επιχειρήσεις. Στην Ελλάδα σημειώθηκαν απώλειες 24 δισ. ευρώ στο δεύτερο εξάμηνο του 2008, μέσα σε 24 μέρες.

Η κρίση έγινε σύντομα εμφανής σε μεγέθη της πραγματικής ελληνικής οικονομίας. Τα έσοδα του κράτους ανήλθαν στα 39,2 δισ. ευρώ, έναντι στόχου 41,6 δισ. ευρώ, ενώ στην Ελλάδα σημειώθηκαν οι μεγαλύτερες απώλειες βιομηχανικών παραγγελιών στην Ευρωζώνη, ύψους 10%, τη στιγμή που εμφανίστηκαν απώλειες 7% στη Γαλλία. Τα πραγματικά προβλήματα της κρίσης διαφάνηκαν στην ελληνική οικονομία, με την άνοδο των επιτοκίων και το συντηρητισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος να πλήττει δανειολήπτες, μικρομεσαίες επιχειρήσεις, την αγοραστική συμπεριφορά των καταναλωτών και λοιπές πτυχές της αγοράς, με άμεσο αντίκτυπο στην οικονομία.

Οι τράπεζες που διέθεταν τίτλους σε Conduits και SVIs («τοξικοί» τίτλοι) χρειαζόνταν άμεσα ρευστότητα ώστε να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους στις εγγυήσεις που είχαν δώσει και για να μεταφέρουν τα υποκείμενα δάνεια στον ισολογισμό τους, κάτι που δημιούργουσε αναπροσαρμογές και στους δείκτες κεφαλαικής επάρκειας. Όσες δε διέθεταν τέτοιους τίτλους, αντιμετώπιζαν με διστακτικότητα το ενδεχόμενο δανεισμού μιας άλλης τράπεζας στη διατραπεζική αγορά, εξαιτίας της έλλειψης διαφάνειας από την έκθεση τους στον κίνδυνο της ρευστότητας. Απόρροια του τελευταίου ήταν και η **απότομη αύξηση των επιτοκίων στην "αφερέγγυα" πλέον διατραπεζική αγορά.** Τα ιδρύματα που εξαρτώνταν από την αγορά μακροπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων, υπέστησαν και τις μεγαλύτερες απώλειες.

Διακυμάνσεις Επιτοκίων της Fed της Νέας Υόρκης 2007-2008

Ημερομηνία	Προεξοφλητικό Επιτόκιο Πίστωσης			Κεφάλαια	
	Μεταβολή	Πρωτογενούς	Δευτερογενούς	Μεταβολή	Επιτόκιο
2007-2008					
17/8/2007	-0,50	5,75	6,25	-	-
18/9/2007	-0,50	5,25	5,75	-0,50	4,75
31/10/2007	-0,25	5,00	5,50	-0,25	4,50
11/12/2007	-0,25	4,75	5,25	-0,25	4,25
22/1/2008	-0,75%	4,00%	4,50%	-0,75%	3,50%
30/1/2008	-0,50%	3,50%	4,00%	-0,50%	3,00%
16/3/2008	-0,25%	3,25%	3,75%	-	-
18/3/2008	-0,75%	2,50%	3,00%	-0,75%	2,25%
30/4/2008	-0,25%	2,25%	2,75%	-0,25%	2,00%

Οι κεντρικές τράπεζες των κρατών επενέβησαν συγχρονισμένα με σκοπό να εξασφαλίσουν ρευστότητα με εγγυήσεις και περιόρισαν την αστάθεια στα επιτόκια της βραχυπρόθεσμης αγοράς. Η αμερικανική Fed προέβη σε μείωση επιτοκίων, ενώ η ΕΚΤ πάγωσε τις αυξήσεις κι άρχισε να προσανατολίζεται σε πιθανές μειώσεις.

Σημαντικοί κλάδοι της οικονομίας επλήγησαν, εκτός του τραπεζικού, όπως ο ασφαλιστικός, ο κτηματομεσιτικός, οι αυτοκινητοβιομηχανίες, το εμπόριο και άλλοι, με άμεσα αποτελέσματα στα οικονομικά μεγέθη των οικονομιών, όπως αύξηση της ανεργίας, νέες πληθωριστικές πιέσεις, υποτίμηση νομισμάτων κ.α.

Όλα τα παραπάνω, έφεραν μείωση της κατανάλωσης, των εξαγωγών και της παραγωγικής δραστηριότητας, ενώ οι κατασκευές, παραμένουν παγωμένες. Απαισιόδοξες ήταν και παραμένουν και οι προβλέψεις του οικονομικού Τύπου και για τα ποσοστά της ανεργίας στον κόσμο.

Όλα αυτά, προκάλεσαν αναθεωρήσεις όλων των κρατικών προϋπολογισμών και, ως αποτέλεσμα, οι ηγέτες της ΕΕ απαίτησαν χαλάρωση του Συμφώνου σταθερότητας, προσαρμόζοντάς το στις δυσμενείς συνθήκες (για παράδειγμα, μη υπολογισμός των δημοσίων επενδύσεων στο έλλειμμα), χωρίς όμως το μαζικό αυτό αίτημα να γίνει έως σήμερα, δεκτό.

3.2 Τι συνέβαλε στη πρόκληση του σημερινού προβλήματος?

Σύμφωνα με την προσέγγιση της **ΤΔΔ^{xxxii}**, η σημερινή καταστροφή προέρχεται από μία βασική πηγή: από έναν κόσμο όπου **η πιστωτική επέκταση και υπερβολή διήρκεσαν για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα**. Στην ετήσια έκθεσή του, ο οργανισμός, κατακεραύνωσε αυτή την πρακτική, υπογραμμίζοντας ότι «ο μη βιώσιμος έκλεισε τον κύκλο του».

Οι κατηγορίες κατά των κεντρικών τραπεζιτών, που είναι υπεύθυνοι για τη σημερινή παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, χωρίζονται σε δύο σκέλη. Το **πρώτο σκέλος κατηγοριών** υποστηρίζει πως οι κεντρικοί τραπεζίτες μαζί με άλλους ρυθμιστικούς φορείς απέτυχαν να εκτιμήσουν το μέγεθος του κινδύνου που απέρρευε από το «σκιώδες» τραπεζικό σύστημα, το οποίο δημιούργησε η σύγχρονη χρηματοδοτική. Το **δεύτερο** είναι ότι οι κεντρικοί τραπεζίτες τροφοδότησαν μία πιστωτική φούσκα, διατηρώντας το χρήμα πολύ φθηνό και για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Η κριτική στρέφεται πιο συχνά εναντίον της FED. Αυτό γίνεται διότι: α) οι ΗΠΑ είναι η μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου, β) οι αποφάσεις της FED για τα επίπεδα των επιτοκίων επηρεάζουν τις τιμές παγκοσμίως, γ) η FED έδειξε μία προτίμηση στο φθηνό χρήμα τα τελευταία χρόνια, και δ) η κατάρρευση των ενυπόθηκων δανείων στην Αμερική είναι αυτή που τροφοδότησε τη χρηματοπιστωτική κρίση.

Η FED έχει μία δυσανάλογα μεγάλη βαρύτητα στο αμερικανικό ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Με την εποπτεία δεν γίνονται θαύματα, αλλά η FED θα μπορούσε σίγουρα να είναι περισσότερο αποτελεσματική. Δεν είχε άμεση δικαιοδοσία στα ανεξάρτητα ιδρύματα

ενυπόθηκων δανείων, που ήταν υπεύθυνα για τη χορήγηση επισφαλών δανείων, κατά την άνθηση της στεγαστικής αγοράς. Είχε ωστόσο πληθώρα ευκαιριών να σημάνει συναγερμό και μπορούσε να καταλαγιάσει τη σχετική φρενίτιδα με την αυστηροποίηση των ομοσπονδιακών κανόνων για την προστασία των καταναλωτών.

Παρ' όλα αυτά, ο Alan Greenspan, διοικητής της FED στα χρόνια δημιουργία της φούσκας, δεν διαπίστωσε μεγάλο κίνδυνο στην άνθηση της στεγαστικής αγοράς και ακολούθησε μία πολιτική μη-παρέμβασης. Οι διάδοχοί του τώρα παραδέχονται ότι η πολιτική αυτή ήταν λανθασμένη. Η εποπτεία πλέον εντάθηκε.

Τι γίνεται με τη νομισματική πολιτική; Εδώ το πρόβλημα έγκειται στην ασύμμετρη προσέγγιση που υιοθέτησε η FED. Η κεντρική τράπεζα της Αμερικής, αγνοώντας τις φούσκες που μεγάλωναν –είτε σε τιμές μετοχών είτε στις τιμές κατοικιών– αλλά περικόπτοντας τα επιτόκια όταν έσκασαν οι φούσκες αυτές, ακολούθησε μία επικίνδυνα μεροληπτική νομισματική πολιτική, η οποία ενθάρρυνε την ανάληψη ρίσκου και την υπερβολική επέκταση της πίστωσης. Στο πιο πρόσφατο επεισόδιο, η FED κατηγορείται για τρία σημαντικά σφάλματα. Το πρώτο σφάλμα αφορούσε την υπερβολική και μακροχρόνια χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, έπειτα από την επιβράδυνση του **2001**. Υπό το φάσμα του αποπληθωρισμού τύπου Ιαπωνίας μεταξύ **2002 και 2003**, η Fed περιέκοψε το επιτόκιο των ομοσπονδιακών ομολόγων στο 1%, αφήνοντάς το στα ίδια επίπεδα για ένα έτος. Το δεύτερο σφάλμα σχετιζόταν με την υπερβολικά άτολμη συστολή της νομισματικής πολιτικής μεταξύ **2004 και 2006**. Το τρίτο σφάλμα πραγματοποιήθηκε με τη μείωση του επιτοκίου των ομολόγων στο 2% το **2010**, σε μία προσπάθεια αξιοποίησης της νομισματικής πολιτικής για τον κατευνασμό του χρηματοπιστωτικού πανικού. Τα δύο πρώτα σφάλματα τροφοδότησαν τη φούσκα των στεγαστικών δανείων. Το τρίτο επιδείνωσε την τάση ανόδου των τιμών των αγαθών.

Εκ των υστέρων, υπάρχει ένα ελαφρυντικό για τις δύο πρώτες κατηγορίες. Η FED όντως επέδειξε υπέρμετρη ανησυχία για τον ιαπωνικού τύπου αποπληθωρισμό κατά τις αρχές της τρέχουσας δεκαετίας, αλλά τη συγκεκριμένη περίοδο ήταν μία δικαιολογήσιμη συμπεριφορά. Η αποτυχία γρηγορότερου περιορισμού της νομισματικής πολιτικής μετά το 2004 ήταν το μεγαλύτερο λάθος. Τα χαμηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια ενθάρρυναν την άνθηση των ενυπόθηκων δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου που μεγέθυναν τη στεγαστική φούσκα, ενώ η προβλέψιμη πολιτική συστολής της νομισματικής πολιτικής της FED ενεθάρρυνε περαιτέρω την ανάληψη κινδύνου στη Wall Street. Από μία στενά αμερικανική οπτική γωνία, η κριτική εναντίον της μείωσης των επιτοκίων από τη FED είναι περισσότερο αποδυναμωμένη.

Πολύ πριν από το «χάος», η αναταραχή στη Wall Street διατήρησε περιορισμένες τις χρηματοδοτικές συνθήκες, ακόμη και μετά τη μείωση του κόστους του βραχυπρόθεσμου δανεισμού από τη FED. Δεδομένων, λοιπόν, των αδυναμιών της οικονομίας, είναι δύσκολο να αποφανθούμε πως η FED λανθασμένα μείωσε τα επιτόκια. Πρέπει ωστόσο η συμπεριφορά της FED να κριθεί μόνο βάσει των Αμερικανικών κριτηρίων;

Οι ενέργειές της –τόσο κατά τη δημιουργία της φούσκας όσο και μετά το σκάσιμο αυτής– πραγματοποιήθηκαν ενάντια στη λογική της χρηματοπιστωτικής παγκοσμιοποίησης και των επιλογών που έκαναν οι κεντρικοί τραπεζίτες των άλλων χωρών. Οι πλέον σημαντικές επιλογές των τελευταίων ήταν η δημιουργία μεγάλων αποταμιευτικών πλεονασμάτων σε πολλές μεγάλες αναδυόμενες οικονομίες, κυρίως στην Κίνα, και η απόφαση τους για σύνδεση των νομισμάτων τους με το δολάριο, σε ένα σύστημα που αποκαλείται συνήθως «καθεστώς Bretton Woods II». *(Το Bretton Woods I ήταν το παγκόσμιο νομισματικό σύστημα που ίσχυσε μεταξύ του 1944 και των αρχών της δεκαετίας του 1970, υπό το οποίο οι χώρες είχαν σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες με σημείο αναφοράς το δολάριο, το οποίο με τη σειρά του συνδεόταν με τον χρυσό.)*

Το μεγάλο αποταμιευτικό πλεόνασμα των αναδυόμενων οικονομιών προκάλεσε πλημμυρίδα κεφαλαίων στις πλούσιες οικονομίες και κυρίως στην Αμερική. Το πλεόνασμα αυτό είχε πολλές αιτίες. Οι επενδύσεις σε πολλές ασιατικές οικονομίες κατέρρευσαν μετά τις χρηματοοικονομικές κρίσεις που υπέστησαν στα τέλη της δεκαετίας του 1990. Η απότομη αύξηση της τιμής του πετρελαίου τα προηγούμενα έτη μετέφερε πλούτο στις πετρέλαιο-εξαγωγικές χώρες, όπως η Σαουδική Αραβία και η Ρωσία, με ρυθμούς ταχύτερους απ' όσο μπορούσαν να ξοδέψουν.

Παρ' όλα αυτά, πολιτικές επιλογές, και ιδιαίτερα η διαχείριση των ισοτιμιών από τις αναδυόμενες οικονομίες, έπαιξαν σημαντικό ρόλο. Η δραματική αύξηση του κινεζικού πλεονάσματος μεταξύ 2004 και 2007 ήταν αποτέλεσμα, εν μέρει, της υποτιμημένης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι κεντρικές τράπεζες των αναδυόμενων οικονομιών διαθέτουν πλέον πάνω από 5 τρισ. δολάρια σε αποθεματικά, ήτοι πενταπλάσια αύξηση εν συγκρίσει με το 2000.

Αυτή η πληθώρα κεφαλαίου τροφοδότησε τη χρηματοπιστωτική ανάπτυξη με τη μείωση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Τα επιτόκια αυτά κινήθηκαν πτωτικά στις πλούσιες χώρες και παρέμειναν παραδόξως χαμηλά ακόμα και μετά τη σταδιακή αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων από τη FED το 2004.

Ο κ. **Greenspan** ^{xxxiii} χαρακτήρισε αυτή την εξέλιξη «αίνιγμα», αλλά δεν αύξησε ταχύτερα τα επιτόκια για να την αντιμετωπίσει. Εν τέλει, το **Bretton Woods II** ^{xxxiv} άρχισε να τροφοδοτεί την πιστωτική επέκταση και την οικονομική υπερθέρμανση στις αναδυόμενες οικονομίες. Αυτό δεν αποτελεί έκπληξη. Όταν υπάρχει κινητικότητα κεφαλαίου, οι χώρες που δένουν τις συναλλαγματικές τους ισοτιμίες χάνουν τον έλεγχο της εγχώριας νομισματικής κατάστασης. Με την εισροή ξένων κεφαλαίων οι χώρες πρέπει να αγοράσουν ξένο συνάλλαγμα πουλώντας δικό τους, αυξάνοντας έτσι την προσφορά χρήματος και προκαλώντας πληθωρισμό.

Οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να προσπαθήσουν να αποτρέψουν την εισροή ξένου κεφαλαίου και να «αποστειρώσουν» τις συνέπειες από την αγορά ξένου συναλλάγματος πουλώντας ομόλογα ή υποχρεώνοντας τις τράπεζες να διατηρούν περισσότερα αποθεματικά. Ορισμένες χώρες και ειδικά η Κίνα ήταν ιδιαίτερα επιτυχείς σε αυτό.

Καμία όμως από αυτές τις μεθόδους δεν λειτουργεί τέλεια: στο τέλος η εγχώρια πίστωση απογειώνεται και ο πληθωρισμός επιταχύνεται. Αυτό είναι ιδιαίτερα πιθανό όταν υπάρχει μεγάλη απόκλιση των οικονομικών συνθηκών ανάμεσα στη χώρα με το νόμισμα αναφοράς (εν προκειμένω τις ΗΠΑ) και τις χώρες που στηρίζονται στο νόμισμα της εν λόγω χώρας. Οι περικοπές των επιτοκίων από τη FED στα τέλη του 2007 και τις αρχές του 2008 ενδεχομένως να ήταν οι ενδεδειγμένες για μία αδύναμη αμερικανική οικονομία με προβλήματα στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Ωστόσο, προκάλεσαν την πτώση του δολαρίου και κατέστησαν τις νομισματικές συνθήκες υπερβολικά χαλαρές σε πολλές αναδυόμενες αγορές, οι οικονομίες των οποίων αναπτύσσονταν για καιρό.

Το 2008, σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ, οι αναδυόμενες οικονομίες αναπτύσσονταν πάνω από τον ρυθμό της τάσης τους για τέταρτη συνεχή χρονιά και είχαν εξαντλήσει την πλεονάζουσα δυναμική τους. Ο πληθωρισμός (εκτός τροφίμων και καυσίμων) άρχιζε να αυξάνεται. Όλα υπεδείκνυαν την ανάγκη αύξησης των επιτοκίων.

Παρ' όλα αυτά, τα βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια στις αναδυόμενες οικονομίες είχαν αρνητικό πρόσημο ως τον Μάρτιο του έτους.(2011). Αυτό υποδεικνύει , πως ο αυξανόμενος πληθωρισμός, ήταν συνέπεια μιας ασυσχέτιστης παγκόσμιας οικονομίας, όπου οι αναδυόμενες οικονομίες μεγεθύνονταν ακόμη κι όταν η Αμερική παρέπαιε, και όπου ένα μη συνετό νομισματικό καθεστώς, τους συνέδεε. Το **αποτέλεσμα ήταν η ραγδαία άνοδος των τιμών των εμπορευμάτων και η αύξηση του πληθωρισμού παγκοσμίως**, ενώ η χρηματοοικονομική κρίση βάθαινε στις ανεπτυγμένες χώρες.

Υπό κανονικές συνθήκες, μία τραπεζική κρίση οδηγεί σε αντιπληθωρισμό ή ακόμη και αποπληθωρισμό, καθώς οι τιμές των στοιχείων του ενεργητικού πέφτουν, η πίστωση συρρικνώνεται και ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας επιβραδύνεται. Και όμως στην Αμερική –το επίκεντρο της καταιγίδας– ο πληθωρισμός αυξήθηκε , στο υψηλότερο επίπεδο της εικοσαετίας. Ο ρόλος των τιμών των εμπορευμάτων κατέστησε τον πληθωριστικό κίνδυνο δύσκολο να ερμηνευθεί.

Οι κεντρικοί τραπεζίτες έπρεπε να αποφασίσουν αν οι αυξανόμενες τιμές των τροφίμων και των καυσίμων ήταν μία προσωρινή τάση σε σύγκριση με τα άλλα αγαθά (σε αυτήν την περίπτωση η οικονομική ζημία θα ελαχιστοποιούνταν αν επιτρεπόταν η πρόσκαιρη αύξηση του πληθωρισμού), ή αν οι ανοδικές τιμές αποτελούσαν σύμπτωμα μιας γενικευμένης πίεσης στις τιμές (οπότε και θα ήταν αναγκαία η αύξηση των επιτοκίων). Οι κεντρικοί τραπεζίτες ανταποκρίθηκαν σε αυτήν την πρόκληση με διαφορετικές μεθόδους.

Ορισμένες αναδυόμενες οικονομίες, ιδίως στη Λατινική Αμερική, υιοθέτησαν την ορθόδοξη προσέγγιση, αυξάνοντας γρήγορα τα επιτόκια ώστε να μειώσουν τον πληθωρισμό στον επιδιωκόμενο στόχο. Άλλες, κυρίως στην Ασία, καθυστέρησαν να προσαρμοστούν ακόμη και υπό συνθήκες ταχείας αύξησης των μισθών και ισχυρής ζήτησης. Ανήσυχες μπροστά στο φάσμα

διψήφιου πληθωρισμού, χώρες, όπως η Ινδία, άρχισαν εν τέλει να λαμβάνουν αυστηρά περιοριστικά μέτρα. Άλλες, όπως η Μαλαισία, με πληθωρισμό στο 8,5% δεν ανέλαβαν καμία πρωτοβουλία. Στον ανεπτυγμένο κόσμο, οι κεντρικοί τραπεζίτες της Ευρώπης ανησύχησαν περισσότερο για τον πληθωρισμό απ' ό,τι η FED, εν μέρει, διότι πολλές συμφωνίες πληρωμών καθορίζονται κεντρικά και οι μισθοί τείνουν να συμβαδίζουν με τις τιμές. Η ΕΚΤ αύξησε τα επιτόκια τον Ιούλιο, ενώ η Σουηδική Riksbank τα αύξησε τον Σεπτέμβριο (2010)

Όλοι όμως βρέθηκαν σε σύγχυση λόγω του συνδυασμού της χρηματοοικονομικής κρίσης με τον αυξανόμενο πληθωρισμό.

Η παγκόσμια ζήτηση έπεσε απότομα κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού (2011) και οι προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας κατέστησαν δυσοίωνες. Αυτή η επιβράδυνση βοήθησε στη μείωση των τιμών των εμπορευμάτων, αλλάζοντας τις πληθωριστικές προοπτικές στις πλούσιες χώρες.

Απλά μαθηματικά υποδεικνύουν πως εάν η τιμή του πετρελαίου παραμείνει στα 100 δολάρια ανά βαρέλι, ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη θα μπορούσε να πέσει στο 2% και στις ΗΠΑ στο 1% μέσα σε ένα έτος. Καθώς και οι δύο περιοχές είναι κοντά ή βρίσκονται σε ύφεση, η οικονομική στασιμότητα επεκτείνεται γρήγορα, μειώνοντας περαιτέρω τον πληθωρισμό. Εάν συνυπολογίσουμε και τις εξελίξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, ο κίνδυνος του παγιωμένου και εκτός ελέγχου πληθωρισμού διαφαίνεται πολύ μικρός. Ξαφνικά η **ιδέα του αποπληθωρισμού –μιας γενικευμένης πτώσης των τιμών–** δεν φαίνεται και τόσο μακρινή.

«Πολύ σύντομα η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θα ανακοινώσει δράση. Μάλιστα θα είναι τόσο ισχυρή, που αυτόματα θα καταστεί ικανή να αλλάξει τους "κανόνες του παιχνιδιού" στην πορεία της κρίσης χρέους».

Την εν λόγω άποψη, διατυπώνει ο γνωστός **hedge fund manager Bill Fleckenstein**.^{xxxv} Κατά τον ίδιο, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι σε θέση να αντιστρέψει το όλο κλίμα, όσον αφορά στη διαχείριση της κρίσης, γεγονός που μάλιστα, όπως προβλέπει, θα το κάνει πολύ σύντομα. Η ΕΚΤ, εξηγεί ο Bill Fleckenstein, σύντομα θα ανακοινώσει νέο πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων, το οποίο θα αποτελέσει καθοριστικό σημείο καμπής, τόσο για τις διεθνείς αγορές, όσο και για την παγκόσμια οικονομία. *"Είναι σημαντικό να αντιληφθούμε πως σύμφωνα με τις όλες τις τελευταίες ενδείξεις - και διαρροές - η ΕΚΤ σύντομα θα ανακοινώσει πως προχωρά στο τύπωμα νέου χρήματος"*, προβλέπει ο ίδιος και εξηγεί:

Η εξέλιξη αυτή από μόνη της είναι πολύ σημαντική και **ικανή να αλλάξει τον ρου της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη...**^{xxxvi}

3.3 Η Κίνα στη διάσωση;

Κρίση σημαίνει, η για παραπάνω του μισού έτους συνύπαρξη αδιάθετου εργατικού δυναμικού και αδιάθετων αποταμιεύσεων που κανένας δεν τις

χρησιμοποιεί γαι επενδύσεις οπότε οι άνεργοι δεν μπορούν να βρουν δουλειά. Η Κίνα με το που κατάλαβε ότι το **2008** θα πλήξει την οικονομία της, μιας που θα πέσει η ζήτηση στις χειμαζόμενες χώρες με άμεσο αποτέλεσμα την αύξηση της ανεργίας, κατευθείαν ανακοίνωσε γιγαντιαίο πρόγραμμα ανακατασκευής του οδικού της δικτύου και άλλων έργων υποδομής με σκοπό να βρουν οι απολυμένοι εργάτες από τα εργοστάσια δουλειά. Κλασικό **παράδειγμα επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής** που εφόσον μια χώρα έχει πόρους και μπορεί να το κάνει **αντιμετωπίζει επιτυχώς έστω και πρόσκαιρα την Κρίση**.

Η κινεζική κυβέρνηση έχει ήδη επιδείξει την ανησυχία της για την οικονομική της επιβράδυνση, μειώνοντας τις απαιτήσεις για αποθέματα στις μικρές τράπεζες και περικόπτοντας τα επιτόκια. Από μία παγκόσμια οπτική, όμως, θα ήταν καλύτερο αν η Κίνα χαλάρωνε τη δημοσιονομική της πολιτική και επέτρεπε την ενίσχυση του νομίσματός της. Η χώρα έχει μεγάλα περιθώρια αύξησης των δαπανών της. Επιτρέποντας, παράλληλα, την ταχύτερη άνοδο του νομίσματός της θα μπορούσε να **καταπολεμήσει τους αποπληθωριστικούς κινδύνους** στον ανεπτυγμένο κόσμο **καθώς το δολάριο και το ευρώ θα χάνουν έδαφος μπροστά στο γουάν**.

Η λανθασμένη ακαμψία του νομίσματος συνέβαλε στην πρόκληση της παρούσης κρίσης. Μία «πεφωτισμένη» ευελιξία θα μπορούσε να συμβάλει στην επίλυσή της. Παράλληλα, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα τα μαθήματα που παίρνουν οι αναδυόμενες οικονομίες από τη σημερινή αναταραχή θα βοηθήσουν στη διαμόρφωση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

3.4 Οι αναδυόμενες χώρες ανθεκτικές στη παγκόσμια διαταραχή?

*«Οι ΗΠΑ αποτελούν ένα πρότυπο των χρηματοοικονομικών για την Κίνα» αναφέρει ο **Yu Yongding**^{xxxvii} διακεκριμένος οικονομολόγος από το Πεκίνο. «Ομως, με την αναστάτωση που έχει δημιουργηθεί αυτή την εποχή, ασφαλώς και θα πρέπει να το ξανασκεφτούμε».*

Το μέλλον της παγκόσμιας χρηματοδοτικής, θα εξαρτηθεί από το τι είδους αναθεώρηση γίνεται στο Πεκίνο, καθώς και στις υπόλοιπες οικονομίες των αναδυόμενων χωρών. Μέχρι στιγμής, τα σημάδια είναι ανάμεικτα, ακόμη και εντός της ίδιας χώρας.

Στην Ινδία, για παράδειγμα, η Κεντρική Τράπεζα που για χρόνια εφήρμοζε συντηρητική πολιτική, πρόσφατα άλλαξε άποψη αναφορικά με τα πιστωτικά παράγωγα, υποστηρίζοντας ότι η κρίση στην αγορά των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου απέδειξε ότι η εποχή δεν είναι κατάλληλη για τέτοιες καινοτομίες. Παρ' όλα αυτά, στο τέλος του περασμένου εξαμήνου, (Ιούνιος 2010) η Ινδία εξέδωσε παράγωγα βασισμένα στο νόμισμά της, παρέχοντας, έτσι, ένα μέσο για την αντιστάθμιση του κινδύνου έναντι της διακύμανσης της ινδικής ρουπίας. Οι ανώτεροι υπάλληλοι της Κίνας είναι κατά ασυνήθιστο τρόπο ειλικρινείς σχετικά με τις αποτυχίες της Wall Street. Ομως,

ενώ πολλές πλούσιες χώρες, από τη Βρετανία έως την Αυστραλία, έχουν απαγορεύσει, ή έχουν περιορίσει τις ανοιχτές πωλήσεις μετοχών σε μια απέλπιδα προσπάθεια να σταματήσει η πτώση των τιμών τους, το Υπουργικό Συμβούλιο της Κίνας αποφάσισε να επιτρέψει στους επενδυτές να αγοράσουν μετοχές με πίστωση και να τις πουλήσουν βραχυπρόθεσμα.

Σε γενικές γραμμές, η στάση των αναδυόμενων οικονομιών απέναντι στο αγγλοσαξονικό μοντέλο είναι βαθιά ρεαλιστική, βασιζόμενη περισσότερο στα παραδείγματα των δικών τους χρηματοπιστωτικών κρίσεων της δεκαετίας του 1990 παρά στις σημερινές «καταστροφές» της Wall Street. Οι κρίσεις αυτές προκάλεσαν πολύ μεγαλύτερο οικονομικό πόνο απ' ό,τι μέχρι σήμερα έχει δει ο πλούσιος κόσμος. Για παράδειγμα, το ΑΕΠ στο Μεξικό ^{xxxviii} μειώθηκε κατά 6% το 1996 και στην Ινδονησία ^{xxxix} κατά 13% το 1998.

Τα σημαντικά διδάγματα αυτών των καταστροφών είναι πως το χρέος εκφρασμένο σε ξένο νόμισμα ήταν επικίνδυνο, πως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο θα πρέπει να αποφεύγεται με κάθε κόστος και πως η σύνεση επιβάλλει τη δημιουργία μεγάλου αποθέματος συναλλάγματος για τις δύσκολες περιόδους. Τυπικά, μια πλούσια χώρα διαθέτει αποθέματα συναλλάγματος περίπου στο 4% του ΑΕΠ της. Το ποσοστό αυτό στις αναδυόμενες οικονομίες ήταν περίπου το ίδιο, αλλά την τελευταία δεκαετία αυξήθηκε, φτάνοντας κατά μέσο όρο πάνω από το 20% του ΑΕΠ. Η Κίνα έχει αποθέματα συναλλάγματος ύψους \$1,8 τρισ. και άλλες οκτώ αναδυόμενες οικονομίες έχουν πάνω από \$100 δισ. η καθεμιά.

Εκ πρώτης όψεως, ο μεγάλος όγκος αποθεματικών προσέφερε στήριξη στις αναδυόμενες οικονομίες. Αυτός είναι κι ένας από τους λόγους που οι χώρες αυτές αποδείχθηκαν τόσο ανθεκτικές στη σημερινή παγκόσμια διαταραχή. Εντούτοις η οικονομική αυτή πολιτική δημιούργησε στρεβλώσεις και ακαμψίες που ενίσχυσαν την παγκόσμια χρηματοπιστωτική φούσκα και πυροδότησαν τον εγχώριο πληθωρισμό.

Η πρόκληση για τις αναδυόμενες οικονομίες είναι η δημιουργία ενός **παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος** που θα είναι περισσότερο ευέλικτο και ταυτόχρονα ασφαλές. Τα αποτελέσματα των ακαδημαϊκών ερευνών δεν είναι καθησυχαστικά. Μετά την κρίση της δεκαετίας του 1990, οι οικονομολόγοι άρχισαν να μελετούν τα οφέλη των φτωχών χωρών από την ένταξή τους στις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές. Η απάντηση είναι ότι τα οφέλη τους δεν είναι σημαντικά.

Σε μελέτη που έγινε το **2007** για το **Brookings Institution**^{xi} από τους Eswar Prasad του Cornell University, Raghu Rajan του University of Chicago και Arvind Subramanian του Peterson Institute, αποδείχθηκε ότι οι φτωχές χώρες που στηρίχθηκαν στις εγχώριες αποταμιεύσεις προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους παρουσίασαν ρυθμούς ανάπτυξης μεγαλύτερους απ' ό,τι αυτές που βασίστηκαν σε ξένη χρηματοδότηση. Επιπλέον, τα ξένα κεφάλαια δε βοήθησαν τις αναδυόμενες οικονομίες να αντιμετωπίσουν καλύτερα τις ξαφνικές εισοδηματικές διαταραχές. Σε μια άλλη μελέτη των Eswar Prasad, Ayhan Kose και Marco Terrones του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, αποδεικνύεται ότι η μεταβλητότητα της κατανάλωσης

στις αναδυόμενες οικονομίες έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια. Οι φτωχές χώρες με αδύναμα χρηματοπιστωτικά συστήματα διαφαίνεται πως δεν μπορούν να αντεπεξέλθουν στην πληθώρα των εισροών ξένων κεφαλαίων. Οι πόροι αυτοί, συνήθως, διοχετεύονται σε μη παραγωγικούς τομείς, όπως είναι η αγορά ακινήτων. Αυτές οι εισροές φαίνεται ότι επιδεινώνουν τον οικονομικό κύκλο. Τα νέα όμως δεν ήταν μόνο άσχημα.

Ερευνες έδειξαν ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις και η εισροή κεφαλαίων μετέφεραν τεχνογνωσία και βελτίωσαν το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Τα στοιχεία επίσης δείχνουν ότι ο ανταγωνισμός από τις ξένες τράπεζες καθώς και τα ξένα κεφάλαια στις χρηματιστηριακές δύνανται να βελτιώσουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα των αναδυόμενων χωρών. Πολύ πριν ο κ. **Volcker**^{xli} αμφισβητήσει την ορθότητα του αμερικανικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι ακαδημαϊκοί είχαν εκφράσει τις αμφιβολίες τους σχετικά με τη χρηματοπιστωτική παγκοσμιοποίηση των αναδυόμενων χωρών.

3.5 Μπορούν οι αναδυόμενες χώρες να σώσουν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα?

Ειρωνικά, αυτή η «φιλολογική διαφωνία» συνέβαινε και τη στιγμή που το χρηματοπιστωτικό σύστημα των αναδυόμενων χωρών ενοποιόταν όλο και περισσότερο με το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Συνολικά, οι πολίτες των αναδυόμενων χωρών κατέχουν αυτή τη στιγμή περίπου \$1 τρισ. κατατεθειμένα σε ξένες τράπεζες, τρεις φορές περισσότερα απ' ό,τι το 2002. Όπως και να το δει κανείς, οι ακαθάριστες ροές κεφαλαίων που αφορούν τις αναδυόμενες οικονομίες παρουσίασαν αύξηση από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, η οποία επιταχύνθηκε τα τελευταία χρόνια.

Η σύνθεση αυτών των ροών έχει μεταβληθεί. Οι ξένες άμεσες επενδύσεις και οι ροές κεφαλαίων έχουν αυξηθεί πολύ περισσότερο απ' ό,τι το χρέος. Ωστόσο, ο βαθμός της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης έχει αυξηθεί σημαντικά. Η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος επιταχύνθηκε εν μέρει, καθώς οι κυβερνήσεις δεν έδωσαν ιδιαίτερη βάση στους ακαδημαϊκούς σκεπτικιστές. Οι περισσότερες από αυτές συνέχισαν το «άνοιγμα», κυρίως στα κεφάλαια και στις ξένες άμεσες επενδύσεις. Με βάση το δείκτη του ΔΝΤ για τον έλεγχο των κεφαλαίων, μόνο δύο αναδυόμενες οικονομίες παρέμειναν κλειστές στην εισροή κεφαλαίων κατά τη δεκαετία **1995 - 2005**, ενώ δεκατέσσερις χώρες άνοιξαν πλήρως τις οικονομίες τους. Οι υπόλοιπες χώρες βρέθηκαν σε μία ενδιάμεση κατάσταση που έτεινε περισσότερο προς το μεγαλύτερο «άνοιγμα» των αγορών. Συγχρόνως, οι ξένες τράπεζες διαδραμάτισαν έναν ακόμη μεγαλύτερο ρόλο.

Μέχρι το **2007** σχεδόν 900 ξένα τραπεζικά ιδρύματα δραστηριοποιούνταν στις αναπτυσσόμενες χώρες. Κατά μέσον όρο αντιπροσωπεύουν το 40% του τραπεζικού δανεισμού, από 20% που ήταν την προηγούμενη δεκαετία. Σε ορισμένες περιοχές και πιο συγκεκριμένα στην Ανατολική Ευρώπη και στη Λατινική Αμερική, οι ξένες τράπεζες κυριάρχησαν στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ακόμη και η Κίνα και η Ινδία, που καθυστέρησαν να επιτρέψουν την είσοδο των ξένων ιδρυμάτων στη χώρα, έχουν ανοίξει την αγορά τους τα τελευταία χρόνια. Το πιο σημαντικό είναι ότι η

χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση επιταχύνθηκε παρ' όλες τις όποιες σκόπιμες πολιτικές αποφάσεις.

Σε έναν κόσμο ραγδαίας παγκοσμιοποίησης, ακόμη και χώρες με αυστηρές παρεμβατικές πολιτικές παρουσίασαν αύξηση στην πραγματική ροή κεφαλαίων. Μια εξήγηση μπορεί να είναι ότι η αύξηση του εμπορίου αναπόφευκτα φέρνει αύξηση των κεφαλαίων ολοκλήρωσης. Ένα ολόκληρο χρηματοοικονομικό οικοδόμημα δημιουργείται προκειμένου να στηρίξει αυτή την παγκόσμια αλυσίδα. Η αύξηση του όγκου των εμπορικών ροών καθιστά ευκολότερο για τις επιχειρήσεις να αποφεύγουν τους κρατικούς ελέγχους, με υπό ή υπερτιμολόγηση των συναλλαγών τους. Επιπλέον, οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης καθιστούν τις αναδυόμενες οικονομίες έναν ελκυστικό προορισμό για τους ξένους επενδυτές, (*hedge funds*), αλλά και για τους κατοίκους τους που ζουν εκτός συνόρων και μπορούν να βρουν τρόπους να παρακάμψουν τους ελέγχους κεφαλαίων.

Οι στρεβλώσεις και το κόστος που σχετίζονται με τον έλεγχο κεφαλαίων, αυξάνονται, καθώς οι αναδυόμενες οικονομίες γίνονται όλο και περισσότερο παγκοσμιοποιημένες. Η προσωρινή επιβολή φόρων, προκειμένου να αποθαρρυνθεί η ξαφνική αύξηση κεφαλαίων μπορεί να διαδραματίσει κάποιο ρόλο, παρ' όλο που σε ορισμένες περιπτώσεις αποδεικνύεται αντιπαραγωγική.

Η Ταϊλάνδη, για παράδειγμα, επέβαλε φόρο στην εισροή ξένων κεφαλαίων στο χρηματιστήριό της το **2006**, αλλά είδε την αγορά να κατρακυλάει και έσπευσε να ανακαλέσει την απόφασή της. Μακροπρόθεσμα, οι στρεβλώσεις που προκαλούνται από τέτοια μέτρα γίνονται ακόμη πιο έντονες.

Η Κίνα, για παράδειγμα, έχει μερικούς από τους αυστηρότερους ελέγχους μεταξύ των αναδυόμενων χωρών, με αποτέλεσμα τη μερική απομόνωσή της από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Παρ' όλα αυτά, οι έλεγχοι που απαιτούνται για την αποτροπή κερδοσκοπικών κεφαλαίων αυξάνονται ολοένα και περισσότερο. Το κράτος επέβαλε περισσότερες πληροφορίες αναφορικά με τα κέρδη των εξαγωγών, προκαλώντας στους μικρομεσαίους εξαγωγείς μεγάλο πονοκέφαλο.

Αποδεικνύεται λοιπόν ότι **η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι αναπόσπαστο κομμάτι της παγκόσμιας ολοκλήρωσης**. Το ερώτημα που προκύπτει από τα παραπάνω, δεν είναι εάν η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι συμφέρουσα, αλλά με ποιο τρόπο θα μεγιστοποιηθούν τα οφέλη και θα ελαχιστοποιηθεί το αντίστοιχο κόστος.

Η απάντηση είναι, να βασίζονται περισσότερο στις αγορές και συγχρόνως να προσπαθούν να αποφύγουν τα λάθη του ανεπτυγμένου κόσμου. Για το εσωτερικό των χωρών, αυτό θα σήμαινε προσαρμογή στη σύγχρονη χρηματοδοτική. Οι αναδυόμενες χώρες διαφέρουν τρομακτικά ως προς το βαθμό ανάπτυξης της εγχώριας χρηματοπιστωτικής αγοράς και ορισμένες από τις μεγαλύτερες παραμένουν ακόμη πρωτόγονες.

Η Ινδία, για παράδειγμα, διαθέτει μια πολύ εκλεπτυσμένη αγορά μετοχών αλλά το τραπεζικό της σύστημα είναι υπανάπτυκτο και διαστρεβλωμένο εξαιτίας των κυβερνητικών παρεμβάσεων. Περίπου το 40% του τραπεζικού δανεισμού κατευθύνεται σε τομείς «προτεραιότητας», όπως η γεωργία, ενώ η κύρια πηγή δανεισμού για τους πολίτες είναι ο άτυπος δανεισμός. Το κρίσιμο ερώτημα είναι πώς να χειριστεί κανείς τα ξένα κεφάλαια.

Πρώτη προτεραιότητα θα πρέπει να είναι η μεγαλύτερη δυνατή ευελιξία ως προς το νόμισμα. **Ο κίνδυνος για τις αγορές που επιτρέπουν την εισροή ξένων κεφαλαίων είναι η αποσταθεροποίηση.** Η διακύμανση της εισροής κεφαλαίων θα έχει αντίκτυπο τόσο στην υπανάπτυκτη αγορά περιουσιακών στοιχείων όσο και στο επίπεδο της ζήτησης στην πραγματική οικονομία. Οι χώρες που επιτρέπουν σε ξένες τράπεζες να εισέρχονται στις αγορές τους, αναπόφευκτα θα επηρεάζονται από το μέλλον των τραπεζών αυτών οπουδήποτε στον κόσμο. Αν για παράδειγμα μια ευρωπαϊκή τράπεζα παρουσιάσει ζημιές στα προϊόντα των ενυπόθηκων δανείων της αμερικανικής αγοράς, αυτό μπορεί να προκαλέσει αυστηρότερη πολιτική δανειοδότησης στην Ουγγαρία.

Για να αντιμετωπίσουν αυτή τη μεταβλητότητα οι αγορές θα πρέπει να διαχειριστούν τη ζήτηση, σύμφωνα με το παράδειγμα των ανεπτυγμένων κρατών, μέσω **πιο ευέλικτων επιτοκίων και συναλλαγματικών ισοτιμιών.**

Επιτρέποντας στις συναλλαγματικές ισοτιμίες να μεταβάλλονται ανάλογα με την εισροή κεφαλαίων, οι οικονομίες, θα είναι σε θέση να διατηρήσουν τον έλεγχο των εγχώριων νομισματικών συνθηκών. Οι εταιρείες και οι επενδυτές στις αναπτυσσόμενες χώρες χρειάζονται επίσης τα παράγωγα **διαμοιρασμού του κινδύνου** που έχουν αναπτυχθεί στο αγγλοσαξονικό χρηματοπιστωτικό μοντέλο. Μερικές χώρες ήδη τα εφαρμόζουν.

Για παράδειγμα, η αγορά παραγώγων της Βραζιλίας είναι μία από τις πιο εξελιγμένες και διαφανείς αγορές παραγώγων στον κόσμο. Άλλες, ιδιαίτερα στην Ασία, έχουν ακόμη πολύ δρόμο, αν και οι πρόσφατες πρωτοβουλίες και καινοτομίες της Ινδίας είναι ενθαρρυντικές. Η συναλλαγματική ευελιξία που θα δημιουργηθεί με τον περιορισμό της ανάγκης για τη συσσώρευση σημαντικών αποθεμάτων σε ξένο νόμισμα θα οδηγήσει σε ένα πιο σταθερό παγκόσμιο νομισματικό σύστημα.

Το «οπλοστάσιο» των αποθεμάτων σε ξένο νόμισμα θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για να ενισχύσει την εγχώρια χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Σε πρόσφατο τεύχος του Journal of Economic Perspectives, οι Prasad και Rajan παρουσίασαν μια ενδιαφέρουσα πρόταση. Χώρες με μεγάλα αποθέματα, όπως η Κίνα και η Ινδία, θα μπορούσαν να επιτρέψουν στα αμοιβαία κεφάλαια (εγχώρια ή ξένα) να εκδώσουν μετοχές σε τοπικό νόμισμα, με τις οποίες θα μπορούσαν να αγοράσουν συνάλλαγμα από την Κεντρική Τράπεζα. Στη συνέχεια, αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια θα μπορούσαν να επενδύσουν στο εξωτερικό για λογαριασμό των κατοίκων.

Αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα την ελεγχόμενη απελευθέρωση της εκροής κεφαλαίου καθώς και τη δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Οι

πετρελαιο-παραγωγικές χώρες θα μπορούσαν να επιτύχουν τον ίδιο στόχο, προσφέροντας στους κατοίκους τους μερίσματα από πετρελαϊκές εταιρείες, τα οποία θα μπορούσαν να επενδυθούν στο εξωτερικό μέσω ανάλογων με τα προαναφερθέντα αμοιβαία κεφάλαια.

Και στα δύο αυτά μοντέλα, η ευθύνη για τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων των αναδυόμενων οικονομιών θα βαρύνει τον ιδιωτικό τομέα. Αυτό θα επιτρέψει στους ιδιώτες επενδυτές από την Κίνα ή τη Σαουδική Αραβία να πάρουν τη σκυτάλη από τη Wall Street.

Ομως, προς το παρόν, η τάση εξακολουθεί να είναι προς την αντίθετη κατεύθυνση. Οι κυβερνήσεις στην Ασία και οι αναδυόμενες πετρελαιο-παραγωγικές χώρες ήδη ελέγχουν περίπου 7 τρισ. δολ. στοιχείων ενεργητικού, τα περισσότερα από τα οποία είναι σε αποθέματα συναλλάγματος και τα υπόλοιπα σε κρατικά επενδυτικά κεφάλαια. Αναλυτές της **McKinsey Global Institute** εκτιμούν ότι αυτά μπορεί να ανέλθουν στα 15 τρισ. δολ. έως το **2013**^{xiii}. Το γεγονός αυτό καθιστά τα κρατικά ελεγχόμενα κεφάλαια μια μεγάλη δύναμη στην παγκόσμια αγορά κεφαλαίων κατέχοντας το 41% των στοιχείων του ενεργητικού των παγκόσμιων ασφαλιστικών εταιρειών, το 25% των παγκόσμιων αμοιβαίων κεφαλαίων και το 1/3 των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων.

Γενικά, οι αναδυόμενες οικονομίες έκλεισαν τα αυτιά τους στους σκεπτικιστές που ισχυρίζονταν ότι η παγκόσμια διακίνηση κεφαλαίων ήταν επικίνδυνη. Αλλά, προσπαθώντας να αποφύγουν τη μια παγίδα, έπεσαν σε μια νέα

Συγκέντρωσαν μεγάλα ποσά κεφαλαίων στα κρατικά χέρια, με αποτέλεσμα να μετατρέψουν τη φύση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, πολύ πριν την κατάρρευση της Wall Street.

Οσο επαγγελματικά όμως και αν διαχειριστούν αυτά τα κεφάλαια, το τεράστιο μέγεθος των κρατικά ελεγχόμενων κεφαλαίων, αναπόφευκτα θα αλλάξει τις ισορροπίες ανάμεσα στο κράτος και την αγορά. Επιπλέον, θα συμβάλουν στην αύξηση του μεγαλύτερου κινδύνου για την παγκόσμια ολοκλήρωση, που είναι η **αύξηση του κρατικού προστατευτισμού**

3.6 Η ελληνική και η ευρωπαϊκή κρίση

Η ελληνική κρίση ξεκίνησε από την οικονομική δυσπραγία, που εισήχθη στην Ελλάδα λόγω της διεθνούς ύφεσης και η οποία φανέρωσε την υπερχρέωση του ελληνικού Δημοσίου και την πιθανή αδυναμία ελέγχου του διογκούμενου χρέους του. Μετατράπηκε σε κρίση της Ευρωζώνης όταν οι αγορές συνειδητοποίησαν ότι το ελληνικό πρόβλημα είναι η κορυφή του παγόβουνου σε μια νομισματική ένωση η οποία δεν στηρίζεται σε σταθερά δημοσιονομικά θεμέλια. Στο παρόν εδάφιο περιγράφονται με σχετική χρονολογική σειρά όλα τα σημαντικά γεγονότα που σημάδεψαν την πορεία της κρίσης από το τέλος του 2009 έως τις αρχές του 2011

Σε διάφορες έρευνες παρατηρείτε, ότι σε τέσσερα μόνον χρόνια, από το τέλος του 2007 έως το τέλος του 2011, το χρέος στις Η.Π.Α. αυξάνεται κατά 37,2 μονάδες του ΑΕΠ, στο Ηνωμένο Βασίλειο 38,0 μονάδες και στην **Ελλάδα 43,8 μονάδες**^{xliii}. Η μεταβολή στο χρέος είναι μεγάλη σε διεθνές επίπεδο, διότι η χρηματοοικονομική κρίση προξένησε την παρέμβαση των αρχών με πακέτα διάσωσης, μείωσε τα φορολογικά έσοδα, αλλά και ανάγκασε τις κυβερνήσεις της Ελλάδος, σε επεκτατική δημοσιονομική πολιτική.

Ο κίνδυνος χώρας, που αντικατοπτρίζεται στα περιθώρια επιτοκίων δανεισμού έκαστης ευρωπαϊκής χώρας σε σχέση με τα αντίστοιχα γερμανικά ή και στα επιτόκια ασφάλισης των δανειστών της χώρας (τα Credit Default Swap rates) είναι τώρα πλέον συνάρτηση του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους της κάθε χώρας, αλλά και άλλων παραγόντων όπως οι πολιτικές εξελίξεις, η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος, κλπ.^{xliiv}. Η διαφοροποίηση ανάμεσα στα επιτόκια δανεισμού των χωρών της Ευρωζώνης θέτει σε κίνδυνο τη σταθερότητα αλλά και την ύπαρξη της Ευρωζώνης, όπως τουλάχιστον την ξέρουμε σήμερα. Πηγάζει από τη βαθύτερη αμφιβολία των αγορών για την επάρκεια των υπαρχόντων δημοσιονομικών κανόνων που συγκροτούν τη λειτουργία της Ευρωζώνης

Η Ελλάδα ξεχωρίζει από τις υπόλοιπες χώρες. Από τα μέσα Οκτωβρίου 2009, κάθε μέρα χωρίς εξαίρεση θεωρείται ως η πλέον επικίνδυνη χώρα. Αντίθετα, η Γερμανία είναι σταθερά η λιγότερο επικίνδυνη. Έως και τον Απρίλιο του 2010, η εικόνα των υπόλοιπων χωρών δεν επιδεινώνεται σημαντικά, παρά για λίγο στις αρχές Φεβρουαρίου, (2011)^{xliv} όταν μεταφέρθηκαν στο προσκήνιο ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους σε πολλές χώρες. Η μεγάλη επιδείνωση ξεκινάει από τα τέλη Απριλίου, (2011) όταν αποτελεί πλέον κοινή πεποίθηση ότι η Ελλάδα βαίνει προς χρεοκοπία και ότι ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα προκαλούσε αναταράξεις και σε πολλές άλλες χώρες της Ευρωζώνης, πιθανόν μέσω της έκθεσης των τραπεζών τους σε ελληνικά κρατικά ομόλογα.

Τα ελληνικά ομόλογα και οι ελληνικές μετοχές αποτελούν ελάχιστο ποσοστό στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια των ξένων επενδυτών, οι οποίοι κατά συνέπεια στο παρελθόν δεν ασχολούνταν με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής οικονομίας. Στην αρχή της ελληνικής κρίσης οι επενδυτές αυτοί ήταν ευάλωτοι σε αρνητικές επιφανειακές αναλύσεις της ελληνικής οικονομίας ή και τη βροχή αρνητικών δημοσιευμάτων σε εξειδικευμένες εφημερίδες, όπως οι Financial Times. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η μετάδοση λανθασμένων πληροφοριών στα τέλη Ιουνίου του 2010 ότι οι ελληνικές τράπεζες είχαν πουλήσει CDS, κάτι που αν είχε γίνει, θα πολλαπλασίαζε την έκθεσή τους σε ελληνικό κρατικό ρίσκο

Η σύγκλιση του ελληνικού βιοτικού επιπέδου προς τον ευρωπαϊκό μέσο όρο συνεχίστηκε για 14η χρονιά. Από το 2010, όμως, ξεκινάει μια νέα εποχή απόκλισης στο βιοτικό επίπεδο, αφού η ευρωπαϊκή οικονομία σταθεροποιήθηκε και ανέκαμψε, ενώ η ελληνική επιδεινώθηκε και το μέλλον της παραμένει αβέβαιο.

Η κρίση ανέδειξε τις προϋπάρχουσες μεγάλες μακροοικονομικές ανισοροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας: το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και την οργανωτική ανεπάρκεια του κράτους. Οι δύο αυτές ανισοροπίες γίνονται εμφανείς στα μεγάλα “δίδυμα” ελλείμματα, το έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και το δημοσιονομικό έλλειμμα. Γίνονται εμφανείς και στα υψηλά “δίδυμα” χρέη (το δημόσιο και το εξωτερικό),

που αποτελούν τη διαχρονική συσσώρευση των αντίστοιχων ετήσιων ελλειμμάτων.

Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας είναι το βαθύτερο πρόβλημα. Οι δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας για την ευκολία του επιχειρείν δείχνουν συνεχή επιδείνωση τα τελευταία χρόνια ενώ η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας διαρκώς ανατιμάται. Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας αντικατοπτρίζεται τόσο στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών όσο και στον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό σε σχέση με άλλες χώρες της Ευρωζώνης.^{xlvi} Αγοράζουμε πολύ περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες από ότι πουλάμε στους ξένους. Η ελληνική οικονομία δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες. Ως αποτέλεσμα, το εξωτερικό χρέος της χώρας είχε αυξηθεί από 94% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003 στο 184% στο τρίτο τρίμηνο του 2010.

3.7 Χρονικό Ελληνικού «Γολγοθά»

Οι **Buiter και Rahbari**^{xlvii} σε άρθρο τους, εξετάζουν την ελληνική κρίση στο πλαίσιο της ONE και τονίζουν ότι δεν φταίει η διεθνής ύφεση για τα προβλήματα της Ελλάδας. Φταίνε οι ανισοροπίες της Ελλάδας, τις οποίες, η κρίση ξεσκέπασε.

Η αποκάλυψη για την ελληνική δημοσιονομική εκτροπή προκάλεσε αλυσιδωτές αντιδράσεις. Οι πρώτοι που αντέδρασαν ήταν οι οίκοι αξιολόγησης, οι οποίοι έχοντας υποστεί κριτική για την ανεπάρκεια των εκτιμήσεών τους πριν από τη διεθνή χρηματοοικονομική κρίση, έσπευσαν να επανεξετάσουν την περίπτωση της Ελλάδας. Οι υποβαθμίσεις της Ελλάδας ήταν διαδοχικές. Η Fitch μάς υποβάθμισε πρώτη, μία μέρα μετά τη γνωστοποίηση του διπλάσιου ελλείμματος για το 2009, κατά μία βαθμίδα σε A- από A. Στις 8 Δεκεμβρίου η Fitch μάς υποβαθμίζει εκ νέου κατά μία βαθμίδα σε BBB+. Η S&P ακολουθεί, υποβαθμίζοντάς μας στις 16 Δεκεμβρίου από A- σε BBB+. Η Moody's^{xlviii} επίσης μας υποβαθμίζει στις 22 Δεκεμβρίου σε A2 από A1.

Η Ελλάδα συγκέντρωσε τότε το ενδιαφέρον των αγορών. Η αξιοπιστία της κλονίστηκε. Μάλιστα αργότερα οι αγορές άρχισαν να αμφισβητούν την ικανότητα και των υπόλοιπων οικονομιών της ευρωπαϊκής Περιφέρειας να αντεπεξέλθουν: της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας. Οι αγορές έβλεπαν μέσω της Ελλάδας και την αρχή μιας πιθανής τελικής διάλυσης της Ευρωζώνης.

Ορισμένοι ισχυρίζονταν ακόμα και στο τέλος του 2010 ότι η υπερβολική αντίδραση των αγορών, από το Νοέμβριο του 2009 και μετά, οφείλεται όχι τόσο στο πραγματικό μέγεθος του δημοσιονομικού προβλήματος που σωρεύτηκε για δεκαετίες, όσο κυρίως στο σοκ της ίδιας της αποκάλυψης των ελλειμμάτων του 2009! Σύμφωνα με αυτούς τους αναλυτές, το σοκ δημιούργησε ένα κύμα απαισιοδοξίας για την Ελλάδα, που πλέον δεν ελέγχεται. Αν, δηλαδή, είχαμε διαχειριστεί καλύτερα τη δημοσιοποίηση των στοιχείων και δεν ξαφνιάζαμε τις αγορές, ίσως να μην φτάναμε στα υψηλά επιτόκια δανεισμού που βλέπουμε. Το επιχείρημα φαίνεται να είναι περισσότερο πολιτικό, παρά οικονομικό, αφού καταρρίπτεται από το γεγονός ότι η κρίση συνεχίζεται περισσότερο από ένα χρόνο μετά την ανακοίνωση των στοιχείων, ενώ επεκτάθηκε και εκτός Ελλάδας. Πάντως, μια ανάγνωση της

«Έκθεσης της Επιτροπής για την Αξιοπιστία των Δημοσιονομικών Στοιχείων», η οποία κατατέθηκε στη Βουλή των Ελλήνων το Φεβρουάριο του 2010, δείχνει ότι το όποιο πρόβλημα δεν ήταν η ξαφνική δημοσιοποίηση των στοιχείων, αλλά η προηγούμενη ατελής διοχέτευσή τους στην Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία. Το ίδιο συμπέρασμα τεκμαίρεται και από αντίστοιχη έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, που δημοσιεύτηκε τον Ιανουάριο του 2010. Ο Προϋπολογισμός του 2010, που κατατέθηκε τον Δεκέμβριο του 2009, περιελάμβανε μια σειρά από μέτρα για τον περιορισμό του ελλείμματος, κατά 3,3 ποσοστιαίες μονάδες, και για την ενίσχυση της ανάπτυξης. Τα μέτρα περιελάμβαναν, πάγωμα νέων προσλήψεων (εκτός υγείας, ασφάλειας και εκπαίδευσης) για το 2010 και 1 πρόσληψη για κάθε 5 αποχωρήσεις στο δημόσιο τομέα από το 2011, περιορισμό των συμβασιούχων, πάγωμα μισθών πάνω από τα € 2.000 και εξαγγελίες για πάταξη της φοροδιαφυγής και της διαφθοράς. Περιελάμβαναν, όμως, και αυξήσεις των συντάξεων και των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων ελαφρώς πάνω από τον πληθωρισμό, ως μέρος ενός πακέτου €2,6 δισ. ή 1,1% του ΑΕΠ για τη στήριξη των κατώτερων εισοδηματικά στρωμάτων και την ενίσχυση της συνολικής ζήτησης.

Με το νέο έτος, το κόστος δανεισμού συνεχώς αυξάνεται. Στις **15 Ιανουαρίου 2010** η ελληνική κυβέρνηση ανακοινώνει το νέο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης (**ΠΣΑ 2009 - 2013**). Το πρόγραμμα προβλέπει μείωση του ελλείμματος κατά 4 ποσοστιαίες μονάδες το 2010 και ένα τελικό επίπεδο κάτω από το 3% μέχρι το τέλος του 2012

Το πρώτο δεκαήμερο του **Φεβρουαρίου 2010** παρατηρείται αυξητική τάση των περιθωρίων των CDS που οφείλεται στην αρνητική αξιολόγηση της αγοράς σχετικά με τα μέτρα που περιλαμβάνονταν τόσο στο ΠΣΑ όσο και στο πρώτο πακέτο επιπρόσθετων μέτρων. Η αρνητική αξιολόγηση των αγορών μεταβλήθηκε, προσωρινά μόνο, με την έγκριση του ΠΣΑ και των επιπρόσθετων μέτρων από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (03/02/10). Στο τέλος Φεβρουαρίου τα περιθώρια των CDS αυξήθηκαν σημαντικά μετά τις φήμες για τις ανταλλαγές (swaps) που είχαν συνάψει οι ελληνικές κυβερνήσεις την περίοδο 2001-2009 και τη συζήτηση που άρχισε σε διεθνές επίπεδο σχετικά με την αξιοπιστία των στοιχείων για το χρέος.

Ακολουθεί μια περίοδος σχετικής ηρεμίας των αγορών αλλά και αδράνειας της ΕΕ για συγκεκριμένη παροχή βοήθειας προς την Ελλάδα. Την αδράνεια αυτή επισημαίνει από νωρίς ο Διοικητής της Τράπεζας της Αγγλίας, κ. **Μέρβιν Κίνγκ**. Στις 17 Φεβρουαρίου ανέφερε: «η Γαλλία και η Γερμανία δεν έχουν άλλη επιλογή από το να δώσουν ρητές εγγυήσεις για το ελληνικό χρέος». Στις **3 Μαρτίου**, με έναυσμα τις προηγούμενες δεσμεύσεις της, η ελληνική κυβέρνηση ανακοινώνει νέο πακέτο μέτρων. Συνολικά μέτρα ύψους €4,8 δισ. ή 2% του ΑΕΠ. Τα μέτρα έδειξαν να έχουν και την υποστήριξη της κοινής γνώμης. Οι αγορές συνεχίζουν να παραμένουν σχετικά ήρεμες και στάσιμες. Στις 15 Μαρτίου στη συνάντηση των υπουργών οικονομικών της Ευρωζώνης ανακοινώνεται η απόφαση δημιουργίας μηχανισμού στήριξης των μελών της ζώνης του ευρώ. Περισσότερες λεπτομέρειες ανακοινώνονται στις 25 Μαρτίου, έπειτα από δραματικές διαβουλεύσεις. Η Ε.Ε. ανακοινώνει ότι θα δημιουργηθεί μηχανισμός χρηματοδότησης, με τη συμμετοχή του ΔΝΤ, για να βοηθήσει την Ελλάδα ή όποιο άλλο μέλος της Ευρωζώνης χρειαστεί. Στις συζητήσεις ακούγεται και η πρόταση για τη δημιουργία ενός Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ταμείου, στα πρότυπα του ΔΝΤ, λύση την οποία είχε προηγουμένως προτείνει ο Mayer (2011). Παράλληλα, η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι

θα συνεχίσει να δέχεται κρατικά ομόλογα πιστοληπτικής αξιολόγησης BBB- και μετά το 2010, με έκπτωση όμως στον υπολογισμό της αξίας τους ως εχεγγύων.

Προς έκπληξη όλων, οι αγορές δεν κατευνάζονται. Απεναντίας, η απουσία διευκρινιστικών λεπτομερειών για το μέγεθος του πακέτου και τον τρόπο λειτουργίας του μηχανισμού προκαλεί νέες εντάσεις με τα επιτόκια να ξεκινούν νέα ανοδική πορεία. Δημιουργούνται σοβαρές αμφιβολίες και στο εσωτερικό της Ε.Ε. για το αν η Ελλάδα θα καταφέρει να αντεπεξέλθει. Κάποιοι θεωρούν ότι η Ε.Ε. δεν θα καταφέρει να βοηθήσει την Ελλάδα, ενώ και οι πιέσεις στο εσωτερικό της Γερμανίας εντείνονται. Σταδιακά, αρχίζει να γίνεται κατανοητό ότι δεν κινδυνεύει μόνο η Ελλάδα αλλά το ίδιο το ευρώ. Στις 9 Απριλίου η Fitch υποβαθμίζει την Ελλάδα περαιτέρω κατά δύο βαθμίδες σε BBB-. Στις 11 Απριλίου νέες λεπτομέρειες για το μηχανισμό ΕΕ/ΔΝΤ ανακοινώνονται, χωρίς όμως να πείθουν τις αγορές, καθώς το μέγεθος των πόρων κρίνεται μικρό. Στις 22 Απριλίου η Moody's μάς υποβαθμίζει κατά μία βαθμίδα σε A3. Ο καταϊγισμός των αρνητικών νέων επηρεάζει την αγορά. Μέσα σε διάστημα δύο μόλις εβδομάδων, τα περιθώρια των CDS αυξήθηκαν κατά 103% (από 386 μονάδες βάσης στις 12/04/2010, στις 846 μονάδες βάσης στις 27/4/2010).

Στις 23 Απριλίου, η Ελλάδα επισήμως ζητά την ένταξή της στο μηχανισμό στήριξης, αφού το κόστος δανεισμού εκτοξεύεται σε μη αποδεκτά ύψη. Η Ελλάδα ουσιαστικά αδυνατεί να βρει χρηματοδότηση από την αγορά και απειλείται με χρεοκοπία. Στις 27 Απριλίου η S&P μάς υποβαθμίζει κατά 3 βαθμίδες σε BB-, που είναι ένα επίπεδο απίστευτα χαμηλό. Τα ομόλογα του ελληνικού κράτους, για πρώτη φορά στη ιστορία των αξιολογήσεών τους, κατατάσσονται από έναν αξιολογικό οίκο στην επενδυτική κατηγορία των «σκουπιδιών» ή junk. Ο φόβος χρεοκοπίας είναι μεγάλος αφού οι αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης έχουν επιστρέψει σε ένα παρελθόν που είναι άγνωστο, πριν την έναρξη των επίσημων αξιολογήσεων της Ελλάδας.

Ο **Απρίλιος 2010** ήταν μια περίοδος έντονων διαπραγματεύσεων μεταξύ Ελλάδας, Ε.Ε.(κυρίως Γερμανίας) και του ΔΝΤ για το ύψος της απαιτούμενης βοήθειας και, κυρίως, τους όρους. Οι Ευρωπαίοι εταίροι πιθανόν κινήθηκαν να διασώσουν την Ελλάδα φοβούμενοι κυρίως για την τύχη των δικών τους τραπεζικών συστημάτων, αφού τα περισσότερα ελληνικά κρατικά ομόλογα βρίσκονταν στα θησαυροφυλάκια ιδιωτικών τραπεζών της Ευρωζώνης. Μια νέα τραπεζική κρίση στην Ευρωζώνη έθετε σε κίνδυνο και το ίδιο το ευρώ. Η καγκελάρια Μέρκελ υπερασπιζόμενη την απόφαση διάσωσης της Ελλάδας και απευθυνόμενη κυρίως στο εσωτερικό της χώρας της, δήλωσε: *«η απόφαση δεν αφορά τίποτα λιγότερο από το μέλλον της Ευρώπης και το μέλλον της Γερμανίας στην Ευρώπη»*. Την ίδια περίοδο, η ΕΚΤ στις 3 Μαΐου ανακοίνωσε ότι αναστέλλει έπ' αόριστον το όριο πιστοληπτικής αξιολόγησης για τα ομόλογα τους ελληνικού δημοσίου που δέχεται ως εγγύηση.

Το Μνημόνιο (Memorandum of Understanding) υπογράφηκε στις **5 Μαΐου 2010**. Η παρέμβαση της Ε.Ε. και του ΔΝΤ οδήγησε στη σύνταξη ενός προγράμματος που έχει ως βασικό στόχο τόσο την κάλυψη των δανειακών αναγκών της Ελλάδας για περίπου τρία χρόνια όσο και τη δημιουργία ενός νέου αναπτυξιακού προτύπου που θα επιτρέψει την έξοδο της χώρας από την κρίση και την επιστροφή της σε διατηρήσιμους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Το Μνημόνιο περιλαμβάνει πόρους €80 δισ. διακρατικών δανείων από τους εταίρους της Ευρωζώνης (πλην Σλοβακίας) και €30 δισ. από το

ΔΝΤ. Τα χρήματα θα δίνονται με δόσεις, αφού πρώτα θα αξιολογείται η πορεία υλοποίησης των μέτρων που περιλαμβάνονται στο Μνημόνιο. Το κόστος δανεισμού από την Ε.Ε. είναι περίπου 4 – 5%. Το κόστος δανεισμού από το ΔΝΤ είναι μικρότερο, περίπου 3,3%.

Προϋπόθεση για την άντληση των δόσεων του δανείου είναι η επίτευξη δημοσιονομικής πειθαρχίας και ουσιαστικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων. Το μεγαλύτερο μέρος των μεταρρυθμίσεων προβλέπεται να υλοποιηθεί στα πρώτα δύο χρόνια του προγράμματος. Η αξιολόγηση είναι τριμηνιαία και οι στόχοι κατεγράφησαν λεπτομερώς ώστε να ενισχυθεί η πειθαρχία. Περιλαμβάνονται μεταρρυθμίσεις στο ασφαλιστικό, τις εργασιακές σχέσεις, το δημόσιο τομέα και το σύστημα υγείας.

Στις **14 Ιουνίου**, η Moody's προχώρησε σε νέα υποβάθμιση κατά 4 βαθμίδες σε Ba1, που είναι κατηγορία «σκουπιδιών» (junk ή non investment grade bond).

Στις **24 Ιουνίου**, το περιθώριο των CDS έφτασε τις 1037 μονάδες βάσης – υψηλότερα και από την περίοδο των αρχών Μαΐου 2010, πριν δηλαδή από την πλήρη εξασφάλιση του πακέτου στήριξης. Η συγκεκριμένη αύξηση οφείλεται και στις πωλήσεις ελληνικών ομολόγων εξαιτίας της προτεραιότητας (seniority) του δανείου ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ σε περίπτωση χρεοκοπίας (default) έναντι των υπολοίπων κατόχων ελληνικού χρέους, καθώς και σε συζητήσεις σχετικά με τη δυνατότητα πραγματοποίησης των όρων του προγράμματος σταθερότητας ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ από την ελληνική κυβέρνηση ή και τα πιθανά αποτελέσματα των ελέγχων ακραίων καταστάσεων (stress tests) των ελληνικών τραπεζών.

Από τα **τέλη Ιουλίου** το περιθώριο των CDS άρχισε να αυξάνεται εκ νέου για να φτάσει τις 941 μ.β. στις **26 Αυγούστου**. Η συγκεκριμένη αύξηση πιθανώς αποδίδεται στην στροφή των επενδυτών προς τα Γερμανικά Ομόλογα μετά τις εξελίξεις που άρχισαν να διαφαίνονται σχετικά με την Ιρλανδία. Σημειώνουμε εδώ ότι στις 24 Αυγούστου 2010 η S&P υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση των μακροπρόθεσμων τίτλων του Ιρλανδικού δημοσίου από AA σε AA-. Οι πιέσεις αυτές μειώθηκαν στις αρχές του Φθινοπώρου. Τότε η διατραπεζική αγορά άνοιξε για λίγο για τις ελληνικές τράπεζες, αν και με υψηλά επιτόκια.

Η σχετική ευφορία του **Σεπτεμβρίου-Οκτωβρίου**, όμως, δεν διήρκεσε. Οι δηλώσεις της Καγκελαρίου Μέρκελ (πρώτες δηλώσεις στις 20 Οκτωβρίου) ότι σε πιθανή χρεοκοπία χώρας, που θα συμμετέχει στον μηχανισμό στήριξης, το κόστος θα το επωμιστούν και ιδιώτες επενδυτές, επιδείνωσε το κλίμα. Οι αποφάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της **28ης και 29ης Οκτωβρίου 2010** για τη θέσπιση ενός μόνιμου ευρωπαϊκού μηχανισμού στήριξης ήταν ασαφείς και συνοδεύτηκαν από διαφωνίες για τους όρους και τις προϋποθέσεις ενεργοποίησης. Χαρακτηριστικές του κλίματος ήταν οι διαφωνίες για την απώλεια του δικαιώματος ψήφου στα ευρωπαϊκά συμβούλια για τις χώρες που θα κατέφευγαν στο μηχανισμό. Οι ανησυχίες αναζωπυρώθηκαν και από το προεκλογικό κλίμα των αυτοδιοικητικών εκλογών του Νοεμβρίου στην Ελλάδα με τις εύλογες καθυστερήσεις υλοποίησης των προδιαγραφών του Μνημονίου. Οι εξελίξεις στην Ιρλανδία επέτειναν τα προβλήματα. Η απαισιοδοξία δεν μετριάστηκε ούτε όταν οι Υπουργοί Οικονομικών το Νοέμβριο συμφώνησαν επί της αρχής ότι το ελληνικό δάνειο των €110 δις θα μπορούσε να παραταθεί ανάλογα με τους όρους του δανείου της Ιρλανδίας.

Το Δεκέμβριο του 2010, οι αξιολογικοί οίκοι ξεκίνησαν ένα νέο γύρο υποβαθμίσεων. Στις 3 Δεκεμβρίου, η Standard & Poor's ανακοίνωσε ότι μέσα στο επόμενο τρίμηνο πιθανόν να υποβαθμίσει κι άλλο την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδας, αν καταστεί σαφές ότι ο προτεινόμενος Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ESM) θα ευνοήσει τους δημόσιους πιστωτές σε βάρος των ιδιωτών που κατέχουν κρατικά ομόλογα.

Στις 16 Δεκεμβρίου, η Moody's έθεσε υπό αναθεώρηση για πιθανή υποβάθμιση την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας, βασιζόμενη στην αυξημένη αβεβαιότητα για την ικανότητα της χώρας να μειώσει το χρέος της – το οποίο είχε αναθεωρηθεί το Νοέμβριο^{xlix} σημαντικά προς τα πάνω - και την υστέρηση που παρατηρούνταν στα έσοδα του 2010. Ένας επιπλέον λόγος είναι η αμφισβήτηση της δυνατότητα επιβολής νέων περιοριστικών μέτρων της τάξης του 5% του ΑΕΠ το 2012-2014, που αναφέρεται στο Μνημόνιο.

Στις 21 Δεκεμβρίου 2010, η Fitch, ο μόνος από τους τρεις μεγάλους αξιολογικούς οίκους που ακόμα διατηρούσε την Ελλάδα σε αξιολόγηση εκτός κατηγορίας σκουπιδιών (investment grade), ανακοινώνει την προοπτική υποβάθμισης της Ελλάδας τον Ιανουάριο. Αυτό τελικά το πράττει στις 14 Ιανουαρίου 2011, υποβαθμίζοντας την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας κατά μια μόνο βαθμίδα, από BBB+ σε BB+ (junk bond). Αναγνωρίζει την μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή και τις σημαντικές μεταρρυθμίσεις που επιτεύχθηκαν το 2010, αλλά ισχυρίζεται ότι βασικός λόγος είναι η μακροχρόνια βιωσιμότητα των δημοσιονομικών, οι οικονομικές προοπτικές και η πολιτική βούληση της κυβέρνησης να φέρει σε πέρας τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις. Σημαντικός επιβαρυντικός παράγοντας παραμένει επίσης η αβεβαιότητα που επικρατεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο για τη διαχείριση της ευρύτερης ευρωπαϊκής κρίσης .

Νωρίτερα, το Σεπτέμβριο του 2010, **οι Buiter και Rahbari (2011)** σε άρθρο τους δεν ήταν αισιόδοξοι για την εξέλιξη της ελληνικής κρίσης. Ο **Collignon (2011)** στο δικό του άρθρο , εξετάζει την δυνατότητα επίλυσης κρίσεων, όπως η ελληνική, με την έκδοση ιδιωτικών ομολόγων της Ε.Ε. (ευρωομόλογου).

Βεβαίως, σταδιακά η κατάσταση έγινε ακόμα πιο δύσκολη, καθώς η κρίση παρόλες τις προσπάθειες μετακινήθηκε προς τις υπόλοιπες ευάλωτες οικονομίες της Ευρωζώνης.

Το κλίμα στην αγορά βελτιώθηκε από τα μέσα Ιανουαρίου και ιδιαίτερα στη διάρκεια των συναντήσεων του Νταβός στα τέλη **Ιανουαρίου του 2011**. Ευρωπαίοι αξιωματούχοι διέρρεαν ότι το ελληνικό δάνειο θα μπορούσε να παραταθεί στα 30 χρόνια, ότι ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας θα μπορούσε να εξαγοράσει μέρος του χρέους σε περίπου τιμές αγοράς και να το πουλήσει στη συνέχεια στην Ελλάδα ώστε έτσι η Ελλάδα να μειώσει το χρέος της, κλπ. Οι διαρροές μαζί με την επιτυχή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας Πειραιώς και την πώληση από τη Eurobank μεγάλου ποσοστού της θυγατρικής της στην Πολωνία, άρχισαν να ενισχύουν και το ελληνικό χρηματιστήριο.

3.8 Η μελλοντική πορεία του χρηματοοικονομικού συστήματος

Έχοντας ήδη περιγράψει το ιστορικό των κρίσεων τα τελευταία χρόνια, ας κάνουμε μια ανάλυση σχετικά με το μέλλον του χρηματοοικονομικού συστήματος, της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς και της Ευρωζώνης και της Ελλάδας ειδικότερα.

Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση, η οποία ακόμα δεν έχει οριστικά απομακρυνθεί, δημιούργησε ένα νέο και πολύ διαφορετικό χρηματοπιστωτικό τοπίο. Πέρα από τις τεράστιες αλλαγές στον αριθμό, το είδος και τον τρόπο λειτουργίας των επιμέρους χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων έκανε φανερή την ανάγκη δημιουργίας μιας νέας αρχιτεκτονικής στη δομή και κυρίως τον έλεγχο και την εποπτεία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η προσπάθεια να βρεθεί μια κοινή συνισταμένη για τη δημιουργία της νέας αυτής αρχιτεκτονικής ξεκίνησε δυνατά και προχώρησε αρκετά όσο η κρίση βρισκόταν στον αρχικό παροξυσμό της τα δύο πρώτα χρόνια. Αργότερα κάπως ατόνησε. Συνεχίζεται όμως, και έτσι δεν έχει χαθεί η ελπίδα ότι οι πολιτικές δυνάμεις στις επιμέρους χώρες θα μπορέσουν να καταλήξουν από κοινού σε ένα χρηματοοικονομικό πλαίσιο ικανό να διασφαλίσει τη σταθερότητα της παγκόσμιας ανάπτυξης.

Η κρίση αποκάλυψε με δραματικό τρόπο τα ευάλωτα και τρωτά σημεία του συστήματος. Στις κυριότερες αδυναμίες περιλαμβάνονται:

- (1) η λειτουργία ενός τεράστιου «σκιάδους» τραπεζικού συστήματος που, ενώ ήταν στενά συνδεδεμένο με το υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό σύστημα, λειτουργούσε ουσιαστικά χωρίς κανένα εποπτικό έλεγχο,
 - (2) ο ηθικός κίνδυνος από την λειτουργία «πολύ μεγάλων για να αφεθούν να χρεοκοπήσουν» (too big to fail),
 - (3) η αδυναμία αναγνώρισης συστημικών κινδύνων,
 - (4) η έλλειψη επαρκούς και αξιόπιστου πλαισίου εποπτείας και ελέγχου ιδίως μεγάλων χρηματοπιστωτικών ομίλων με διασυνοριακή παρουσία, και
 - (5) η ανυπαρξία ενός αποτελεσματικού μηχανισμού επίλυσης κρίσεων¹.
- Γενικότερα, η μεταρρύθμιση του διεθνούς χρηματοοικονομικού τομέα είναι αναγκαία, καθώς οι αποτυχίες των συστημάτων ελέγχου και εποπτείας ήταν, όπως είδαμε, ένας σημαντικός παράγοντας για την εκδήλωση της κρίσης.

Όπως ήδη προαναφέρθηκε, οι προσπάθειες μεταρρύθμισης του εποπτικού πλαισίου του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος συντονίζονται από την Ομάδα των 20 μεγαλύτερων κρατών (G-20) και ειδικότερα από το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (FSB), το οποίο αναφέρεται στην Ομάδα των G-20. Στα πλαίσια της ίδιας μεταρρυθμιστικής προσπάθειας, η Επιτροπή της Βασιλείας (Basel Committee on Banking Supervision ή BCBS) διαμορφώνει βελτιωμένους ρυθμιστικούς κανόνες, την αποκαλούμενη Βασιλεία III. Ταυτόχρονα, στις επιμέρους περιοχές του πλανήτη προχωρούν παράλληλες τοπικές ρυθμίσεις. Η ΕΕ-27, αντλώντας μαθήματα από την κρίση, έθεσε σε ισχύ ένα νέο πλαίσιο εποπτείας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος από τον Ιανουάριο του 2011. Αντίστοιχα, στις Η.Π.Α. ψηφίστηκε μια ριζική αναμόρφωση του κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου.

Οι μεταρρυθμίσεις που προωθεί το FSB έχουν ως στόχο τη δημιουργία ενός πιο πειθαρχημένου και λιγότερο υπερκυκλικού παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, το οποίο θα στηρίζει μια πιο ισορροπημένη και διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη. Το ζήτημα της υπερκυκλικότητας είναι πολύ σημαντικό¹¹

Στα ίδια πλαίσια, η Βασιλεία III, όπως προτάθηκε από την BCBS και πιο συγκεκριμένα από την εποπτεύουσα την BCBS, Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision (GHOS), περιλαμβάνει μέτρα με σκοπό τη βελτίωση της ικανότητας του τραπεζικού συστήματος να απορροφά τις επιπτώσεις μακροοικονομικών και πιστωτικών κρίσεων, τη βελτίωση της διαχείρισης κινδύνου, τη βελτίωση των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης και την ενίσχυση της διαφάνειας και της λογοδοσίας. Οι μεταρρυθμίσεις στοχεύουν στην αύξηση της αντοχής των χρηματοοικονομικών οργανισμών σε κρίσεις τόσο στο μικροοικονομικό επίπεδο – ανά τράπεζα – όσο και στο μακροοικονομικό επίπεδο, δηλαδή στην αναγνώριση και αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων και της υπερκυκλικότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό, στόχος είναι να επιτευχθεί ισορροπία μεταξύ αφενός του επιπέδου των κεφαλαίων που προωθεί τη μακροπρόθεσμη οικονομική σταθερότητα και ανάπτυξη και αφετέρου του κόστους και της αποτελεσματικότητας του τραπεζικού τομέα.

Το ευρύτερο πλαίσιο των προτάσεων της Βασιλείας III συμφωνήθηκε τον Σεπτέμβριο του 2009. Συγκεκριμένα μέτρα προτάθηκαν τον Δεκέμβριο του 2009. Η GHOS συγκεκριμενοποίησε τα κύρια σημεία του μεταρρυθμιστικού σχεδίου τον Ιούλιο του 2010 και οι τελευταίες λεπτομέρειες, καθώς και ο τρόπος μετάβασης από τη Βασιλεία II στη Βασιλεία III συμφωνήθηκαν και ανακοινώθηκαν τον Σεπτέμβριο του 2010.

Οι κύριες μεταβολές περιλαμβάνουν:

- i.** υψηλότερες και καλύτερης ποιότητας κεφαλαιακές απαιτήσεις,
- ii.** πιο περιοριστικό ορισμό του κεφαλαίου
- iii.** ενίσχυση του πλαισίου κεφαλαιακών απαιτήσεων ως προς την κάλυψη των κινδύνων, ιδίως του κινδύνου αντισυμβαλλομένου, προκειμένου να εξασφαλιστεί η συνολική κάλυψη κινδύνων
- iv.** πρόσθετα μέτρα για την αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων και κινδύνων σχετικών με την αντίληψη ότι το μεγάλο μέγεθος αποκλείει την πιθανότητα χρεοκοπίας
- v.** αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση της απορροφητικότητας ζημιών των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, για να μειωθεί ο ηθικός κίνδυνος
- vi.** έλεγχο της μόχλευσης, μέσω της κατάρτισης ενός απλού δείκτη
- vii.** εισαγωγή ενός νέου παγκόσμιου πλαισίου για τη ρευστότητα
- viii.** δυνατότητα απορρόφησης ζημιών πέρα από τα πρότυπα που ανακοινώθηκαν για τράπεζες που έχουν συστημική σημασία.

Στις επιμέρους χώρες, ενδιαφέρουσες είναι οι εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση και, κατά δεύτερο λόγο, στις Η.Π.Α. Τον Σεπτέμβριο του 2010, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, έπειτα από την επίτευξη συμφωνίας όλων των κρατών-μελών, υπερψήφισε ένα νέο εποπτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού τομέα, το οποίο τέθηκε σε ισχύ τον Ιανουάριο του 2011 (European Commission (2009a), (2009b), Council of the European Union (2010)). Ο Τριδήςμας (2011) παρουσιάζει μία άλλη πτυχή του ευρωπαϊκού μηχανισμού χρηματοπιστωτικής εποπτείας: την εξέλιξη της χρηματοπιστωτικής νομοθεσίας στο δίκαιο της ΕΕ, εντοπίζει τα βασικά χαρακτηριστικά της και εξετάζει επιλεκτικά την αντίδραση της ΕΕ στη χρηματοπιστωτική κρίση.

Το νέο πλαίσιο στην ΕΕ-27 αποτελείται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (European Systemic Risk Board, ESRB), και τρεις νέες εποπτικές αρχές (European Supervisory Authorities, ESA). Στο ESRB ανατίθεται η μακρο-προληπτική εποπτεία. Η κύρια αποστολή του ESRB θα είναι ο εντοπισμός, η παρακολούθηση και η αξιολόγηση των πιθανών κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην ΕΕ, που προκύπτουν από το μακροοικονομικό περιβάλλον, καθώς και από τις εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αν οποιοσδήποτε κίνδυνος φαίνεται να είναι σημαντικός, το ESRB θα εκδίδει προειδοποιήσεις και θα κάνει συστάσεις.

Το μικρο-επίπεδο προληπτικής εποπτείας **αναλαμβάνουν οι τρεις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές (ESAs):**

- i. European Banking Authority (EBA), με έδρα το Λονδίνο για την εποπτεία των τραπεζών,
- ii. European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), με έδρα τη Φρανκφούρτη για την εποπτεία των ασφαλιστικών εταιρειών και των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών ταμείων,
- iii. European Securities and Markets Authority (ESMA) με έδρα το Παρίσι για την εποπτεία χρηματιστηριακών και επενδυτικών εταιρειών, αλλά και με αρμοδιότητες για τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (Credit Rating Agencies).

Οι ESAs θα λειτουργούν ως δίκτυο και σε συγχρονισμό με τους υπάρχοντες εθνικούς επόπτες. Οι ESAs θα παρέχουν συντονισμό σε ευρωπαϊκό επίπεδο, ώστε να προωθήσουν την εναρμόνιση των κανονισμών, την αποτελεσματική και συνεπή εποπτεία και επιβολή των κανόνων. Οι ESAs δεν θα ασχολούνται με την καθημερινή εποπτική λειτουργία. Αυτή θα ασκείται από τους εθνικούς επόπτες, οι οποίοι βρίσκονται επιτόπου και έχουν και τη σχετική εξειδίκευση.

Οι ESAs θα έχουν τη δυνατότητα, μεταξύ άλλων:

- i. να ορίζουν συγκεκριμένους κανόνες για τους εθνικούς επόπτες και τα ΧΠΙ,
- ii. να επιβλέπουν την σωστή εφαρμογή των κανόνων από τους εθνικούς επόπτες,
- iii. να αναλαμβάνουν δράση σε επείγουσες καταστάσεις, ακόμα και απαγορεύοντας τη διάθεση συγκεκριμένων προϊόντων,
- iv. να διαιτητεύουν και να επιλύουν διαφορές μεταξύ εθνικών εποπτών.

Στην ΕΕ-27 θα δημιουργηθεί, επίσης, μία Κοινή Επιτροπή για τον συντονισμό των παραπάνω νέων εποπτικών αρχών. Πρέπει να τονιστεί ότι εναρμόνιση δεν σημαίνει υποχρεωτικά ότι η νομοθεσία σε όλες τις χώρες θα είναι ίδια, αλλά ότι θα ακολουθούν κάποιες βασικές κοινές αρχές. Η αναγνώριση και η εξάλειψη από τις εθνικές νομοθεσίες διαφορών που παραβιάζουν αυτές τις κοινές αρχές θα είναι μια μάλλον χρονοβόρα και δύσκολη άσκηση ισορροπίας. Οι ESAs θα παρέχουν τις τεχνικές προδιαγραφές για αυτή τη διαδικασία. Ένα κοινό ευρωπαϊκό σύνολο κανόνων θα παρέχει κοινή νομική βάση για την εποπτική λειτουργία των ESAs, διασφαλίζοντας σταθερότητα, ισότιμη μεταχείριση, μικρότερο κόστος κανονιστικής συμμόρφωσης και θα εξαλείφει την δυνατότητα κανονιστικού **arbitrage** ⁱⁱⁱ

Μεταρρυθμίσεις γίνονται και στις Η.Π.Α. Εκεί, τον Ιούλιο του 2010 ψηφίστηκε ο νόμος για τη μεταρρύθμιση της Wall Street και την προστασία των καταναλωτών (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), γνωστός ως Dodd- Frank από τα επίθετα των δύο πολιτικών που τον σχεδίασαν. Ο νόμος φέρνει αλλαγές στη δομή του εποπτικού και ελεγκτικού μηχανισμού του χρηματοοικονομικού τομέα στις Η.Π.Α. Η ψηφισή του φαίνεται να σταματάει και πιθανόν να αντιστρέφει μια πορεία αποκανονικοποίησης,^{liii} που ξεκίνησε την δεκαετία του 1980 και που λόγω της κρίσης θεωρήθηκε από το πολιτικό σύστημα στις Η.Π.Α. επιβλαβής για την οικονομία. Ο νόμος ορίζει ένα πολύ πιο ξεκάθαρο και τακτικό πλαίσιο άσκησης του εποπτικού ελέγχου από ό,τι ίσχυε μέχρι σήμερα.

Ο νόμος **Dodd- Frank**^{liv} αυξάνει τη διαφάνεια και ενισχύει τον έλεγχο και την εποπτεία στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα εκείνα που αυξάνουν το συστημικό κίνδυνο. Επεκτείνει το εύρος εφαρμογής των κανόνων και της εποπτείας συμπεριλαμβάνοντας φορείς και παράγοντες της αγοράς που μέχρι σήμερα δρούσαν εκτός του πλαισίου: επενδυτικούς συμβούλους, αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου (hedge funds), επενδυτικές τράπεζες, κ.ά. Με λίγα λόγια, θέτει υπό καθεστώς ελέγχου και εποπτείας το σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Επιβάλλει, επίσης, σε νέους και παλιούς εποπτικούς φορείς να υποβάλλουν αναφορές, ετήσιες ή και συχνότερες, στο Κογκρέσο για την πορεία των εργασιών τους. Η πλήρης εφαρμογή του νόμου θα απαιτήσει εύλογο χρονικό διάστημα, καθώς προϋποθέτει πλήθος αποφάσεων, μελετών και συμπληρωματικών διατάξεων.

Ο νόμος Dodd- Frank έχει και ορισμένες επιπτώσεις στον τρόπο λειτουργίας όλων των ομοσπονδιακών εποπτικών αρχών στις Η.Π.Α. Καταργεί έναν (Office of Thrift Supervision) και δημιουργεί αριθμό νέων καθώς και υπηρεσίες προστασίας του καταναλωτή. Από τους νέους φορείς, σημαντικό είναι το Financial Stability Oversight Council, που έχει ως σκοπό την αναγνώριση απειλών για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, κυρίως την παρακολούθηση του συστημικού κινδύνου, τόσο από χρηματοπιστωτικούς όσο και από μη-χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Συγχρόνως, το Office of Financial Research στο Υπουργείο Οικονομικών παρέχει διοικητική, τεχνική και ερευνητική υποστήριξη. Στους νέους οργανισμούς περιλαμβάνεται επίσης η Αρχή Ελεγχόμενης Χρεοκοπίας (Orderly Liquidation Authority) που θα εποπτεύει τις διαδικασίες ρευστοποίησης, τα οποία σήμερα δεν καλύπτονται από τις υπάρχουσες αρχές και οργανισμούς, όπως ασφαλιστικές εταιρείες και μη τραπεζικά. Ιδρύεται, επίσης, το Federal Insurance Office στο Υπουργείο Οικονομικών για την εποπτεία του ασφαλιστικού κλάδου, καθώς και Υπηρεσία Προστασίας Καταναλωτών (Bureau of Consumer Financial Protection) στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα.

Ο νόμος Dodd- Frank περιέχει σημαντικές προβλέψεις για τη διεύρυνση των μηχανισμών εποπτείας. Για πρώτη φορά εισάγονται κανόνες λειτουργίας και ελέγχου των **hedge funds** και άλλων παρόμοιων επενδυτικών σχημάτων. Εισάγει τον αποκαλούμενο κανόνα Volcker, που τηρουμένων των αναλογιών και λαμβάνοντας υπόψη ότι μιλάμε για διαφορετικές εποχές με δραματικά διαφορετικό τρόπο λειτουργίας των τραπεζών, προσομοιάζει στην παλιά νομοθεσία Glass-Steagall, για τον διαχωρισμό επενδυτικών και εμπορικών τραπεζών. Ο κανόνας **Volcker**^{lv} σκοπεύει στον περιορισμό συγκέντρωσης κινδύνων στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών, περιορίζοντας το ύψος των επενδύσεων των τραπεζών **σε hedge funds και private equity funds** στο

3% του Tier I κεφαλαίου των τραπεζών. Ο νόμος ενισχύει το κανονιστικό πλαίσιο και τον έλεγχο των εξωχρηματοπιστηριακών αγορών παραγώγων, συμπεριλαμβανομένων των Credit Default Swaps (CDS), και προωθεί την αλλαγή των αγορών αυτών σε οργανωμένες χρηματοπιστηριακές αγορές. Περιλαμβάνει, επίσης, αυστηρότερους κανόνες λειτουργίας των αξιολογικών οίκων (NRSROs) και νέο πλαίσιο.

3.9 Οι επιπτώσεις της πολιτικής των hedge funds στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ο όρος των hedge funds χρησιμοποιείται για να περιγράψει μια διαφορετική ομάδα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, οι οποίες παίζουν μαζί, όλο και σημαντικότερο ρόλο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η ταχεία αύξηση του αριθμού τους και τα περιουσιακά τους στοιχεία υπό διαχείριση, παρέχουν, ή δίνουν την εντύπωση ότι παρέχουν, σημαντική οικονομική αξία για τους επενδυτές που δεν είναι διαθέσιμα σε άλλα επενδυτικά οχήματα. Αν τα hedge funds αποδεικνύουν συνεχή αξία ως επενδυτικά οχήματα, με δεδομένο ότι, το σχετικά μικρό μερίδιο των αποταμιεύσεων του κόσμου που αντιπροσωπεύουν σήμερα, θα μπορούσαμε να δούμε, σημαντική περαιτέρω αύξηση τόσο στο συνολικό μέγεθος του κλάδου των hedge funds, όσο και τη σχετική σημασία του ρόλου τους στην χρηματοπιστωτικές αγορές.

Κατά τη συμβατική σοφία, τα hedge funds είναι πιο εμφανή, για τους αντιληπτούς κινδύνους, για το χρηματοπιστωτικό σύστημα από ό, τι για τη θετική συμβολή τους στην οικονομική λειτουργία των αγορών. Στην πραγματικότητα, όμως, **παρέχουν μια ποικιλία και μια πολύ θετική συμβολή** στο οικονομικό μας σύστημα.

Τα hedge funds παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαιτησία, μείωση ή την εξάλειψη κακής εκτίμησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Αποτελούν σημαντική πηγή ρευστότητας, τόσο σε περιόδους ηρεμίας όσο και σε περιόδους κρίσεων. Προσθέτουν βάθος και εύρος στις κεφαλαιαγορές μας. Με την ανάληψη κινδύνων, που διαφορετικά θα παρέμεναν στους ισολογισμούς των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, **παρέχουν μια σημαντική πηγή μεταφοράς των κινδύνων**^{lvi} και τη διαφοροποίηση.

Τα hedge funds δεν εκτελούν τα καθήκοντα αυτά, από μια αίσθηση ευγενούς σκοπού, βέβαια, αλλά σε περιόδους αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές, λειτουργούν σχετικά καλά στην απορρόφηση του σοκ και στην κατανομή των αποταμιεύσεων με τη μεγαλύτερη απόδοσή τους. Αυτά τα οφέλη είναι λιγότερο εμφανή από τα τραύματα που επιφέρουν στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε περιόδους κρίσης.

Τα hedge funds συνδυάζουν το κλασικό συνδυασμό παραγόντων που έχουν σχέση με τα θεσμικά όργανα και τυχόν οικονομικές διαφαινόμενες αναταραχές, και **γίνονται επίκεντρο στις χρηματοπιστωτικές αγορές.** Μπορούν να χρησιμοποιήσουν την υψηλή μόχλευση και μπορεί να είναι

ευάλωτα στις πιέσεις, και να ρευστοποιήσουν τα περιουσιακά στοιχεία γρήγορα, για να αποφύγουν σημαντικές απώλειες. Μπορούν να είναι ενεργά σε πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά μέσα, και να αξιολογούν τούς κινδύνους , *κάνοντας ανοίγματα* , πράγμα που είναι φοβερά δύσκολο. Επιπλέον, δεν υπόκεινται από τη δημοσιοποίηση ή κανονιστικές απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων, που ισχύουν για μια σειρά από άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Λειτουργούν σε μεγάλο βαθμό εκτός του πλαισίου απαιτήσεων των άλλων ιδρυμάτων, απαιτήσεις που καθορίζονται από τις ρυθμιστικές αρχές για την προστασία της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Είναι ο συνδυασμός της ικανότητας για την μόχλευση, η πολυπλοκότητα στην αξιολόγηση των κινδύνων που παρουσιάζουν, μαζί με την προφανή σημασία τους σε πολλές αγορές, που κάνει τα hedge funds μια σημαντική εστίαση της προσοχής από συστημική άποψη.

Για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής, οι ανησυχίες που συνδέονται με τα hedge funds κυμαίνονται από την προστασία των επενδυτών, με τις πρακτικές της αγοράς και τις δυνατότητες χειραγώγησης, με τις πιθανές συγκρούσεις και τη φήμη στους κινδύνους που ενέχουν, για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που συναλλάσσονται , και για τους πιθανούς κινδύνους για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος .

Θα επικεντρωθούμε στην τελευταία σειρά των ανησυχιών - εκείνων που συνδέονται με τον συστημικό κίνδυνο.

Μετά την αποτυχία της εταιρείας Long-Term Capital Management (LTCM) το 1998 και δεδομένου ότι τα hedge funds άρχισαν να αποκτούν όλο και σημαντικότερη παρουσία στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, εντάθηκαν οι ανησυχίες από την πλευρά διάφορων policy-makers για την πιθανή πρόκληση συστημικού κινδύνου εξαιτίας τους. Ο συστημικός κίνδυνος αφορά στον κίνδυνο της αστάθειας σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, σε αντίθεση με την αστάθεια μιας και μόνο εταιρείας. Ο κίνδυνος μπορεί να προκύψει μετά από ένα αποσταθεροποιητικό γεγονός ή γεγονότα που επηρεάζουν μια ομάδα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που συνδέονται μεταξύ τους μέσω της επενδυτικής τους δραστηριότητας.

Αυτές οι συστημικές ανησυχίες, έχουν δύο διαστάσεις:

Πρώτη είναι η πιθανότητα, ότι η **συμπεριφορά των hedge funds σε περιόδους πίεσης της αγοράς θα μπορούσαν να οξύνουν αντί να αμβλύνουν το σοκ**. Να προκαλέσουν μεγαλύτερες κινήσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, ή να προκαλέσουν ευρύτερη βλάβη στη λειτουργία των αγορών, όταν αυτό είναι πιο σημαντικό για τα ίδια , ώστε να λειτουργούν καλά αποφέροντας μεγάλα κέρδη.

Δεύτερη , είναι η πιθανότητα, ότι η **αποτυχία ενός μεγάλου των hedge funds, ή ομάδα των κεφαλαίων, θα μπορούσε να βλάψει σημαντικά τη**

βιωσιμότητα ενός μεγάλου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Τόσο μέσω της άμεσης έκθεσης του ταμείου του, όσο και σε ζημιές που προκύπτουν από τον αντίκτυπο, των άλλων κινδύνων της αγοράς, στην οποία είναι εκτεθειμένα. Η αποτυχία ενός hedge fund ενδέχεται να προκαλέσει διαταραχή στις αγορές με έμμεσο τρόπο, κάτι που σύμφωνα με το **Basle Committee** προκαλεί εντονότερη ανησυχία από το πρώτο ενδεχόμενο. Σύμφωνα με τον **Timothy Geithner**, πρώην πρόεδρο της **Federal Reserve Bank of New York**, αυτό που χαρακτηρίζει την δυναμική των οικονομικών κρίσεων είναι ο συνδυασμός μιας απότομης ανόδου στην αντίληψη κινδύνου και των επακόλουθων κινήσεων από την πλευρά των επενδυτών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, για να μειώσουν την έκθεσή τους σε πιθανές μελλοντικές απώλειες, όπως η μείωση των θέσεων τους, η ειδοποίηση περιθωρίου και κινήσεις αντιστάθμισης περαιτέρω απωλειών, με αποτέλεσμα να προκαλούνται ακόμη μεγαλύτερες πτώσεις στις τιμές και να ενισχύεται περαιτέρω η αντίληψη κινδύνου, κάτι που μεγεθύνει τις επιπτώσεις του αρχικού σοκ.

Οι ανησυχίες αυτές, υπήρχαν πριν από τα γεγονότα που σχετίζονται με το Long-Term Capital Management (LTCM)^{lvii} το 1998, αλλά το επεισόδιο αυτό, είναι ένα ισχυρό παράδειγμα των δύο συνολικά κινδύνων, καθώς και πώς η **διάβρωση της πειθαρχίας αντισυμβαλλομένου μπορεί να μεγεθύνει τους κινδύνους αυτούς.** (*Στην υπόθεση LTCM, 17 αντισυμβαλλόμενοι, κυρίως τράπεζες, θα είχαν υποστεί απώλειες 3-5 δις. δολαρίων εάν η LTCM δεν είχε διασωθεί από ομάδα των αντισυμβαλλομένων της*)

Στον απόηχο της υπόθεσης LTCM, το **Basle Committee** εντόπισε αρκετούς λόγους για τους οποίους τα hedge funds μπορεί να αποτελέσουν πηγή κινδύνου για τις χρηματοοικονομικές αγορές:

α) η χρήση μόχλευσης συνεπάγεται ότι τα hedge funds μπορούν να επιτείνουν τις κινήσεις της αγοράς σε περίπτωση που υποχρεωθούν να πουλήσουν τίτλους για να καλύψουν την ειδοποίηση περιθωρίου,

β) τα hedge funds συνήθως λαμβάνουν παρόμοιες θέσεις και συνήθως επενδύουν σε δύσκολα ρευστοποιήσιμους τίτλους, με αποτέλεσμα να επιτείνεται περαιτέρω το forced selling,

γ) το φαινόμενο ενισχύεται όταν οι traders/brokers που προχωρούν σε ειδοποίηση περιθωρίου προτρέχουν των hedge funds,

δ) πολλά hedge funds έχουν μικρή διάρκεια ζωής, κάτι που σημαίνει ότι εστιάζουν σε βραχυπρόθεσμες στρατηγικές που συνδυάζονται με υψηλότερο ρίσκο.

Πόσο σημαντικοί είναι οι κίνδυνοι αυτοί σήμερα; Αυτό δεν είναι ένα ερώτημα που μπορεί να απαντηθεί με ένα σαφές σύνολο των γεγονότων . Και φυσικά, το πως το χρηματοπιστωτικό σύστημα ανταποκρίνεται σε μια κρίση, είναι ουσιαστικά εξαρτώμενο, από τη φύση της εκδήλωσης.

Υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που εξετάζονται για να απαντηθεί αυτό το ερώτημα:

- Ο αριθμός των hedge funds, καθώς και το **σύνολο του ενεργητικού τους υπό διαχείριση που έχουν αυξηθεί δραματικά** από το 1998, πολύ πιο γρήγορα από ό, τι συνολικά τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Αν και εξακολουθούν να αντιπροσωπεύουν, ένα σχετικά μικρό μερίδιο των συνολικών χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων, παίζουν σημαντικό ρόλο σε ορισμένα τμήματα της αγοράς. Η συνολική έκθεση των μεγάλων τραπεζικών και μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών για τα hedge funds ως μια ομάδα, μπορεί να είναι μεγαλύτερη σήμερα, αλλά η έκθεση είναι σίγουρα πιο διαφοροποιημένη σε σχέση με το 1998^{lviii}. Οι συμμετέχοντες στην αγορά, φαίνεται να πιστεύουν, ότι η μέση μόχλευση στην κοινότητα των hedge funds, και η έκταση της μόχλευσης για την μεγαλύτερη μόχλευση αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου, είναι χαμηλότερο από το 1998, αλλά σαφώς, είναι δύσκολο, να αξιολογήσουν τα ζητήματα αυτά με ακρίβεια.
- Σε γενικές γραμμές, η **ποιότητα της διαχείρισης κινδύνων** από τους αντισυμβαλλομένους με αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου , έχει βελτιωθεί σημαντικά από το 1998. Αυτό είναι σημαντικό, δεδομένου ότι, αποκάλυψε τα κενά στην πρακτική της αγοράς σε εκείνο το σημείο.
- Τα τμήματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος που συνδέονται με τις τράπεζες, έχουν αυξηθεί σημαντικά σε απόλυτους όρους - δηλαδή, οι μεγάλοι μεσάζοντες hedge funds είναι σημαντικά περισσότεροι και μεγαλύτεροι στο ενεργητικό τους από ό, τι το 1998. Ωστόσο, όταν το τραπεζικό κεφάλαιο, μετράται σε σχέση με τον κίνδυνο από τις δραστηριότητες που πρόκειται να στηρίξει, τα αποτελέσματα, δεν διαφέρουν σημαντικά από τα επίπεδα του 1998. Η **ικανότητα** για κέρδη, των μεγαλύτερων ιδρυμάτων έχει αυξηθεί σημαντικά και σε ορισμένες περιπτώσεις, η **μεταβλητότητα των κερδών** έχει μειωθεί, με την αύξηση της εμβέλειας των δραστηριοτήτων τους.
- Η υποδομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι ισχυρότερη και φαίνεται σε καλύτερη θέση να χειριστεί πολύ **μεγαλύτερο όγκο**, Αυτό σημαίνει, ότι το σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού, αποτελεί σημαντική πηγή ανθεκτικότητας σε περιόδους στρες.

Σύμφωνα με τους **Chan, Getmansky, Haas** και Lo, τα hedge funds ενέχουν συστημικό κίνδυνο λόγω των διαφορών στο προφίλ ρίσκου/απόδοσης που

παρουσιάζουν από τις παραδοσιακές επενδύσεις. Υποστηρίζουν ότι από την κρίση του 1998 αναδύονται δύο βασικά θέματα: η σημασία της ρευστότητας και το απρόβλεπτο των συσχετίσεων (correlations) μεταξύ εργαλείων και χαρτοφυλακίων που θεωρούνταν ασύνδετα. Επειδή πολλά hedge funds χρησιμοποιούν μόχλευση, οι θέσεις τους είναι συχνά πολύ μεγαλύτερες από τις εγγυήσεις (collateral) που στηρίζουν αυτές τις θέσεις. Η μόχλευση λειτουργεί ως μεγεθυντικός φακός που μεγεθύνει ευκαιρίες μικρού κέρδους σε μεγαλύτερες, αλλά και μικρότερες απώλειες σε μεγαλύτερες απώλειες. Δυσμενείς, όμως αλλαγές στις τιμές της αγοράς, που μειώνουν την αγοραία αξία της εγγύησης μπορούν να οδηγήσουν στη ρευστοποίηση μεγάλων θέσεων σε μικρό διάστημα, η οποία μπορεί να προκαλέσει χρηματοοικονομικό πανικό. Επομένως, όταν πολλά hedge funds αντιμετωπίζουν την ίδια κατάσταση σε μία δεδομένη στιγμή, αυτό μπορεί να προκαλέσει μία παγκόσμια οικονομική κρίση, κι αυτό είναι συστημικός κίνδυνος.

Ωστόσο, οι ισχυρισμοί ότι τα hedge funds ενέχουν συστημικό κίνδυνο δεν τυγχάνουν ευρείας αποδοχής. Ο οικονομικός συγγραφέας **Sebastian Mallaby** θεωρεί ότι τα hedge funds έχουν την τάση να είναι «αρκετά μικρά για να καταρρεύσουν», δεδομένου ότι τα περισσότερα είναι σχετικά μικρά σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία που διαχειρίζονται, και συνήθως λειτουργούν με χαμηλή μόχλευση, περιορίζοντας έτσι τη δυνητική βλάβη στο οικονομικό σύστημα, εάν κάποιο από αυτά αποτύχει. Οι **Ferguson και Laster** θεωρούν ότι συνολικά τα hedge funds παρέχουν ρευστότητα και σταθερότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ενισχύοντας τις τιμές περιουσιακών στοιχείων των οποίων οι αξίες έχουν σημειώσει απότομη πτώση, συμβάλλοντας με αυτόν τον τρόπο στον περιορισμό του συστημικού κινδύνου.

Μελέτη της βρετανικής ρυθμιστικής αρχής Financial Services Authority (FSA) το 2010 κατέληξε ότι δεν υπάρχουν αποδείξεις πως τα hedge funds ενέχουν συστημικό κίνδυνο για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Σημειώνει ότι οι τράπεζες δεν εμφανίζουν συγκεντρωμένη έκθεση στα hedge funds και επίσης ότι τα hedge funds χρησιμοποιούν χαμηλή μόχλευση, με αποτέλεσμα κανένα hedge fund από μόνο του να μην ενέχει σημαντικό συστημικό κίνδυνο για το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Γνώμη πολλών είναι , ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ καθώς και της Ευρώπης, είναι πολύ ισχυρότερο, από ότι πριν μια δεκαετία. Έχει αποδειχθεί, ότι είναι αρκετά ισχυρό για την αντιμετώπιση μιας σειράς από σημαντικά (όπως πρόσφατα) ανεπιθύμητες ενέργειες. Και υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι τα hedge funds έχουν συμβάλει και συμβάλουν σε αυτή την ανθεκτικότητα, όχι μόνο στη γενική συνεισφορά που παρέχουν από την ανάληψη κινδύνου, αλλά ως **πηγή ρευστότητας σε περιόδους στρες** και

αύξηση της αποστροφής κινδύνου, στο υπόλοιπο του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Και όμως, τα hedge funds, παρουσιάζονται ακόμη, ως **πηγή δυνητικού κινδύνου**, για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η φύση των κινδύνων αυτών, αξίζει να επανεκτιμάται, δεδομένης της ταχείας ανάπτυξης στον τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου. Η αυξημένη πολυπλοκότητα των αλληλεπιδράσεων με τους μεγαλύτερους εμπόρους, και οι ανησυχίες, σχετικά με ανωμαλίες στις πρακτικές διαχείρισης κινδύνου και πρόσφατα, η διάβρωση της ποιότητας του αντισυμβαλλομένου σε πειθαρχία, επηρεάζει όλο τον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Πώς μπορούν αυτοί οι κίνδυνοι να μετριαστούν καλύτερα στην πράξη; Ας σχολιάσουμε το φάσμα των δυνατών επιλογών, που σταματούν λίγο πριν από την άμεση ρύθμιση προληπτικής εποπτείας, με τη μορφή ιδίων κεφαλαίων ή μόχλευσης, που δεν θεωρήθηκε απαραίτητο, ή επιθυμητό βήμα μέχρι σήμερα στα πλαίσια του επίσημου τομέα στις Ηνωμένες Πολιτείες, και δεν είναι στον ορίζοντα.

Οι επενδυτές σε αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, έχουν άμεσο συμφέρον, να διασφαλίσουν, ότι είναι καλή η διαχείριση. Μια πιο οξυδερκή και διορατική προσέγγιση, από τους επενδυτές σε αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, θα πρέπει να βοηθήσει να μειωθεί ο κίνδυνος της αποτυχίας από ένα μεγάλη ταμείο. Το αυξανόμενο μερίδιο των θεσμικών χρημάτων, που διατίθενται για τα hedge funds και ο αυξανόμενος ρόλος των funds of funds, θα μπορούσε να βοηθήσει στην ενίσχυση της ικανότητας, της τάξης των επενδυτών, για την παροχή μιας τέτοιας πειθαρχίας της αγοράς, ιδίως εάν αυτοί οι τύποι των επενδυτών, αναλάβουν, πιο εκτεταμένη δέουσα επιμέλεια.

3.10 Ψήφο εμπιστοσύνης στις αναδυόμενες αγορές δίδουν τα hedge funds

Ολοένα και ισχυρότερη ψήφο εμπιστοσύνης δίδουν στις αναδυόμενες αγορές τα μεγαλύτερα hedge funds του κόσμου, ενώ ταυτόχρονα συνεχίζουν να **αποσύρονται άρον άρον από την Ευρώπη και την Ελλάδα**, υπό το βάρος των ανησυχιών για τη διογκούμενη κρίση χρέους που μαστίζει την Ευρωζώνη.

Ενδεικτικό είναι πως ενώ το 2007 στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται περί τους 4.200 ξένοι επενδυτές (εκ των οποίων 2.100 ήταν funds και οι υπόλοιποι άλλοι ξένοι θεσμικοί οίκοι), σήμερα, 5 χρόνια μετά, ο αριθμός αυτός έχει μειωθεί δραστικά στους 1.800.

Σήμερα οι επενδύσεις των hedge funds στην Ελλάδα δεν ξεπερνούν τις 100. Αντίθετα, ολοένα και περισσότερα funds στρέφονται στις αναδυόμενες οικονομίες, όπου και διαβλέπουν σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Μάλιστα, να σημειωθεί εδώ πως, στη διάρκεια του δεύτερου τριμήνου του 2012, ο αριθμός των hedge funds που στράφηκαν στις αναδυόμενες αγορές ανήλθε σε ιστορικό υψηλό, παρά τη συντηρούμενη μεταβλητότητα στα διεθνή χρηματιστήρια.

Σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία που έχουν δει το φως της δημοσιότητας, στα τέλη του δεύτερου τριμήνου, στις αναδυόμενες αγορές δραστηριοποιούνταν συνολικά 1.073 funds, αριθμός που αντιστοιχεί στο 14% επί του συνόλου των hedge funds του κόσμου. **Σε σχέση με τα επίπεδα του 2011 πρόκειται για μια αύξηση της τάξης του 3,5%.**

3.11 Θέλουν τα hedge funds τη χρεωκοπία της Ελλάδος ?

Τα hedge funds, έθεσαν ένα στρατηγικό στόχο ρισκάροντας λίγα ,με στόχο να κερδίσουν πολλά ,να διαμορφώσουν τις συνθήκες ώστε η Ελλάδα να οδηγηθεί σε τεχνικό default σε τεχνική στάση πληρωμών. Έτσι , πριν από τον Ιανουάριο του 2010, όταν πλέον ήταν ορατό , για το προς τα πού πήγαινε η κατάσταση με την ελληνική οικονομία, τα hedge funds, ξεκίνησαν τις μαζικές αγορές των ελληνικών CDSs ,σε χαμηλές τιμές , υποθέτοντας ότι σύντομα οι αγορές θα έβλεπαν τα προβλήματα του χρέους και θα στρέφονταν στα CDSs για να προστατευθούν, Δηλαδή , είχαν κάθε συμφέρον να δουν την Ελληνική κρίση , να γιγαντώνεται, ώστε να πουλήσουν τα CDSs σε δεκαπλάσιες τιμές στους πανικόβλητους επενδυτές.

Το καλοστημένο αυτό σχέδιο, το οποίο βρίσκεται σε εξέλιξη από το καλοκαίρι του 2009 , ήθελε να οδηγήσει την Ελλάδα στα όρια της πιστωτικής ασφυξίας και της αδυναμίας να δανεισθεί , **επιτεύχθηκε 100%.**

Η Ελλάδα , προσέφυγε στον μηχανισμό στήριξης , αλλά ταυτόχρονα ανακοίνωνε ότι θα αναδιαρθρώσει το χρέος της ,είτε επιμηκύνοντας χρονικά την αποπληρωμή ομολόγων, είτε απομειώνοντας το λεγόμενο **haircut** , χρωστάς 100 ευρώ επιστρέφεις τα 70 ευρώ.

Τα hedge funds με ένταση , σχεδιασμό επιθυμούν το τεχνικό default και σε καμία περίπτωση το οικιοθελές καθώς σε αυτή την περίπτωση δεν πληρώνονται τα CDS.

Ο στόχος είναι απλός. Το κερδοσκοπικό κεφάλαιο, που αγόρασε CDS προστασία έναντι κινδύνου χώρας, είχε ένα στρατηγικό στόχο, ή να εκτοξευτούν τα CDS και να υποχρεωθούν οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές να αγοράσουν CDS ,άρα θα πουλούσαν τα hedge funds που ελέγχουν

κατά βάση αυτή την αγορά άρα θα κερδίσουν από την πώληση, ή να εκτοξεύσουν τα CDS με στόχο την τεχνική χρεοκοπία της χώρας.

Σε περίπτωση που η Ελλάδα ανακοίνωνε επαναδιαπραγμάτευση χρέους μέσω επιμήκυνσης του χρόνου αποπληρωμής όλα τα hedge funds δεν θα δechόντουσαν συναινετική επαναδιαπραγμάτευση.

Το Dubai προχώρησε σε συναινετική επαναδιαπραγμάτευση και έτσι δεν πληρώθηκαν τα CDS.

Τα hedge funds στόχευαν, να οδηγήσουν την Ελλάδα να λάβει την απόφαση να προχωρήσει σε επαναδιαπραγμάτευση χρέους.

Αν συνέβαινε αυτό τα CDS πληρώνονται συνήθως με την διαδικασία του cash settlement μέσω της εκκαθάρισης ή μέσω της παράδοσης ομολόγου στην υποκείμενη αξία.

Δηλαδή σε μια υποθετική περίπτωση επαναδιαπραγμάτευσης χρέους ένα hedge funds με θέσεις στα CDS πως θα κινηθεί, επειδή σε μια τέτοια ανακοίνωση οι τιμές των ομολόγων θα καταρρεύσουν, θα αγοράσει ένα ομόλογο στις 50 μονάδες και θα απευθυνθεί στον αρχικό πωλητή των CDS ,από όπου αγόρασε το ασφάλιστρο έναντι ρίσκου χώρας και θα ζητήσει την υποκείμενη αξία δηλαδή το 100, άρα θα έχει αγοράσει ένα ομόλογο π.χ. τοποθετώντας 50 εκατ ευρώ και θα λάβει από τον αντισυμβαλλόμενο 100 εκατ ευρώ.

Με την διαδικασία του cash settlement, της εκκαθάρισης, απλά πληρώνεται η διαφορά μεταξύ τρέχουσας αξίας ενός ομολόγου και της αρχικής τιμής. Ουσιαστικά πρόκειται για υπερκέρδη καθώς εκτιμάται ότι αν η Ελλάδα προχωρούσε σε επαναδιαπραγμάτευση χρέους οι ξένοι θα μπορούσαν να επιτύχουν κέρδη ίσως και πάνω από 10 δις.

Αυτό όμως αποτελεί το καλό σενάριο για τα hedge funds τα οποία ανησυχούν κυρίως μήπως ο μηχανισμός αποτρέψει τον σχεδιασμό τους.

Η Ελλάδα δανείζεται τελικά από τον μηχανισμό στήριξης και έτσι μετατίθεται για το μέλλον η επαναδιαπραγμάτευση του χρέους.

Όμως, το πιο ανησυχητικό από όλα είναι ότι , σε όλα τα desk των μεγάλων τραπεζών, συζητείται ακόμη , όχι αν θα υπάρξει επαναδιαπραγμάτευση , **αλλά ο τρόπος και η μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί.**

Πρακτικά, αυτό σημαίνει ότι στο εξωτερικό, θεωρούν δεδομένη την επαναδιαπραγμάτευση και αυτό είναι το κυριότερο πρόβλημα. Τα hedge funds, είναι το ένα μεγάλο πρόβλημα , το άλλο και ακόμη μεγαλύτερο, είναι όταν ένας ξένος γνωρίζει ότι η Ελλάδα θα

προχωρήσει σε επαναδιαπραγμάτευση **δεν θα αγοράσει ελληνικά ομόλογα σε καμία περίπτωση.**

3.12 Τα hedge funds στοιχηματίζουν εναντίον του ευρώ

Μεγάλα στοιχήματα εναντίον του ευρώ, των ευρωπαϊκών τραπεζών και των κρατικών ομολόγων χωρών του πυρήνα της Ευρωζώνης, αλλά και της περιφέρειας, έχουν βάλει hedge funds. Οι κινήσεις τους είναι σχεδιασμένες έτσι ώστε να επωφεληθούν από το κλίμα που έχει δημιουργηθεί στις διεθνείς αγορές, μετά τις εκλογές σε Γαλλία και Ελλάδα. *«Αμφότερες οι εξελίξεις θα εισπραχθούν από τις αγορές ως ρευστές για την Ευρωζώνη. Και παρά το γεγονός ότι έχουν ήδη επηρεάσει αρνητικά το κοινό νόμισμα και τα κρατικά χρεόγραφα, δεν έχουν πλήρως προεξοφληθεί»*, εξηγεί βετεράνος chief dealer ελληνικής τράπεζας.

Ηδη το ευρώ έχει υποχωρήσει περισσότερο από 12% από τις αρχές του 2012 έναντι του δολαρίου, καθώς όχι μόνο hedge funds, αλλά και διαχειριστές θεσμικών χαρτοφυλακίων πωλούν θέσεις τους στο νόμισμα, αλλά ακόμα και σε κρατικά ομόλογα του πυρήνα.

Πριν από μερικές μέρες, ο δισεκατομμυριούχος επενδυτής και επικεφαλής ενός από τα μεγαλύτερα hedge funds παγκοσμίως, ο Τζον Πόλσον, ενημέρωσε τους επενδυτές του ότι έχει αρχίσει να ποντάρει σε πτώση των τιμών ακόμα και των γερμανικών ομολόγων.

«Οι κερδοσκοπικές επιθέσεις σε τίτλους όπως της Γερμανίας, της Ολλανδίας και της Φινλανδίας θα πρέπει να θεωρούνται βέβαιες, καθώς υπάρχει μια ομάδα διαχειριστών που εκτιμά πως οι διαφορές στις αποτιμήσεις των ομολόγων αυτών σε σχέση με την υπόλοιπη Ευρωζώνη είναι αδικαιολόγητες από τα θεμελιώδη μεγέθη τους, με δεδομένη μάλιστα και την ύφεση στην οποία έχει εισέλθει η Ευρώπη», τονίζει Έλληνας treasurer μεγάλης ιδιωτικής τράπεζας.

Τα αποτελέσματα των ελληνικών εκλογών εμπεριέχουν το εύρος της ρευστότητας που είναι ικανή να ανησυχήσει όσους μακροπρόθεσμους επενδυτές δεν έχουν ακόμη περιορίσει τις θέσεις τους στο ευρώ και στα αποτιμημένα σε αυτό χρεόγραφα. Με την αλλαγή της πολιτικής σκηνής στην Γαλλία, όπως συμβαίνει σε ανάλογες περιπτώσεις, η ισοτιμία ευρώ-δολαρίου κινήθηκε απότομα ,προς την περιοχή του 1,20 δολαρίου ανά κοινό νόμισμα από τα τρέχοντα επίπεδα του 1,31 με 1,32, στα οποία και διαπραγματευόταν το Φεβρουάριο (2012)

Στη **Nomura**,^{lix} στο Λονδίνο, διέβλεπαν, τη *«διόλου αμελητέα πιθανότητα να δρομολογηθούν φυγόκεντρες τάσεις στην περιφέρεια της Ευρώπης και να αποσύρουν την οικονομική στήριξη που παρέχουν οι χώρες του Βορρά»*.

Στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, η Goldman Sachs, στις εκτιμήσεις της για το αποτέλεσμα των ελληνικών εκλογών , επισημαίνει πως *«πολλά παραμένουν έωλα, όπως η αποφασιστικότητα για μεταρρυθμίσεις, η*

αποτελεσματικότητα της κυβέρνησης, η σύνθεση του υπουργικού συμβουλίου, οι τεχνοκρατικές δεξιότητές του και, κυρίως, η απουσία ενός προσυμφωνημένου προγραμματικού σχεδίου».

Τα στοιχήματα των hedge funds εναντίον της Ευρωζώνης έχουν κλιμακωθεί σημαντικά από τις αρχές του έτους.

Είναι χαρακτηριστικό πως το αμερικανικό Barnegat fund έχει σημειώσει κέρδη της τάξης του 18%, από την αρχή του έτους, εκμεταλλευόμενο τις ασυμμετρίες στις αποτιμήσεις κρατικών ομολόγων χωρών όπως η Ιταλία. Και αυτό διότι παρατηρούνται ολοένα και περισσότερες καταστάσεις, όπου ιδίων χαρακτηριστικών κρατικά ομόλογα μιας χώρας είναι διαφορετικά αποτιμημένα εξαιτίας των παρεμβάσεων της ΕΚΤ ή των κινήσεων ευρωπαϊκών τραπεζών.

Το **Obsidian**, ένα από τα hedge funds που λειτουργούν κάτω από την ομπρέλα της γνωστής πλέον και στην Ελλάδα **Blackrock**^{lx} έχει σημειώσει κέρδη της τάξης του 13,5%, μέχρι στιγμής, το 2012.

3.13 Hedge funds και Ελληνικά ομόλογα

Σύμφωνα με αναφορές του Bloomberg^{lxi}, τρία μεγάλα hedge funds που έχουν αγοράσει ελληνικά ομόλογα είναι το **Saba Capital Management**, με ιδρυτή του τον πρώην trader της Deutsche Bank Μπαζ Βαϊνστάιν, το **York Capital Management** του Τζέιμι Ντινάν, και τα δυο τους με έδρα τη Νέα Υόρκη και το **CapeView Capital** με έδρα το Λονδίνο. Αυτά τα τρία hedge funds έχουν μαζέψει ελληνικά ομόλογα από τη δευτερογενή αγορά ενόψει της συμφωνίας ανταλλαγής σε πολύ χαμηλές τιμές και έχουν αγοράσει ασφάλεια.

Κι ενώ στόχος της Ευρωζώνης είναι η συμφωνία ανταλλαγής του ελληνικού χρέους να είναι εθελοντική, ώστε να μην ενεργοποιηθούν τα συμβόλαια ασφάλισης έναντι κινδύνου πτώχευσης, τα hedge funds φαίνεται απίθανο να συμφωνήσουν σε κάτι τέτοιο. Κάποιες αρνήσεις είναι αναμενόμενες, εκτιμούν πηγές του Λονδίνου. Ο κλάδος των hedge funds χωρίζεται σε εκείνους που το παλεύουν ως το τέλος και σε εκείνους που αναζητούν απλά την καλύτερη τιμή και μετά πάνε αλλού – οπότε το θέμα είναι τι τιμή θα δώσεις.

Πράγματι, τα hedge funds που έχουν αγοράσει ελληνικά ομόλογα δεν έχουν σοβαρά κίνητρα να δεχτούν το PSI και θα επιδιώξουν την πλήρη αποπληρωμή των τίτλων που κατέχουν. Αν η Ελλάδα αρνηθεί να αποπληρώσει το σύνολο, τότε θα επιδιώξουν την ενεργοποίηση των CDS, προκειμένου να πάρουν τα λεφτά τους στο ακέραιο.

Η Ευρώπη όμως, με επικεφαλής τον πρώην πρόεδρο της ΕΚΤ Ζαν Κλοντ Τρισέ, είχε προσπαθήσει από την αρχή να αποφύγει πάση θυσία μια ελληνική χρεοκοπία που θα προκαλούσε αυτό που ονομάζεται 'πιστωτικό γεγονός', ενδεχομένως και γιατί η ενεργοποίηση των CDS θα μπορούσε να ενθαρρύνει τα hedge funds να αυξήσουν τα στοιχήματα τους απέναντι στις άλλες χώρες του ευρωπαϊκού Νότου, δηλαδή την Ιταλία, την Πορτογαλία και την Ισπανία, επιδεινώνοντας την κρίση χρέους και τη 'μόλυνση'. Τον Οκτώβριο του 2011 βέβαια, η Γερμανίδα καγκελάρια Αγγέλα Μέρκελ και ο Γάλλος πρόεδρος Νικολά Σαρκοζί έπεισαν τις ευρωπαϊκές τράπεζες να αποδεχτούν την ανταλλαγή των ελληνικών τίτλων τους, με νέους, που θα έχουν πολύ μακρύτερη διάρκεια αποπληρωμής και χαμηλότερο επιτόκιο στο πλαίσιο μιας συμφωνίας που θα στοχεύει στη μείωση του ελληνικού χρέους και στην ανακοπή της κρίσης που ταλαιπωρεί την Ευρώπη εδώ και δύο χρόνια.

Το ελληνικό χρέος σήμερα βρίσκεται στα 355 δις ευρώ, εκ του οποίου **το ένα τρίτο κατέχουν οι επίσημοι πιστωτές, δηλαδή η ΕΚΤ, η Ευρωπαϊκή Ένωση και το ΔΝΤ**. Η συμφωνία ανταλλαγής αφορά το υπόλοιπο 200 δις ευρώ του ελληνικού χρέους που βρίσκεται κυρίως στα χέρια των ευρωπαϊκών τραπεζών. Σύμφωνα με την **Open Europe**^{lxii} όμως, άλλα 80 δις ευρώ βρίσκονται στα χέρια ασφαλιστικών, κρατικών επενδυτικών εταιρειών και hedge funds από τις ΗΠΑ και το Λονδίνο.

Σύμφωνα με έκθεση της **Barclays**^{lxiii} η ΕΚΤ έχει αγοράσει ελληνικά ομόλογα ύψους 36 δις ευρώ από το 2010 και βεβαίως υποστηρίζει ότι η

αποκαλούμενη 'συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα' που σημαίνει την επιβολή ζημιών στους ιδιώτες πιστωτές δεν περιλαμβάνει τους ευρωπαϊκούς θεσμούς και τα κράτη.

«Η θέση μας δεν έχει μεταβληθεί. Το PSI αφορά εξ ορισμού τον ιδιωτικό τομέα. Εμείς δεν συμμετέχουμε σε αυτές τις διαπραγματεύσεις» τονίζει ο αντιπρόεδρος της ΕΚΤ.

«Τα hedge funds ωστόσο δεν πρόκειται να ανταλλάξουν τα ελληνικά τους ομόλογα με νέα όσο η ΕΚΤ αρνείται να συμμετάσχει στο PSI, και τούτο επειδή είναι νομικά δύσκολο για ένα κράτος να κάνει στάση πληρωμών σε έναν ομολογιούχο του ενώ θα συνεχίζει κανονικά την αποπληρωμή ενός άλλου», δήλωσε ο **Αντρέας Κούτρας**, αναλυτής του InTouch Capital Markets στο Bloomberg.

Επομένως τα hedge funds έχουν αρκετές πιθανότητες να αποπληρωθούν τα ομόλογά τους στην ονομαστική τους αξία, ιδίως οι τίτλοι που ωρίμαζαν μέσα στους επόμενους μήνες αν η ΕΚΤ δεν δεχόταν ως το τέλος , να πάρει μέρος στην ανταλλαγή. Έτσι και έγινε.

«Αν η ΕΚΤ μείνει εκτός, τότε κι ο καθένας θα προσπαθήσει να μείνει εκτός στηριζόμενος στην ΕΚΤ. Θα ήταν βλακεία να συμμετέχεις αν η ΕΚΤ δεν συμμετέχει», σημειώνει ο κ. Α. Κούτρας.

Το στοίχημά των hedge funds ήταν, ότι με τον ένα ή τον άλλο τρόπο η Ελλάδα θα υποχρεωθεί να πληρώσει το ομόλογο του Μαρτίου και ότι πιο πριν δεν μπορεί να επιτευχθεί λύση είτε πρόκειται για κούρεμα είτε για χρεοστάσιο.

Η ελληνική πλευρά , μπορούσε ωστόσο να συμπεριλάβει ρήτρες συλλογικής δράσης στη συμφωνία, που θα 'θολώσει' την εθελοντική βάση της ανταλλαγής, σύμφωνα με πηγές προσκείμενες στις διαπραγματεύσεις. Η εισαγωγή αυτής της ρήτρας , θα έδινε στους πιστωτές της Ελλάδας το δικαίωμα να επιβάλουν τη συμφωνία ανταλλαγής σε όλους τους πιστωτές, αν η πλειοψηφία των ομολογιούχων συμφωνούσε. Οι σχεδιαστές πολιτικής προσδοκούσαν ότι η εισαγωγή ρήτρας συλλογικής δράσης θα οδηγούσε περισσότερους επενδυτές, συμπεριλαμβανομένων και ορισμένων hedge funds, να αποδεχτούν την ανταλλαγή. Η εισαγωγή της ρήτρας συλλογικής δράσης δεν θα ήταν πιστωτικό γεγονός, αλλά η απόφαση της Ελλάδας να την αξιοποιήσει μπορεί κάλλιστα να ενεργοποιήσει τα CDS.

3.14 Πώς παγιδεύτηκαν hedge funds που «επένδυσαν» σε CDS

Σε αδιέξοδο οδήγησαν Βερολίνο και Κομισιόν τα hedge funds που έχτισαν θέσεις σε ελληνικά ομόλογα, σε πολύ χαμηλές τιμές κτήσης, για να μπλοκάρουν τις διαπραγματεύσεις του PSI+^{lxiv} με σκοπό να εξασφαλίσουν καλύτερους όρους ή πληρωμή των ασφάλιστρων κινδύνου (CDS)^{lxv}. Αιτία; Η ανεπίσημη αλλαγή στάσης Ευρωπαϊών παραγόντων που άφησαν να εννοηθεί πως πληρωμή των CDS «δεν θα ήταν και καταστροφή», αλλά και η παρέμβαση της ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*), του οργάνου το οποίο είναι επιφορτισμένο από την αγορά με το να αποφαινεται για θέματα όπως το κατά πόσον η αναδρομική εισαγωγή ρήτρας συλλογική ευθύνης (Collective Action Clauses) στο καθεστώς που διέπει τα ελληνικά ομόλογα συνιστά πιστωτικό γεγονός (credit event) και πρέπει τα ασφάλιστρα να καταβληθούν.

Οι εξελίξεις αυτές, αποθάρρυναν πολλά hedge funds, αλλά και άλλους ομολογιούχους, από την επιδίωξη σημαντικά καλύτερων όρων ανταλλαγής^{lxvi}. Είναι χαρακτηριστικό πως χρηματομεσιπικοί κύκλοι του Λονδίνου, που είναι σε θέση να γνωρίζουν τις συναλλαγές στη δευτερογενή αγορά του ελληνικού χρέους, ανέφεραν αύξηση το μήνα Φεβρουάριο, των πωλητών ελληνικών τίτλων, που έληξαν τον Μάρτιο.(2012)

Ομως δεν υπήρχαν πλέον αγοραστής, καθώς το «στοίχημα» έχει ενσωματώσει, όπως αναφέρεται χαρακτηριστικά, τεράστιο ρίσκο. Σύμφωνα με τις ίδιες πηγές, από τα 14,5 δισ. ευρώ χρέους που ωρίμαζε τότε, το μεγαλύτερο μέρος βρίσκεται στα χέρια της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, με μέση τιμή κτήσης τα 70 σεντς στο ευρώ. Από την ίδια σειρά, ομόλογα ονομαστικής αξίας της τάξης των 4 με 5 δισ. ευρώ έχουν αγοραστεί μετά το φθινόπωρο από hedge fund με μέση τιμή κτήσης που κυμαίνεται μεταξύ 40 και 50 σεντς. Κεφάλαια δηλαδή που δεν μπορούν να ανακτηθούν από τα επίπεδα στα οποία αναμένεται να κλείσει τελικά το PSI+. Επί του συνόλου των 14,5 δισ., έχουν εκδοθεί CDS που καλύπτουν ονομαστική αξία 3,2 δισ. ευρώ, σύμφωνα με δηλώσεις του επικεφαλής της υπηρεσίας οικονομικών υποθέσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, Μάρκο Μπούτι.

Τα hedge funds, με την προσδοκία ότι μπορούν να πληρωθούν είτε από το πακέτο βοήθειας είτε από τα ασφάλιστρα, πίεσαν για καλύτερους όρους. Ομως τόσο από το Βερολίνο όσο και από το Παρίσι διέρρευσαν πληροφορίες σύμφωνα με τις οποίες η πληρωμή των CDS στην «ειδική περίπτωση της Ελλάδας» δεν είναι καταστροφή. Την ίδια ώρα η ISDA^{lxvii} που κρίνει την πληρωμή ή όχι των CDS, σε έκτακτη διευκρινιστική ανακοίνωσή της ξεκαθάρισε πως τα CACs^{lxviii} δεν πυροδοτούν από μόνα τους τα CDS. Υπογράμμισε δε πως σε κάθε περίπτωση, για να αποφανθεί για κάτι τέτοιο, θα πρέπει να υπάρχει επίσημη αίτηση από ομολογιούχο στο αρμόδιο όργανο της (EMEA Determinations Committee). Με τον τρόπο αυτό αποδυναμώθηκε καθοριστικά το όπλο της πληρωμής των CDS, ενώ τα funds εξετέθησαν στο ενδεχόμενο, η κόντρα με τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα να «γυρίσει μπούμερανγκ», όπως ανέφερε χαρακτηριστικά, στέλεχος χρηματιστηριακής στο Λονδίνο.

Βέβαια ορισμένα hedge funds, που αρνήθηκαν να συμμετάσχουν στο PSI, εάν δεν βελτιωθεί η προσφορά που τους γίνεται, **απείλησαν** με ανάληψη νομικής δράσης κατά της ελληνικής κυβέρνησης.

Από την άλλη μεριά, η προτεινόμενη συμφωνία για κούρεμα του ελληνικού χρέους «κρατούσε» την ΕΚΤ μακριά» από τις ζημιές στις οποίες υποχρεώθηκαν άλλες τράπεζες και hedge funds και οι οποίες θα φτάσουν το 50% αν όχι περισσότερο.

Σύμφωνα με αξιωματούχους που συμμετείχαν στις διαπραγματεύσεις, μεταξύ των μέτρων που συζητήθηκαν, ήταν εκείνο της ανταλλαγής των ελληνικών ομολόγων που κατέχει η ΕΚΤ, με ελληνικό χρέος άλλης μορφής, το οποίο όμως δεν θα μπορεί να επιφέρει ζημιές στην τράπεζα.

Οι συνομιλίες παραμένουν ρευστές και θα μπορούσαν να καταρρεύσουν ανά πάσα στιγμή. Επενδυτές του ιδιωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένων των μεγάλων ευρωπαϊκών τραπεζών και των hedge funds, είχαν παραπονεθεί έντονα και σε ορισμένες περιπτώσεις απειλούσαν με νομική δράση για αυτή την επιμονή της κεντρικής τράπεζας να απαλλαγεί από τις απώλειες.

Και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ασκεί πιέσεις επί της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για να δεχθεί απώλειες επί των ελληνικών ομολόγων που έχει στην κατοχή της.

Σε δημοσίευμα των Financial Times, αναφέρεται ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι κατηγορηματικά αντίθετη με την ιδέα να υποστεί απώλειες επί της αξίας των ελληνικών ομολόγων κατά το πρότυπο των ιδιωτών πιστωτών.^{lxi}

Για να προχωρήσει η Ελλάδα σε εισαγωγή ρήτρας θα πρέπει η συμμετοχή των ιδιωτών στο πρόγραμμα ανταλλαγής του ελληνικού χρέους να μην είναι επαρκής.

Ήταν όμως τόσο εύκολο για την ελληνική κυβέρνηση να επιβάλει απώλειες με μία απλή νομοθετική παρέμβαση;

Κατά περίεργο τρόπο ναι, τόσο εύκολο είναι.^{lxx} εξηγεί ο καθηγητής Κρίστοφ Πάουλους.

«Στα ομόλογα που έχουν ήδη εκδοθεί υπάρχει η δυνατότητα να επιβάλει κανείς τις αποκαλούμενες ρήτρες συλλογικής δράσης, collective action causes, οι οποίες θεωρείται ότι δεν έχουν αναδρομική ισχύ. Και αυτές οι ρήτρες ορίζουν ότι μπορούν να τροποποιηθούν οι όροι που διέπουν την έκδοση των ομολόγων, εφόσον συμφωνήσει σε αυτό η απαραίτητη και προβλεπόμενη πλειοψηφία των ομολογιούχων» δηλώνει ο Γερμανός καθηγητής.

Ο καθηγητής, χαρακτηρίζει ιδιαίτερα «δημιουργική» τη νομική αυτή επινόηση, ακριβώς γιατί φαίνεται να πετυχαίνει το φαινομενικά αδύνατο ή τουλάχιστον αντιφατικό: αν και τροποποιεί τους όρους της σύμβασης εκ των υστέρων, η τροποποίηση αυτή δεν θεωρείται ότι έχει αναδρομική ισχύ. Ωστόσο δεν

υπάρχει καμία εγγύηση ή αυτοματισμός για να πετύχει αυτός ο νομικός αντιπερισπασμός. Βασική προϋπόθεση ήταν να διασφαλιστεί μία ελάχιστη «κρίσιμη μάζα» πιστωτών που θα συναινούσαν στο κούρεμα.

«Η νομική επεξεργασία της υπόθεσης είναι λίγο περίπλοκη. Η Ελλάδα δεν μπορεί απλώς να υπαγορεύσει τους όρους λέγοντας ότι εγώ πληρώνω 50% και όποιος θέλει. Χρειάζεται ένα ενδιάμεσο βήμα που είναι να συναινέσει η πλειοψηφία, η ενισχυμένη πλειοψηφία θα έλεγα, των πιστωτών. Και νομίζω ότι οι Έλληνες θα καταφέρουν να συγκεντρώσουν την απαραίτητη πλειοψηφία των ομολογιούχων».

Ο καθηγητής Πάουλος θεωρεί ότι τα κερδοσκοπικά κεφάλαια δεν έχουν πολλές πιθανότητες να κερδίσουν μία δίκη κατά της Ελλάδας από τη στιγμή μάλιστα που μία τέτοια προσφυγή στο Ευρωπαϊκό Δικαστήριο Ανθρωπίνων Δικαιωμάτων του Στρασβούργου μπορεί να γίνει μόνον εφόσον έχουν εξαντληθεί όλα τα ένδικα μέσα στην Ελλάδα.

«Η μοναδική σοβαρή πιθανότητα θα ήταν να επικαλεστούν παραβίαση του δικαιώματος της ιδιοκτησίας. Αλλά και πάλι οι πιθανότητες θα ήταν ελάχιστες για να το διατυπώσω προσεκτικά. Η αξία αυτού του τακτικού ελιγμού έγκειται ακριβώς στο γεγονός ότι τροποποιεί τους όρους, χωρίς να παραβιάζει καμία θεμελιώδη συνθήκη του δικαίου περί συναλλαγών. Ασφαλώς, και τα κερδοσκοπικά κεφάλαια έχουν το δικαίωμα της ιδιοκτησίας. Αλλά η ιδιοκτησία δεν προστατεύεται αιωνίως, ούτε άνευ όρων. Η επίκληση μίας ρήτρας συλλογικής δράσης μέσω νομοθετικής ρύθμισης είναι ακριβώς ο τρόπος εκείνος που μπορεί να περιορίσει το προστατευτικό πεδίο του δικαιώματος της ιδιοκτησίας».

Η μονομερής νομική παρέμβαση και η αβεβαιότητα των σχετικών προβλέψεων είναι εύλογη από τη στιγμή που δεν υπάρχει πτωχευτικό δίκαιο για τις ανεξάρτητες χώρες, ανάλογο με εκείνο που υπάρχει σε κάθε χώρα για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Με αφορμή την υπόθεση της Ελλάδας οι πολιτικοί άρχισαν να ξανασυζητούν την πιθανότητα να ψηφίσουν ένα ιδιαίτερο πτωχευτικό δίκαιο για αυτές ακριβώς τις περιπτώσεις.

« Πίστευα μέχρι πριν από δύο τρεις εβδομάδες ότι κάτι τέτοιο θα ήταν πολύ ρεαλιστικό. Όμως τον τελευταίο καιρό είμαι και πάλι πιο σκεπτικιστής. Φοβάμαι ότι η πολιτική δεν θέλει να χάσει την πρωτοβουλία των κινήσεων και για αυτό θα προτιμούσε να υλοποιήσει μία πτώχευση με δική της πρωτοβουλία, έστω κι αν αυτό είναι πιο ακριβό, αλλά και πιο επώδυνο. Απλά και μόνο για να παραμείνει κυρίαρχη».

Τα hedge funds, που είχαν χτίσει ισχυρές θέσεις στα ελληνικά ομόλογα, δεν φάνοιταν διατεθειμένα να συμμετέχουν στο «κούρεμα» του ελληνικού χρέους.

Θα προτιμούσαν να αφήσουν της χώρα να πτωχεύσει, κάτι που θα ενεργοποιούσε τα ασφάλιστρα κινδύνου που είχαν αγοράσει, ή ελπίζουν ότι

θα είναι σε θέση να εξασφαλίσουν , ότι θα αποπληρωθούν για το σύνολο των ομολόγων που κατέχουν, εάν υπάρξει μεγάλη συμμετοχή στο πρόγραμμα.

Αυτό έφερε τα hedge funds σε ευθεία σύγκρουση με το ΔΝΤ, το οποίο επιδίωκε την μείωση του χρέους που διακρατούσαν οι ιδιώτες (περίπου 200 δισ. ευρώ) κατά 50%, ώστε αυτό να καταστεί βιώσιμο.

"Το παιχνίδι έχει ως εξής: 'Θα αναγκαστούν να με πληρώσουν'. Η Ελλάδα θα θέλει να αποφύγει τη χρεοκοπία, συνεπώς, αν πετύχει αναδιάρθρωση για το 80% και πληρώσει τους υπόλοιπους, αυτό θα είναι ακόμη καλύτερο", σχολίαζε ο Gabriel Sterne της χρηματιστηριακής Exotix.

Χωρίς το PSI, η τρόικα δεν επρόκειτο να εγκρίνει το δεύτερο πακέτο διάσωσης της Ελλάδας, χωρίς το οποίο η χώρα κινδύνευε με χρεοκοπία τον Μάρτιο, που έληγε το ομόλογο ύψους 14,5 δισ. ευρώ.

Τα hedge funds αγόρασαν μεγάλα πακέτα από αυτό το ομόλογο λήξης 20 Μαρτίου προς 40 σεντς. Οι αποδόσεις σε αυτό το ομόλογο ξεκίνησαν να ανεβαίνουν απότομα τον Σεπτέμβριο τιμολογούνταν σε 41-45,5 σεντς.^{lxxi}

Το ζήτημα ήταν αν οι άλλοι ομολογιούχοι θα συμμετείχαν στην εθελοντική αναδιάρθρωση ώστε ότι η Ελλάδα να αποπληρώσει πλήρως τα hedge funds και να αποφευχθεί η ενεργοποίηση των CDS και η συνεπακόλουθη χρεωκοπία.

Ενώ οι διαπραγματεύσεις για το PSI+ **ολοκληρώθηκαν με ένα γενναίο «κούρεμα» του ιδιωτικού ελληνικού χρέους** , πληροφορίες αναφέρουν, ότι μέχρι τέλους στις συζητήσεις, ενεργά παρέμειναν τελικώς μόνο δύο funds και συγκεκριμένα το **Marathon** και το **Greylock Capital**.^{lxxii}

Ειδικά γι' αυτό το τελευταίο θα πρέπει να σημειωθεί, προκειμένου να γίνει κατανοητή η νοοτροπία της στρατηγικής του, πως στα τέλη Ιανουαρίου ήρθε στην Αθήνα στο πλαίσιο παρουσιάσεων που έκαναν μεγάλες ελληνικές εισηγμένες (reverse roadshow) και επέδειξε ενδιαφέρον και για μη εξυπηρετούμενα τραπεζικά δάνεια. Συμφωνία, ωστόσο, δεν έκλεισε.

Αντιθέτως, funds όπως το **Och-Ziff** και το **York Capital**, που έγινε γνωστό πως ενεπλάκησαν στην υπόθεση του ελληνικού χρέους, σπεύδουν να μειώσουν τη δραστηριοποίησή τους στην υπόθεση, με λακωνικές ανακοινώσεις περί μη εμπλοκής. Μεγαλύτερα funds όπως η **Elliott Associates** και η **Gramercy**, που έχουν προϊστορία εμπλοκής σε υποθέσεις αναδιάρθρωσης κρατικού χρέους, δηλώνουν τώρα σε έγκριτα διεθνή MME πως η ελληνική περίπτωση , δεν προσφέρεται για επενδύσεις αυτού του είδους.

Αντιθέτως, χρηματιστές αναφέρουν, πως μέχρι και πρόσφατα η **Merrill Lynch** (τράπεζα της Αμερικής) πρότεινε τη συγκεκριμένη επένδυση , σε απαξιωμένα δηλαδή ελληνικά ομόλογα, με στόχο, την αποκομιδή κέρδους

από την αποπληρωμή τους από την Ε.Ε. και τα CDS- σε πολλούς μεγάλους θεσμικούς και ιδιώτες πελάτες της.

Καθώς διευρύνονται οι φόβοι και οι ανησυχίες για την Ελλάδα και τις άλλες οικονομίες στην περιφέρεια της ευρωζώνης, ένας διαχειριστής κεφαλαίων τονίζει, **ότι οι επενδυτές δεν θα πρέπει να κρατάνε τα λεφτά τους στο περιθώριο.**

Καθώς η απόδοση του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου βρίσκεται κοντά στο 30%, ο **Hans Humes**, πρόεδρος του hedge fund Greylock Capital, συστήνει την αγορά του ελληνικού ομολόγου.

«Είμαι στις αγορές εδώ και πάρα πολύ καιρό, και όταν βλέπετε ένα κρατικό ομόλογο να διαπραγματεύεται κοντά στα 10 σεντς έναντι του δολαρίου, είναι καλύτερα να κλείσεις τα μάτια και να το αγοράσεις. Είναι σαν να αποτιμάται ως call option χωρίς λήξη», δήλωσε.

Ο ίδιος τονίζει ότι τουλάχιστον για τους ιδιώτες επενδυτές, το ρίσκο από την επένδυση σε ελληνικά ομόλογα έχει διαλυθεί μετά από την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους.

«Εάν υπάρξει άλλη μία αναδιάρθρωση, πιθανώς θα πρόκειται για τροποποίηση των όρων και όχι για αναδιάρθρωση. Νομίζω πως εάν πρόκειται να υπάρξουν άλλες τροποποιήσεις για το χρέος της Ελλάδας, θα πρέπει να έλθουν από κάπου αλλού και όχι από τον ιδιωτικό τομέα»^{lxxiii}.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:

4.1 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των hedge funds

Κάθε επενδυτής αντιμετωπίζει τις δύο όψεις του ίδιου νομίσματος. Η μία είναι η **απόδοση της επένδυσης που πραγματοποιεί**, δηλαδή η ανταμοιβή για την ανάληψη της επένδυσης, και η άλλη, είναι **ο κίνδυνος που αναλαμβάνει**, δηλαδή η αβεβαιότητα για την πραγματοποίηση των αναμενόμενων αποδόσεων. Τα δύο αυτά «συστατικά» είναι τα πιο σημαντικά σε ένα χρηματοοικονομικό σύστημα, καθώς λαμβάνονται υπόψη σε όλες τις επενδυτικές αποφάσεις.

Όπως είναι προφανές **κάθε ορθολογικός επενδυτής προσδοκά όσο μεγαλύτερες αποδόσεις μπορεί να πετύχει αναλαμβάνοντας όσο μικρότερο κίνδυνο γίνεται**. Ο κίνδυνος λοιπόν αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα θέματα και έχουν προταθεί, διάφορες μέθοδοι τόσο για να περιγραφεί όσο και για να αποτιμηθεί.

Η Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου του Harry Markowitz προτείνει μέσα από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιουχικών Στοιχείων- CAPM τον **συντελεστή κινδύνου β για να περιγράψει τον κίνδυνο και ειδικότερα τον μη διαφοροποιήσιμο κίνδυνο, τον οποίο αντιμετωπίζουν όλοι οι επενδυτές ανεξαιρέτως**.

Σύμφωνα με τη θεωρία, όλοι οι επενδυτές, θεωρείται ότι είναι πανομοιότυποι και έχουν ορθολογικές προσδοκίες. Αυτό συνεπάγεται ότι σε μια αποτελεσματική αγορά, οι επενδυτές, αποτιμούν με τρόπο πλήρη και άμεσο την πληροφορία που τους παρέχεται και έτσι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αντικατοπτρίζουν ανά πάσα στιγμή τις θεμελιώδεις τιμές και δεν παρατηρείται απόκλιση από αυτές. Στην περίπτωση αυτή, η αγορά διέπεται από απλές γραμμικές σχέσεις και ο συντελεστής κινδύνου β είναι σταθερός και δεν μεταβάλλεται διαχρονικά.

Το γενικό ερώτημα που τίθεται είναι το κατά πόσο τα παραπάνω είναι μια ρεαλιστική περιγραφή της πραγματικότητας. Σε πρακτικό επίπεδο τα ερωτήματα τα οποία ζητούν απάντηση είναι εάν ο **συντελεστής κινδύνου β** είναι σταθερός ή μεταβάλλεται διαχρονικά και εάν η αγορά διέπεται από απλούς γραμμικούς νόμους ή χαρακτηρίζεται από πολυπλοκότητα και περιγράφεται από δυναμικές μη γραμμικές σχέσεις. Για να απαντηθούν τα ερωτήματα αυτά πρέπει αρχικά να δοθεί απάντηση και στο ερώτημα εάν οι επενδυτές είναι ομοιόμορφοι και έχουν ορθολογικές προσδοκίες για τις μελλοντικές τιμές των περιουσιακών στοιχείων, ή εάν υπάρχει ετερογένεια στις προσδοκίες αυτές και τι αυτή συνεπάγεται, στην σταθερότητα της αγοράς.

Ο Συντελεστής Beta - μετρά την ευαισθησία ενός Χαρτοφυλακίου σε αλλαγές στην συνολική αγορά. Η συνολική αγορά καθορίζεται από το χαρτοφυλάκιο αναφοράς της κατηγορίας του χαρτοφυλακίου. Το Beta υπολογίζεται με γραμμική κάμψη κάνοντας χρήση παρατηρήσεων 36 μηνών, π.χ. ένα

κεφάλαιο με ένα Beta της τάξης του 1.0, εφόσον όλα τα άλλα αντικείμενα είναι ισάξια, θα είχε απόδοση ακριβώς σύμφωνη με το χαρτοφυλάκιο αναφοράς του. Ένα χαρτοφυλάκιο με ένα Beta της τάξης του 1.1, υπό τις αυτές συνθήκες, θα αναμενόταν να κάνει «outperform» ή να κάνει «underperform» σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο αναφοράς του σε ποσοστό 10% (1.1:1.0)^{lxxiv}

Αντικειμενικός στόχος κάθε επενδυτή είναι να μεγιστοποιήσει την αναμενόμενη απόδοση της επένδυσής που πραγματοποιεί υπό κάποιους περιορισμούς με πρωταρχικό τον κίνδυνο. Η απόδοση είναι το κίνητρο αλλά και η ανταμοιβή για την ανάληψη του κινδύνου της εκάστοτε επένδυσης και γι αυτό το λόγο είναι πολύ κρίσιμη για κάθε επενδυτή. Η μέτρηση των ιστορικών (ex-post) αποδόσεων είναι αναγκαία τόσο για να αποτιμήσει το πόσο καλά τα πήγε όσο και για να εκτιμήσει τις μελλοντικές (ex-ante) αποδόσεις.

Τα δύο βασικά συστατικά της (συνολικής) απόδοσης (total return) είναι οι περιοδικές αποδόσεις (Yield) και η υπεραξία/απώλεια κεφαλαίου (Capital Gain/Loss). Οι περιοδικές αποδόσεις υπολογίζονται από το λόγω των ταμειακών ροών, οι οποίες μπορεί να προέρχονται είτε από μερίσματα είτε από επιτόκια, προς την τιμή αγοράς μιας μετοχής ενώ η υπεραξία/απώλεια κεφαλαίου υπολογίζεται από τη μεταβολή στην τιμή μιας μετοχής κατά την πάροδο μιας χρονικής περιόδου. Πιο συγκεκριμένα στην περίπτωση μακράς θέσης (long position) είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της τιμής πώλησης, ενώ στην περίπτωση βραχείας θέσης (short position) είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής πώλησης και της προσυμφωνημένης τιμής στην οποία η βραχεία θέση έχει κλείσει. Σε κάθε περίπτωση κέρδη ή απώλειες μπορούν να συμβούν, όπου οι περιοδικές αποδόσεις μπορεί να είναι μηδέν ή θετικές ενώ η μεταβολή στην τιμή να είναι μηδέν, θετική ή αρνητική (υπεραξία και απώλεια κεφαλαίου αντίστοιχα).

Κάθε επενδυτική απόφαση συνεπάγεται μια ανταλλαγή μεταξύ της απόδοσης και του κινδύνου, ή θα μπορούσε πιο παραστατικά να ειπωθεί ότι η απόδοση και ο κίνδυνος είναι οι αντίθετες πλευρές του ίδιου νομίσματος. Οι επενδυτές πρέπει να υπολογίζουν πολύ σοβαρά τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και να είναι έτοιμοι να αντιμετωπίσουν και τις συνέπειες που αυτός συνεπάγεται.

Συστημικός κίνδυνος μπορεί να οριστεί η διαφορά μεταξύ του πραγματικού αποτελέσματος μιας επένδυσης από το αναμενόμενο/προσδοκώμενο.

Σύμφωνα με αυτό τον ορισμό όσο περισσότερα είναι τα πιθανά αποτελέσματα μιας επένδυσης (ή όσο περισσότερο ευμετάβλητο είναι το αποτέλεσμα της) τόσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος που ενέχεται.

Οι επενδυτές θα είναι πρόθυμοι να αγοράσουν ένα χρεόγραφο εάν η αναμενόμενη του απόδοση είναι επαρκής για να αντισταθμίσει τον κίνδυνο και θα πρέπει να γνωρίζουν ότι οι προσδοκίες τους μπορεί και να μην ικανοποιηθούν. Στην πραγματικότητα οι πραγματικές αποδόσεις των μετοχών παρουσιάζουν σημαντική μεταβλητότητα – μερικές φορές είναι μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες και μερικές είναι μικρότερες ακόμα και αρνητικές. Αν και μπορεί κατά μέσο όρο μακροχρόνια οι επενδυτές να λαμβάνουν τις αναμενόμενες αποδόσεις, συχνά αποτυγχάνουν να το πετύχουν σε βραχυχρόνιο ορίζοντα.

Η τρέχουσα οικονομική συγκυρία είναι αναμφίβολα δυσμενής, σε ότι αφορά την απόδοση των παραδοσιακών χαρτοφυλακίων, καθώς η αγορά

επηρεάζεται από παράγοντες οι οποίοι μειώνουν την αποδοτικότητα των συνήθων συστηματικών ρίσκων (σαν και αυτά με βάση τα οποία καταστρώνεται το χαρτοφυλάκιο των παντός τύπου κερδοσκοπικών αμοιβαίων κεφαλαίων, και πλέον όχι μόνο αυτών).

Προκύπτει λοιπόν η ανάγκη δημιουργίας εναλλακτικών στρατηγικών διαχείρισης των συστηματικών ρίσκων, και οι οποίες λαμβάνονται όλο και περισσότερο υπόψη στην σύνθεση των χαρτοφυλακίων των μεγαλοεπενδυτών, οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να αυξήσουν την έκθεσή τους στους κινδύνους της (αναμφίβολα ευμετάβλητης) σημερινής αγοράς, υπό το δέλεαρ της υψηλότερης απόδοσης.

Ας φανταστούμε τον επενδυτή, σαν παίκτη ενός (όχι και ιδιαίτερα πρωτότυπου) παιχνιδιού, όπου αυτός έχει να επιλέξει ανάμεσα σε τρεις δυνατότητες: Μία κλειστή πόρτα που πίσω της κρύβει δύο ευρώ, μία άλλη που δεν έχει τίποτε, καθώς και μία εναλλακτική προσφορά να πάρει ένα ευρώ και να μην ανοίξει καμία πόρτα. Στατιστικά, το μέσο προσδοκώμενο είναι το ένα ευρώ, οπότε οι περισσότεροι επενδυτές (ακόμη και αρκετοί από αυτούς που είναι διατεθειμένοι να πάρουν ρίσκα) θα προτιμήσουν απλά το ένα ευρώ στο χέρι, και θα αφήσουν τις πόρτες κλειστές, και αυτό γιατί δεν υπάρχει ουσιαστικό κίνητρο (αυτό που στην σύγχρονη αγορά ονομάζεται risk premium). Τώρα, ας διπλασιάσουμε στα 4 ευρώ το ποσό πίσω από την πρώτη πόρτα (που μεταφράζεται σε 2 ευρώ ανά θύρα, κατά μέσο όρο). Οι "τζογαδόροι" επενδυτές είναι πλέον πολύ πιθανό ότι θα προτιμήσουν να διαλέξουν στα τυφλά μία από τις δύο πόρτες, ενώ είναι σφόδρα πιθανό ότι το ίδιο θα πράξουν και αρκετοί επενδυτές με μεγαλύτερη ευαισθησία στο ρίσκο, ειδικά αν υπάρχουν πολλοί τέτοιοι επενδυτές που αντιμετωπίζουν την ίδια στιγμή, το ίδιο δίλημμα. Το δέλεαρ είναι φυσικά το risk premium του ενός ευρώ στην δεύτερη περίπτωση.

Φυσικά το ανωτέρω παράδειγμα είναι απλά για κατανόηση της λογικής της εναλλακτικής στρατηγικής, η **alternative beta**, όπως την ονομάζει ο Markowitz στην θεωρία του. Στην πράξη, το "ένα ευρώ στο χέρι" είναι είτε το επιτόκιο μιας σίγουρης κατάθεσης, η κάποια εξασφαλισμένη σταθερή απόδοση μιας τυπικής επένδυσης. Όσο μεγαλύτερο είναι το risk premium το οποίο υπόσχεται η Α κερδοσκοπική τοποθέτηση, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα η τοποθέτηση αυτή να υιοθετηθεί από μη-τζογαδόρους επενδυτές. Αυτός είναι ένας πολύ γενικός ορισμός, καθώς επενδυτές υπάρχουν πολλοί, και ο καθένας έχει την δική του επενδυτική στρατηγική (ίσως όχι ποιοτικά, αλλά σίγουρα ποσοτικά), και κατά συνέπεια ο όρος alternative beta γίνεται διαφορετικά αντιληπτός από επενδυτή σε επενδυτή, και ακόμη και οι ερμηνείες του ποικίλλουν. Για παράδειγμα, σε πρόσφατη έρευνα του Euromoney, επτά ειδικοί της αγοράς των κερδοσκοπικών αμοιβαίων κεφαλαίων (hedge funds) έδωσαν ο καθένας την δική του ερμηνεία στον όρο...^{lxxv}

Παρά τα ισχυρά πλήγματα που δέχθηκαν τα hedge funds πριν μία οκταετία,

και τις τεράστιες επιπτώσεις που υπέστη από τις ζημιές τους η παγκόσμια οικονομία, αυτά δεν έγιναν καθόλου λιγότερο δημοφιλή ως όχημα επένδυσης-ακριβώς το αντίθετο (και ο λόγος δεν είναι απλοϊκά η άσβεστη δίψα των επενδυτών για αυξημένα κέρδη). Στις αρχές του 1995, οι επενδύσεις σε hedge funds στις ΗΠΑ δεν ξεπερνούσαν τα 100 δις δολάρια, ενώ στα τέλη του 2006 σχετική έρευνα της Tremont Capital Management τις υπολόγισε λίγο πάνω από το ένα τρις, ενώ είναι βέβαιο ότι από τότε αυτές έχουν αυξηθεί σημαντικά. Οι αποδόσεις των hedge funds της δεκαετίας του 90 ήταν απλά αστρονομικές, ενώ σήμερα περιορίζονται πλέον σε μονοψήφια νούμερα. Όμως παράλληλα εικάζεται (... καθώς ένα μέσο hedge fund είναι υπέρ του δέοντος πολύπλοκο, ώστε να μπορεί το ρίσκο να εκτιμηθεί με ένα ικανοποιητικό βαθμό βεβαιότητας) ότι και η έκθεση των επενδυτών στα κυριότερα ρίσκα της αγοράς έχει υποπολλαπλασιασθεί. Αυτό οφείλεται σε ένα μεγάλο βαθμό στην διαφοροποίηση των επενδυτικών στρατηγικών των κερδοσκοπικών αμοιβαίων από alpha (πολύ υψηλού ρίσκου, με πρακτικά μόνο γνώμονα την βέλτιστη απόδοση) σε alternative beta στρατηγικές. Μία πρόχειρη ερμηνεία, θα μας έπειθε ότι αυτό έγινε γιατί σήμερα στην αγορά δεν υπάρχουν πλέον "σίγουρα χαρτιά". Στην πραγματικότητα, αυτά υπάρχουν, αλλά πλέον για να τα εντοπίσει κανείς δεν αρκεί πλέον η διαίσθηση και ο τζογαδόρικός οίστρος (και τα δύο έχουν, μεσομακροπρόθεσμα, δυνητικά ολέθριες επιπτώσεις), αλλά να επιλεγθούν αυτά από μία λίστα εναλλακτικών επενδύσεων, την οποία πλέον μας παρέχει μία ορθολογική alternative beta στρατηγική.

4.2 Risk-premium strategy και Factor-based strategy

Επιπλέον, πέραν της ανωτέρω επενδυτικής στρατηγικής που βασίζεται στην ορθολογική χρήση του risk premium, υπάρχει και μία άλλη, ριζικά διαφορετική, που βασίζεται στην εκτίμηση και υλοποίηση μακροοικονομικών (κυρίως) μεγεθών, που θα ονομάσουμε με τον μάλλον αδόκιμο όρο παράγοντες (factors), και οι οποίοι έχουν χρησιμοποιηθεί στην δημιουργία ενός διαφορετικού σαν φιλοσοφία (αλλά παραπλήσιου δομικά) μοντέλου. Το πρώτο μοντέλο αποτίμησης των στρατηγικών αυτών (factor-based) δημιουργήθηκε κάπου 11 χρόνια πριν (Fung and Hsieh), και το ίδιο μοντέλο, με τις απαραίτητες προσαρμογές, χρησιμοποιείται και σήμερα.

4.3 Παθητικός - ενεργητικός επενδυτής

Η θεμελιώδης διαφορά των αμοιβαίων κεφαλαίων από τα hedge funds είναι βεβαίως προφανής, και δεν χρήζει ιδιαίτερης ανάλυσης. Το ενδιαφέρον στοιχείο είναι ότι με ένα σημαντικό στοιχείο των υπόψη alternative beta στρατηγικών, είναι η υιοθέτηση από τα hedge funds πρακτικών παθητικής επένδυσης, κάτι που ήταν αδιανόητο μερικά χρόνια πριν. Σαν **παθητική επένδυση, εννοούμε την συντηρητική διαχείριση του χαρτοφυλακίου, με τις λιγότερες δυνατές μεταβολές σε αυτό.** Παραδοσιακά, τα αμοιβαία

κεφάλαια, κατ' εικόνα και ομοίωση της κύριας αγοράς κοινών μετοχών, ακολουθούσαν αυτή την στρατηγική για να μειώσουν μεσιτείες, άμεσες και έμμεσες προμήθειες και φορολογία.

Αυτό δεν σημαίνει αναγκαστικά ότι τα μεγάλα hedge funds θα κοπιάρουν την επενδυτική στρατηγική του Vanguard 500 (που ακολουθεί καθαρά παθητική στρατηγική) ή άλλων μεγάλων παικτών των αμοιβαίων, όπως της State Street Corp. ή της Barclays Global Investors, που όλο και περισσότερο εκτίθενται σε αυτή την προσέγγιση, αλλά η τάση είναι κάτι παραπάνω από προφανής.

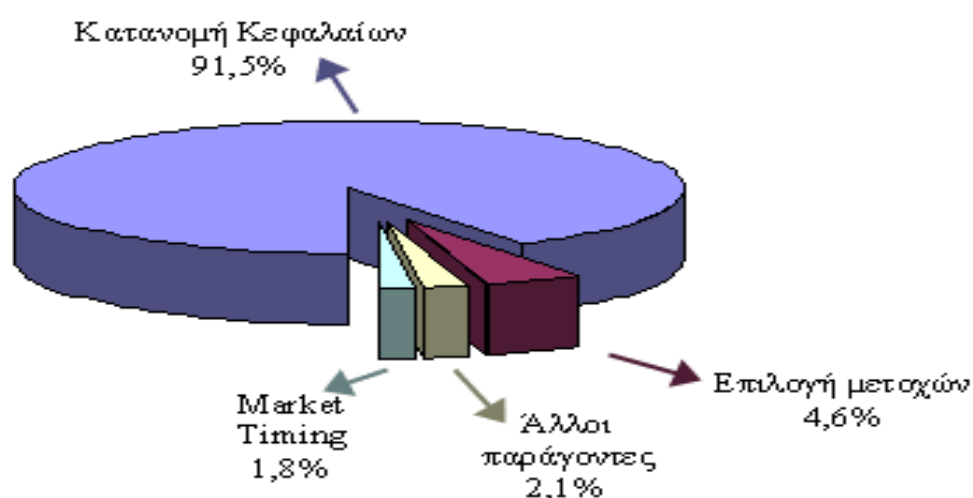
Εξίσου προφανώς, η νέα αυτή τάση εξοργίζει πολλούς επενδυτές της κατηγορίας των hedge funds - κύρια τους παλαιότερους, οι οποίοι θεωρούν τις παθητικές επενδύσεις παράλογες. Σε ένα μεγάλο βαθμό η "οργή" αυτή οφείλεται στην άδικη εξομοίωση των επενδυτικών στρατηγικών των παλαιότερων συντηρητικών επενδυτικών στρατηγικών σε περίοδο bear markets, όπου επενδύσεις σε κοινές μετοχές των S&P 500, Russell 3000 και (για τους πολύ τολμηρούς) Wilshire 5000 ήταν, ότι το ριζοσπαστικότερο μπορούσε κανείς να περιμένει. Όμως σήμερα, το χαρτοφυλάκιο είναι πολύ διαφορετικό, τα παράγωγα και τα εμπορεύματα, παίζουν πλέον ένα σημαντικό ρόλο, και επιπλέον οι επενδυτικοί τομείς όπου οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις είναι απαγορευτικές είναι σχεδόν πλήρως χαρτογραφημένες. Μεγάλη εντύπωση προξένησε στην αγορά σχετικά πρόσφατη έρευνα της Dalbar Inc, όπου καταδείχθηκε ότι ενώ η μέση απόδοση των επενδύσεων σε κοινές μετοχές για την περίοδο 1984-2004 δεν ξεπέρασε το πενιχρό 3,7% ετήσια, για την ίδια περίοδο η άνοδος του ταπεινού δείκτη S&P 500 ήταν 13,2% ετήσια. Λαμβάνοντας υπόψη και την τιμαριθμική αναπροσαρμογή, ο ανωτέρω επενδυτής κέρδισε μέσα στην εικοσαετία αυτή ένα πενιχρό 13,85%, ενώ ο θεωρητικός επενδυτής του S&P 500 θα κέρδιζε 43 φορές περισσότερα. Φανερά λοιπόν, η στρατηγική αυτή μπορεί να αποδώσει πολύ καλά στον επενδυτή, αλλά απαιτεί από αυτόν αφ' ενός πολλή υπομονή (είδος εν ανεπαρκεία στους περισσότερους κερδοσκόπους), και αφ' ετέρου πολύ καλή, και σωστά φιλοσοφημένη διασπορά στο χαρτοφυλάκιο τους. Για αυτό τον λόγο άλλωστε, ουκ ολίγες μεγάλες επενδυτικές εταιρείες, χρησιμοποιούν πλέον μία εκμοντερνισμένη, επαρκώς φιλοσοφημένη "παθητική" προσέγγιση στα προϊόντα που προσφέρουν.

Όπως όμως σωστά επισημαίνουν διάφοροι επιστήμονες, η μεθοδολογία αυτής της προσέγγισης είναι (ακόμη) σε μεγάλο βαθμό ημιτελής, και υπάρχει ακόμη πάρα πολλή δουλειά να γίνει, τόσο σε θεωρητικό (αφού οι περισσότερες οικονομικές συναρτήσεις που συνιστούν αυτό το περίπλοκο παζλ είναι μη γραμμικές), όσο και σε πρακτικό επίπεδο.

Σήμερα, οι περισσότερες επενδυτικές εταιρείες, δεν βασίζονται σε μία ξεκάθαρη θέση, υπέρ της "παθητικής" ή "ενεργητικής" δομής των χαρτοφυλακίων τους. Προτιμούν την πρακτική προσέγγιση της μίξης ενεργητικών και παθητικών στοιχείων, έστω και αν αυτό, σημαίνει ότι δεν υπάρχει ξεκάθαρη επενδυτική φιλοσοφία (πέραν βεβαίως του αυτονόητου: του κέρδους), και ότι με την μίξη αυτή η διαχείριση του χαρτοφυλακίου

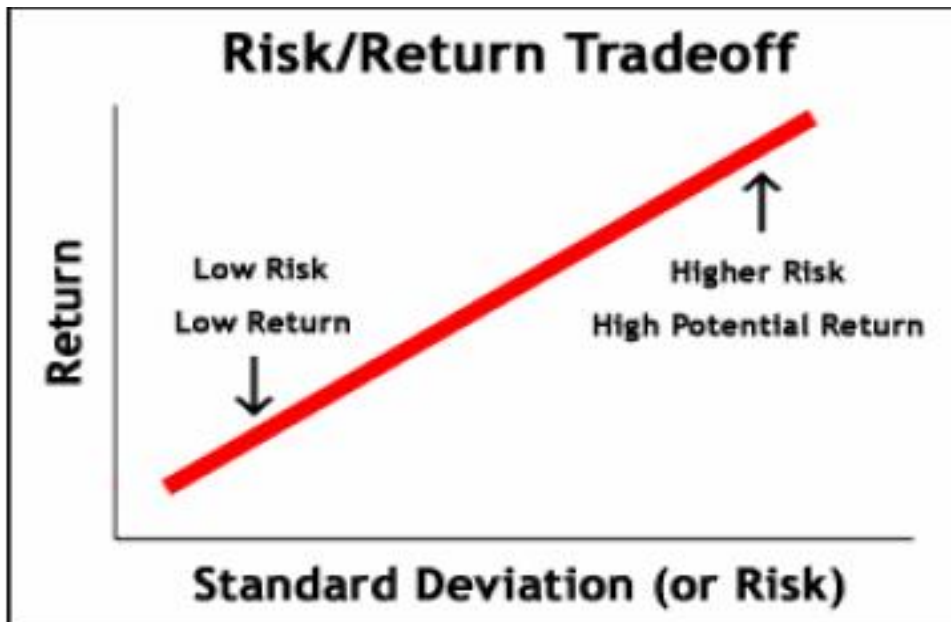
καθίσταται ιδιαίτερα δυσχερής, ακόμη και για ειδικούς της αγοράς, ενώ οι πιθανότητες τεχνικού λάθους αυξάνονται σημαντικότερα. Όμως το κύριο πρόβλημα είναι ότι ακόμη και ο θεσμικός επενδυτής αδυνατεί, στην ουσία, να κατανοήσει την φιλοσοφία του προϊόντος αυτού, και συνήθως πείθεται να το αγοράσει παίρνοντας υποσχέσεις που κανονικά θα έπρεπε μάλλον να είναι ευχολόγια- με ότι δυσάρεστο συνεπάγεται αυτό...

4.4 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση και Σχέση Κινδύνου – Απόδοσης



Η απόδοση της επιλεγμένης απόδοσης είναι άμεσα εξαρτώμενη από τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Η συνήθης παρανόηση είναι ότι μεγαλύτερος κίνδυνος σημαίνει υψηλότερη απόδοση. Η σωστή διατύπωση είναι όμως ότι όσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος τόσο υψηλότερη η αναμενόμενη απόδοση. Φυσικά δεν υπάρχει κάποια εγγύηση εδώ. Μεγαλύτερος κίνδυνος μπορεί να σημαίνει και υψηλότερες ζημιές (όπως ακριβώς μπορεί να σημαίνει και υψηλότερα κέρδη).

Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει τη σχέση απόδοσης - κινδύνου:



Σχήμα: Σχέση απόδοσης – κινδύνου

4.5 Διαφοροποίηση

Είναι μία τεχνική διαχείρισης κινδύνου που επιτρέπει την ανάμιξη ενός ευρέως φάσματος επενδύσεων με ένα χαρτοφυλάκιο ώστε να ελαχιστοποιήσει την επίδραση που έχει το κάθε ένα περιουσιακό στοιχείο στην απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Ακολουθεί μια ενδεικτική αναφορά ανάλογα με το ύψος της απόδοσης που περιμένουμε και τον κίνδυνο που θέλουμε να εκτεθούμε :



Τα κριτήρια αξιολόγησης που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την επιλογή ενός fund είναι οι παρακάτω δείκτες:

Market beta:

Ο δείκτης μετράει την συσχέτιση των μεταβολών της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου σε σχέση με την απόδοση της αγοράς που επενδύει. Αν ο δείκτης τείνει στο 1 τότε τα hedge funds αυτά ονομάζονται index funds γιατί ακολουθούν πιστά τις μεταβολές πάνω/κάτω ενός δείκτη.

Size beta:

Ο δείκτης μετράει την έκθεση ενός hedge fund σε εταιρείες μικρής κεφαλοποίησης. Στατιστικά οι μετοχές μικρής κεφαλοποίησης αποδίδουν υψηλότερα με υψηλότερο ρίσκο.

Value beta:

Ο δείκτης μετράει την έκθεση ενός hedge fund σε εταιρείες με οικονομικά προβλήματα που διαπραγματεύονται με μεγάλες αποκλίσεις από την πραγματική τους αξία.

Momentum beta:

Ο δείκτης μετράει την έκθεση ενός hedge fund σε μετοχικές και άλλες αξίες που έχουν ανέβει σημαντικά πρόσφατα, ακολουθώντας το ρητό “Follow the trend”.

Σε κάθε περίπτωση ένας επενδυτής πριν αποφασίσει σε πιο fund θα τοποθετηθεί πρέπει να συμβουλευτεί σχολαστικά τα ιστορικά στοιχεία αποδόσεων και το βιογραφικό του διαχειριστή. Συνιστάται να αποφεύγεται εντελώς η τοποθέτηση σε hedge funds με μικρό ιστορικό και ‘άγνωστους’ διαχειριστές ακόμα και αν τα management fees είναι πολύ χαμηλά

Από τις αρχές του 2009, το μέσο hedge fund αρμπιτράζ συγκριτικών αξιών έχει απόδοση 45% σε σύγκριση με το 31% των συμβατικών ανταγωνιστικών επενδυτικών κεφαλαίων, σύμφωνα με τη Hedge Fund Research.

«Είναι πολύ καλό περιβάλλον για να μπορούν να παράγουν alpha [μέτρο απόδοσης των hedge fund managers] – λόγω των κινήσεων των κεντρικών τραπεζών», σημειώνει ο Ermanno Dal Pont, επικεφαλής της European Capital Solutions της Barclays, που διαπραγματεύεται με hedge funds.

Οι ιταλικές αγορές ομολόγων, για παράδειγμα, παρουσίασαν πρωτοφανείς αποκλίσεις τιμών ανάμεσα σε ποικίλες τάξεις ομολόγων που εξέδωσε η κυβέρνηση, ως αποτέλεσμα των ενέσεων ρευστότητας με τα LTRO της ΕΚΤ.

Τον Ιανουάριο οι επενδυτές «ξεφορτώθηκαν» ιταλικά ομόλογα προστατευμένα από τον πληθωρισμό, φοβούμενοι ότι αυτόματα θα εκπέσουν από σημαντικούς ευρωπαϊκούς δείκτες ομολόγων αν υποβαθμιστεί η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, ενώ παράλληλα οι ιταλικές τράπεζες φόρτωναν συμβατικά ιταλικά ομόλογα χρησιμοποιώντας το ρευστό των LTRO.

Τα hedge funds αγόρασαν τα φθηνά προστατευμένα από τον πληθωρισμό ομόλογα, χρησιμοποίησαν swaps για να ισοφαρίσουν τον πληθωρισμό και

στη συνέχεια σόρταραν τα ακριβά συμβατικά ιταλικά ομόλογα, έτσι ώστε να προφυλαχθούν εντελώς από τον πιστωτικό κίνδυνο και τον πληθωρισμό και παράλληλα να κλειδώσουν τη διαφορά εξαιτίας προσφοράς και ζήτησης ανάμεσα στα δύο ομόλογα.

Το spread ανάμεσά τους ήταν πάνω από 200 μονάδες βάσης, σύμφωνα με τον κ. Bob Treue, ιδρυτή του αμερικανικού hedge fund αρμπιτράζ σταθερού εισοδήματος Barnegat, που έχει αποκομίσει κέρδος 18% από τις επενδύσεις του μέχρι στιγμής στο έτος. Άλλα κεφάλαια αρμπιτράζ συγκριτικών αξιών που έχουν πολύ καλή εμφάνιση είναι το Obsidian της BlackRock με απόδοση 13,5%.

Το spread στα ιταλικά ομόλογα «ήταν σχεδόν πρωτάκουστο» δήλωσε ο κ. Treue. «Λίγα αρμπιτράζ το έχουν ξεπεράσει».

Το μεγαλύτερο αρμπιτράζ όλων των εποχών καταγράφηκε από τους ακαδημαϊκούς της υπηρεσίας οικονομικών ερευνών των ΗΠΑ το 2010 και αφορούσε την απόκλιση τιμών 250 μ.β. ανάμεσα στα προστατευμένα από τον πληθωρισμό και στα συμβατικά κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ στους μήνες που ακολούθησαν την κατάρρευση της Lehman Brothers.

Μερικοί από τους πιο γνωστούς διαχειριστές hedge funds έχουν εκφράσει πολλές δικαιολογίες για τις χαμηλές επιδόσεις τους σε σχέση με τους χρηματιστηριακούς δείκτες το περασμένο έτος, με πολλά μεγάλα funds να έχουν διψήφιες απώλειες.

Σε επιστολές τους προς επενδυτές, οι διαχειριστές επεσήμαναν πράγματα όπως η κρίση χρέους στην Ευρώπη, μια πιο αργή (από την αναμενόμενη) οικονομική ανάκαμψη στις Ηνωμένες Πολιτείες, και απρόβλεπτα γεγονότα όπως η πυρηνική καταστροφή της Ιαπωνίας, να έρχονται όλα μαζί για να δημιουργήσουν ένα δύσκολο περιβάλλον που χαρακτηρίστηκε από μεγάλες και συχνά απρόβλεπτες διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών.

Το αποτέλεσμα ήταν μια φτωχή χρονιά για τα hedge funds των 1,7 τρισεκατομμυρίων δολαρίων, με το μέσο fund να έχει πτώση 4,8% ενώ μερικά που εστιάζουν σε μετοχές να έχουν πτώση κατά μέσο όρο 19%, σύμφωνα με έρευνα που καταρτίστηκε από το Hedge Fund Research και αναλυτές της Bank of America Merrill Lynch.

Οι επενδυτές που απέφυγαν τα hedge funds και αντί αυτού επέλεξαν αμοιβαία κεφάλαια τα πήγαν πολύ καλύτερα. Για παράδειγμα, το Vanguard 500 Index fund αυξήθηκε κατά 2%, και το Stocks PLUS Long Duration της Pimco, με τις καλύτερες επιδόσεις αμοιβαίων κεφαλαίων για το 2011, πέτυχε 21,2%.

Οι δικαιολογίες των διαχειριστών hedge funds δεν πείθουν τους πάντες. Οι σκεπτικιστές λένε ότι όσο και αν οι διαχειριστές μπορεί να είναι έξυπνοι, είναι επιρρεπείς σε λάθη όπως όλοι οι άλλοι, και δεν είναι απαραίτητα ευλογημένοι με μια διαρκή ειδική ενόραση των αγορών.

Παρατηρητές του κλάδου λένε ό, τι αυτό που έκαψε πολλούς διάσημους διαχειριστές το 2011 ήταν ότι πάρα πολλοί traders είχαν συσσωρεύσει στις ίδιες μετοχές.

«Οι επενδυτές χρίζουν πάντα έναν καινούριο ημίθεο διαχειριστή, κάθε στιγμή», δήλωσε ο καθηγητής Jim Liew, που διδάσκει στρατηγικές των hedge funds στο Stern School του Πανεπιστημίου της Νέας Υόρκης. «Αλλά είναι βέβαιο ότι θα απογοητευτούν επειδή ο εμπειρικός κανόνας λέει ότι ένας διαχειριστής που είναι + 40% μία χρονιά, μπορεί να είναι -40% την επόμενη. Είναι απολύτως ανθρώπινο.»

Ένα παράδειγμα είναι η Whitney Tilson. Τα 250 εκατομμύρια δολάρια των T2 Partners LLC έχουν γενικά πετύχει πολύ καλύτερες επιδόσεις σε σχέση με τους δείκτες, αλλά πέρυσι ήταν μια πολύ διαφορετική ιστορία, με το κύριο fund να πέφτει 25%, έχοντας χάσει μεγάλα ποσά σε μετοχές όπως το Iridium και Netflix.

«Ήταν μια εξαιρετικά απογοητευτική - και ταπεινωτική - εμπειρία» έγραψε η Tilson σε πρόσφατη επιστολή προς τους επενδυτές.

Μερικοί μέσα από τα hedge funds υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές θα πρέπει να είναι προσεκτικοί πριν απορρίψουν διαχειριστές, οι οποίοι έχασαν πολύ το 2011. Αναλυτές του κλάδου υποστηρίζουν ότι σε διάρκεια χρόνου, τα hedge funds έχουν πολύ καλύτερες επιδόσεις από τους δείκτες, και πέρυσι μπορεί απλά να ήταν μια από εκείνες τις σπάνιες φορές που σκόνταψαν ακόμα και οι πιο έξυπνοι.

Εξάλλου, τα hedge funds, σε αντίθεση με τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια, μπορούν να στοιχηματίσουν ότι οι τιμές των μετοχών θα μειωθούν με θέσεις short, κάτι που βοήθησε να κερδίσουν τεράστια ποσά στο παρελθόν.

«Δεν λέω ότι τα hedge funds έκαναν τα πάντα τέλεια, αλλά είναι δύσκολο να καταπολεμήσεις τις αντιξοότητες που οι διαχειριστές αντιμετωπίζουν», δήλωσε ο Francis Frecentese, ο οποίος εποπτεύει τις επενδύσεις των hedge funds για την Citigroup.

Ωστόσο, αναλυτές της Goldman Sachs υποστηρίζουν ότι υπήρξαν πολλές ευκαιρίες για τους διαχειριστές των hedge funds το περασμένο έτος, παρά την αναταραχή των αγορών.

Για να είμαστε δίκαιοι, κάποιοι τα πήγαν πολύ καλά, όπως ο Chase Coleman της Tiger Global, με κέρδη 45%, σε μεγάλο βαθμό μέσα από έξυπνα σύντομα short στοιχήματα. Άλλα στελέχη που είχαν καλές αποδόσεις είναι ο Philippe Lafont, της Coatue Management με κέρδη 17%, και ο John Thaler, της JAT Capital με 13%.

Σε ένα πρόσφατο σημείωμα, μια ομάδα αναλυτών της Goldman με επικεφαλής τον στρατηγικό αναλυτή μετοχών των ΗΠΑ David Kostin, έγραψαν ότι η κακή απόδοση των διαχειριστών το 2011 αποτελεί έκπληξη

δεδομένου ότι η επιλογή μετοχών δεν ήταν πολύ χειρότερη από οποιαδήποτε άλλη χρονιά τις τελευταίες τρεις δεκαετίες.

Κάθε τρίμηνο, η ομάδα του Kostin συγκεντρώνει μια λίστα με τις 50 μετοχές που «είναι οι πιο σημαντικές για την απόδοση των hedge funds.» Πέρυσι, διαπίστωσε ότι αυτό το καλάθι υποαπέδωσε τον ευρύτερο Standard & Poor 500 Index κατά 5%.

«Υπήρξαν πάρα πολλοί παίκτες που κινήγησαν πολύ λίγες ευκαιρίες,» δήλωσε η Mary Ann Bartels, επικεφαλής τεχνικής ανάλυσης της Bank of America Merrill Lynch, για κινήσεις του περασμένου έτους.

Τα hedge funds έχουν από καιρό δηλώσει ότι οι αποδόσεις τους δεν θα καθρεφτίζουν ούτε θα συσχετίζονται με τις αγορές μετοχών. Αλλά η ομάδα Bartels κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης των hedge funds και του S & P 500 έφθασε σε ιστορικά υψηλά επίπεδα στα τέλη του περασμένου έτους.

Μερικές από τις μεγαλύτερες απώλειες των hedge funds το περασμένο έτος, είχαν τις ρίζες τους στην αγάπη τους για τις μετοχές τραπεζών όπως η Bank of America (BAC.N), η οποία υποχώρησε 60 τοις εκατό. Για τον διαχειριστή John Paulson, του οποίου το στοίχημα στον χρυσό απέφερε κέρδη 5 δισεκατομμύρια δολάρια το 2010, η απότομη πτώση της Bank of America αμαύρωσε δραματικά τη φήμη του. Το fund του Advantage Plus έχασε περισσότερο από το ήμισυ των περιουσιακών του στοιχείων το 2011.

Ο Paulson και άλλοι σκέφτηκαν ότι οι τράπεζες θα αρχίσουν πάλι να δανείζουν, καθώς η οικονομία ανέκαμπτε. Αλλά η στιγμή που επέλεξαν να επενδύσουν ήταν λάθος, και μέχρι να μειώσουν τις θέσεις τους στις Bank of America, Citigroup και JPMorgan Chase - μερικές από τις μετοχές που πολλοί διαχειριστές hedge funds είχαν επενδύσει - ήταν πολύ αργά για να σβήσουν τις βαριές απώλειες τους, σύμφωνα με επενδυτές σε κάποια μεγάλα funds.

Υπήρχαν και άλλα μεγάλα ονόματα ανάμεσα στους χαμένους, ειδικά στον τομέα της τεχνολογίας. Ο Lee Ainslie της Capital Maverick ο οποίος έχασε 15 τοις εκατό από τις χαμηλές επιδόσεις κινεζικών εταιρειών όπως η SINA Corp και η Youku.

Ακόμη και αστέρια όπως ο Daniel Loeb, ο οποίος είχε μέχρι και διψήφιες θετικές αποδόσεις νωρίτερα εντός του έτους, τελείωσε το 2011 με ουδέτερες επιδόσεις. Το Third Point Offshore fund του Loeb τέλειωσε το έτος με πολύ μικρές επιδόσεις, ο Perry Richard του Perry Partners International fund έχασε 7,37%, και ο William Ackman του Pershing Square International μείον 2 τοις εκατό.

Δεδομένου ότι ορισμένοι διαχειριστές παρασύρονται σε αυτό που οι επικριτές ονομάζουν «σκέψη ομάδας» αρκετοί επενδυτές θεωρούν ότι ήταν μόνο θέμα χρόνου πριν γίνει αισθητή η στενή σχέση του κλάδου - πολλοί διαχειριστές

πήγαν στα ίδια σχολεία διοίκησης επιχειρήσεων και εργάστηκαν στα ίδια funds.

«Είναι τρομακτικό πόσοι πολλοί διευθυντές δεν μπορούν να εξηγήσουν γιατί έχουν συγκεκριμένες θέσεις», δήλωσε ο Neil Chelo, διευθυντής έρευνας της Benchmark Plus Partners, η οποία έχει επενδύσει \$1,8 δισ. ευρώ σε hedge funds.

Οι απώλειες του περασμένου έτους είναι ιδιαίτερα αισθητές στους επενδυτές οι οποίοι είχαν πληρώσει βαριές αμοιβές στα hedge funds, όταν θα μπορούσαν να τα έχουν πάει καλύτερα με τα λιγότερο δαπανηρά αμοιβαία κεφάλαια.

«Μετά από 20 χρόνια επενδύσεων σε hedge funds, τελικά συνειδητοποίησα ότι δεν είναι παρά άλλο ένας κλάδος με τεράστιες αμοιβές, έλλειψη ρευστότητας, υψηλή μόχλευση και κρυφούς κινδύνους δεδομένης της έλλειψης διαφάνειας», δήλωσε ο Bradley Alford, επικεφαλής επενδύσεων στην Alpha Capital Management.

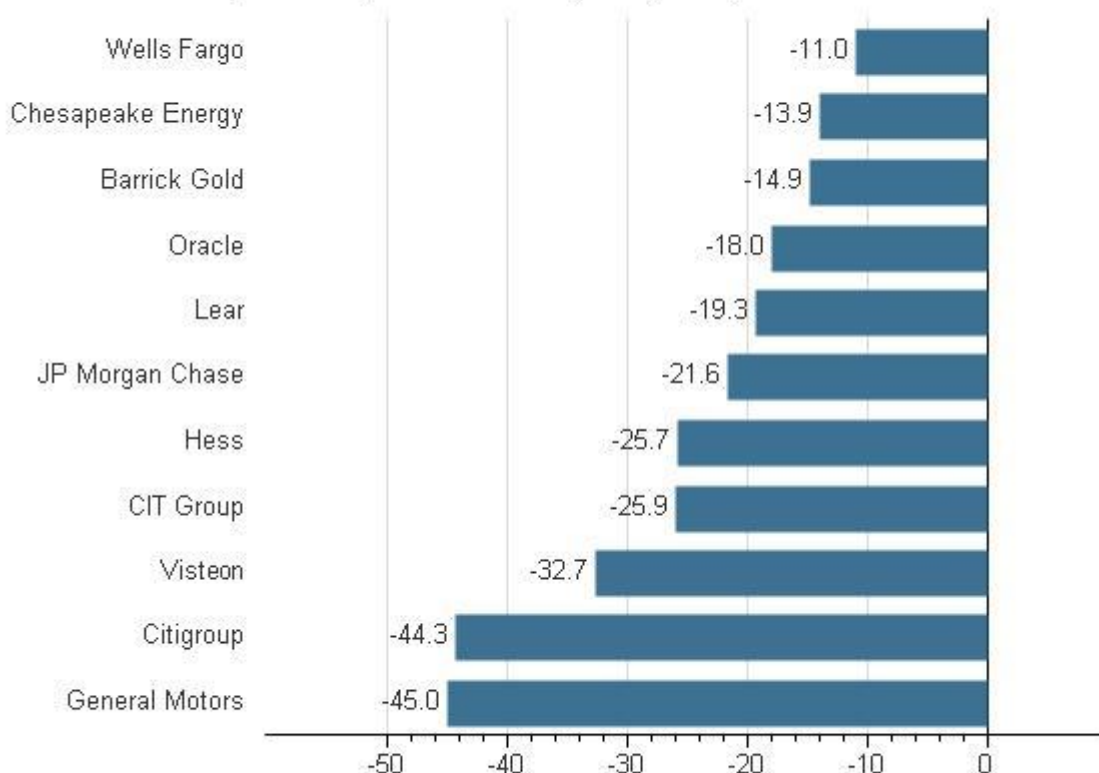
Ωστόσο, ορισμένοι επενδυτές ανησυχούν ότι τα ίδια ακριβώς πράγματα που οδήγησαν σε προβλήματα το 2011 - η κρίση χρέους στην Ευρώπη και πάρα πολλά μεγάλα funds να παίζουν τα ίδια πράγματα - εξακολουθούν να είναι παρόντα και τώρα. Στην πραγματικότητα, κατά κάποιον τρόπο, η αβεβαιότητα μπορεί να είναι χειρότερη, με εκατομμύρια ψηφοφόρων στη Ρωσία, τη Γαλλία και τις Ηνωμένες Πολιτείες να αναμένονται να προσέλθουν στις κάλπες φέτος.

«Το 2012 θα μπορούσε να είναι μια επανάληψη, αν όχι χειρότερο από το 2011», δήλωσε ο Kurt Silberstein, ο οποίος είναι επικεφαλής εναλλακτικών επενδύσεων στην Ascent Private Capital Management και προηγουμένως επέλεγε hedge funds για την Calpers, το μεγαλύτερο δημόσιο συνταξιοδοτικό ταμείο των ΗΠΑ.

Ακολουθεί ένα διάγραμμα με τις χειρότερες επιλογές αποθεμάτων που κατέχουν, πολλά αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου, κατά το έτος 2011.

Hedge funds' worst stocks picks

Selection of underperforming stocks held by many hedge funds in 2011*



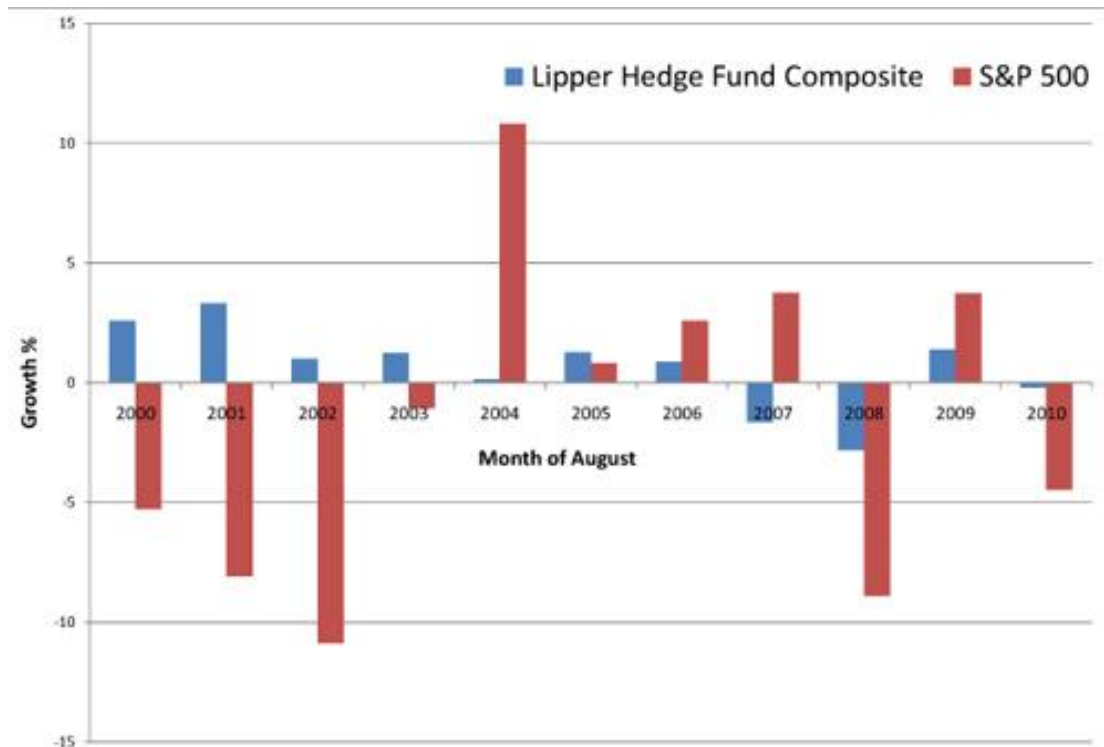
* From data compiled by Goldman Sachs equity research

Reuters graphic/Scott Barber - to close 1/10/2012

Source: Thomson Reuters Datastream

Τα hedge funds ιστορικά παρουσιάζουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τους χρηματιστηριακούς δείκτες. Στο γράφημα που ακολουθεί (από την Thomson Reuters) παρουσιάζεται η απόδοση του δείκτη **Lipper Hedge Funds Composite** την τελευταία 10ετία σε σχέση με τον **S&P 500** (ΗΠΑ).

Ο **Lipper Hedge Funds Composite**^{lxxvi} παρακολουθεί τις μεταβολές στις αποδόσεις ενός αριθμού διαφορετικών hedge funds.



Σε περιόδους χρηματοοικονομικής κρίσης όλοι αναζητούν τους «κακούς», οι οποίοι με τη στρατηγική και τις μεθόδους τους οδήγησαν στην αρνητική πορεία της αγοράς. «Κακοί» είναι συνήθως αυτοί που επιδιώκουν την κερδοσκοπία σε βάρος των «έντιμων» επενδυτών.

Με τη λογική, όμως, του **Warren Buffet** (ο τρίτος πλουσιότερος άνθρωπος στον κόσμο το 2010 και κορυφαίος διαχειριστής *hedge fund*), δεν υπάρχουν «κακοί» επενδυτές. Υπάρχουν μόνο εύστοχοι και άστοχοι! Μάλιστα, στο νέο κόσμο των επενδύσεων, το κλειδί της επιτυχίας είναι να εμπιστευτείς τον πιο διορατικό διαχειριστή κεφαλαίου, ο οποίος θα επενδύσει έξυπνα τα χρήματά σου. Κάπως έτσι τα γνωστά – άγνωστα *hedge funds* μπήκαν κάτω από τη λάμπα του ανακριτή.

Τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, όπως αλλιώς αναφέρονται, κατάφεραν για άλλη μια χρονιά να τραβήξουν τα φώτα της προσοχής, αλλά και να εγείρουν έντονους προβληματισμούς, προσφέροντας κέρδη – ρεκόρ δις δολαρίων στους πελάτες τους το πρώτο εξάμηνο του 2012.

Επειδή οι επενδύσεις σε *hedge funds* διαφοροποιούν το χαρτοφυλάκιο των επενδύσεων, οι επενδυτές μπορούν να τα χρησιμοποιούν ως εργαλείο για να μειώσουν τη συνολική έκθεση του χαρτοφυλακίου τους σε συγκεκριμένους κινδύνους. Οι διαχειριστές των *hedge funds* χρησιμοποιούν συγκεκριμένες στρατηγικές διαπραγμάτευσης (*trading*) και εργαλεία με συγκεκριμένο στόχο τη μείωση των κινδύνων της αγοράς για να δημιουργήσουν αποδόσεις με βάση τον σταθμισμένο κίνδυνο που έχουν επιλέξει οι επενδυτές.

Ιδανικά, τα *hedge funds* αποφέρουν αποδόσεις που δεν σχετίζονται άμεσα με τους δείκτες της αγοράς. Ενώ η «αντιστάθμιση» μπορεί να είναι

ένας τρόπος μείωσης του κινδύνου μιας επένδυσης, τα hedge funds, όπως και όλοι οι άλλοι τύποι επενδύσεων, δεν είναι απρόσβλητα από κινδύνους.

Ίσως, οι μάνατζερ των αντισταθμιστικών ταμείων (hedge funds) προσφέρουν έργο που πράγματι είναι αντάξιο της αμοιβής τους. Από το 1996 όπως ήδη έχουμε αναφέρει, τα αντισταθμιστικά ταμεία έχουν ξεπεράσει σε αποδόσεις τα στοιχεία ενεργητικού στα οποία επενδύουν, κατά 5,2% ετησίως, σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της Barclays Capital.

Και αυτό είναι σπουδαία είδηση για τη συγκεκριμένη βιομηχανία. Ωστόσο, δεν είναι κακό να υπάρχουν και κάποιες επιφυλάξεις.

Οι διαχειριστές των αντισταθμιστικών ταμείων διακατέχονται από ιδιαίτερη αγωνία για να καταδείξουν ότι οι επιδόσεις των hedge funds υπερβαίνουν τη συνήθη τάση, επειδή ακριβώς χρεώνουν τόσα πολλά. Άποψη που, όμως, όλο και περισσότερο είναι δυσκολότερο να προωθηθεί και να καταστεί αποδεκτή.

Ο δείκτης **Credit Suisse Tremont Hedge Fund**^{lxxvii}, ο οποίος καταρτίζεται μετά την καταβολή των προμηθειών έχει δείξει πορεία η οποία είναι σχεδόν ταυτόσημη με εκείνη του δείκτη **Standard & Poor's 500**^{lxxviii}, τουλάχιστον για τα τελευταία 13, 10 και 4 χρόνια. Και φαίνεται πως οιαδήποτε «έξτρα» επίδοση αντισταθμίζεται από την πρόσθετη δαπάνη.

Ωστόσο τα αντισταθμιστικά ταμεία δεν προσπαθούν απλώς να ξεπεράσουν τη χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΑ. Επιδιώκουν να εμφανίσουν υψηλότερες αποδόσεις από τα υπό παθητική διαχείριση ταμεία σε όλες τις αγορές στις οποίες πραγματοποιούν επενδυτική δραστηριότητα.

Η Barclays Capital πραγματοποίησε έρευνα για το κατά πόσον το επιτυγχάνουν μέσα από κάποια διαδικασία μελέτης των αποδόσεων των αμοιβαίων μετοχικών κεφαλαίων, τα οποία καλύπτουν το 40% του συνόλου των στοιχείων ενεργητικού των hedge funds.

Συνέκρινε τα πραγματικά αποτελέσματα με μια σειρά υποθετικών παθητικών χαρτοφυλακίων και διαπίστωσε επίδοση, γνωστή ως **alpha**, 5,2% ετησίως. Η μεγαλύτερη απόδοση, υπέρτερη της μέσης τάσης, σημειώθηκε το 1999 και το 2000 όταν η χρηματιστηριακή αγορά ήταν ιδιαίτερα ρηχή. Αλλά, ακόμα κι αν εξαιρεθεί αυτή η διετία, ο μέσος όρος ήταν 3,2%.

Επιπλέον, δε, η επίδοση alpha ήταν αρνητική μόνο σε ένα έτος, το 2002 και στη συνέχεια κατέγραψε το μέτριο ποσοστό του 1,3%. Έχουν δίκιο, λοιπόν, οι επενδυτές να τοποθετούν σ' αυτόν τον κλάδο; Ίσως, αλλά υπάρχουν πολλά προβλήματα με αυτό το είδος της μελέτης της Barclays.

- Πρώτον, ο δείκτης κολακεύει τη βιομηχανία υπερεκτιμώντας τα επιτυχημένα funds.
- Δεύτερον, η απόδοση οιοδήποτε μάντζερ μπορεί να είναι πολύ πιο διαφορετική από εκείνη ολόκληρης της βιομηχανίας.
- Και, τρίτον, η ραγδαία επέκταση των στοιχείων ενεργητικού των hedge funds μπορεί να αποδειχθεί επιβλαβής

Τα **hedge funds προσαρμόζονται στις ανάγκες της εποχής**, ανακατεύουν την βουλιμία με την σύνεση, και προσφέρουν ένα νέο, θεωρητικά πολλά υποσχόμενο επενδυτικό μοντέλο, που συμβιβάζει τα μέχρι πρότινος ασυμβίβαστα. Τα δύο βασικά προβλήματα είναι οι επενδυτές, που δεν πείθονται εύκολα, και η ίδια η αγορά, που δεν συγχωρεί λάθη. Το μέλλον, αβέβαιο, αλλά η τάση είναι εδώ, και μάλιστα πολύ έντονη.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Συμπέρασμα της παραπάνω εργασίας μας είναι ότι: Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση έχει αναδείξει μια ομάδα από τρωτά σημεία στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα. Έχει επίσης επισημάνει τις ισχυρές αλληλεπιδράσεις που υφίστανται μεταξύ των παραγόντων των χρηματοοικονομικών αγορών και έχει επίσης αποδείξει πόσο τάχιστα οι κίνδυνοι που εμφανίζονται σε έναν τομέα μπορούν να μεταδοθούν σε όλο το σύστημα. Είναι αναγκαίο να ληφθούν υπόψη, όλες οι διαδράσεις όλων των παραγόντων που συσχετίζονται με την κρίση και διαμορφώνουν τα αποτελέσματα της.

Ο κλάδος των hedge funds, κατά κοινή ομολογία, έχει αναπτυχθεί αρκετά τα τελευταία χρόνια. Υπερβολικά μάλιστα καλά. Οι ημέρες που κάποιος ξεκινούσε ένα hedge fund με τίποτε περισσότερο από ένα όνειρο και μία προσδοκία έχουν παρέλθει ανεπιστρεπτί. Με υψηλότερα κόστη εκκίνησης, μεγαλύτερη ζήτηση από θεσμικούς επενδυτές και λιγότερες ευκαιρίες κερδοσκοπίας, έχει έλθει η ώρα να εξετάσουμε σοβαρά το συγκεκριμένο κλάδο, που ωριμάζει ταχύτατα. Έχει έλθει το πλήρωμα του χρόνου για τον κλάδο να αναπτυχθεί προς τις επενδύσεις και να απομακρυνθεί από τις κερδοσκοπικές τακτικές.

Στην πραγματικότητα, οι περισσότερες ευκαιρίες που παρουσιάζονται για τα hedge funds οφείλονται ακριβώς στις αργές, σχεδόν μηχανικές κινήσεις των συναδέλφων τους στα παραδοσιακά αμοιβαία κεφάλαια. Οι διαχειριστές τους είναι πρακτικά ελεύθεροι να διαχειρίζονται τα χαρτοφυλάκιά τους, όπως εκείνοι νομίζουν καλύτερα, αρκεί να ισχύει μία βασική προϋπόθεση, η καταγραφή υψηλών αποδόσεων. Μία αδύναμη ή ακόμα και αρνητική απόδοση του χαρτοφυλακίου μπορεί να καταστρέψει τόσο τον ίδιο τον διαχειριστή, όσο και ολόκληρο το hedge fund, ενώ αντιθέτως μια καλή απόδοση δημιουργεί ένα νέο "αστέρι" στον κλάδο.

Φυσικά αυτή η επιτυχία δεν μπορεί να περάσει απαρατήρητη. Πολλά ταλέντα του χώρου των επενδύσεων, αλλά και πολλοί διαχειριστές χωρίς ταλέντο ανέβηκαν στο «τραίνο των hedge funds» και τα κεφάλαια που διαχειρίζονταν πλημμύρησαν πολλές, κάποτε μη αποδοτικές, αγορές. Οι δυνατότητες του κλάδου, σε πολλές περιπτώσεις, έχουν αγγίξει τα όριά τους ή τα έχουν ξεπεράσει, όπως π.χ. στην περίπτωση των μετατρέψιμων ομολόγων, αναγκάζοντας τους διαχειριστές να αναζητούν νέες ευκαιρίες ή να παρατηρούν τη στρατηγική τους να μην εκπληρώνει τις επενδυτικές τους προσδοκίες.

Είναι γεγονός ότι οι αλλαγές στον κλάδο δεν οφείλονται μόνο σε

περιορισμένες κεφαλαιακές ροές και συμπίεση των περιθωρίων για εξαιρετικές αποδόσεις. Υπάρχουν και άλλοι θεμελιώδεις παράγοντες, που προκαλούν σημαντικές μεταβολές σ' αυτόν. Μεταξύ των πρώτων είναι οι διαχειριστές αυτών.

Όπως είναι φυσικό, τα διαχειριστικά ταλέντα είναι σπάνια. Δεν υπάρχει αμφιβολία, όπως έχει αναδειχθεί ως σήμερα ότι τους πιο ταλαντούχους διαχειριστές στον κόσμο τους διαθέτουν τα hedge funds. Ωστόσο προσελκύουν και άλλους διαχειριστές. Συμπεράσματα μελετών προμηνύουν ότι, δυστυχώς, χιλιάδες διαχειριστές θα βρεθούν στη δυσάρεστη θέση να αποχωρήσουν, λόγω αναγκαίας αναδιάρθρωσης του κλάδου που ωριμάζει. Μια ακόμη θλιβερή πραγματικότητα για τα hedge funds είναι η ίδια η δραστηριότητα της λειτουργίας μιας επενδυτικής εταιρείας. Πλέον η συμμόρφωση με την νομοθεσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC) είναι αναγκαστική, με ανακοινώσεις, αρχεία εγγράφων και e-mails, αλλά και πολλά ακόμα καθήκοντα. Ο κλάδος αντιλαμβάνεται ακόμη ότι η λειτουργία μιας σωστά δομημένης επιχείρησης είναι κάτι τελείως διαφορετικό και πολύπλοκο, σε σχέση με την διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου τίτλων. Παράλληλα, οι απαιτήσεις των πελατών είναι πολύ πιο δυσβάστακτες σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια. Έχει περάσει η εποχή που οι πελάτες - επενδυτές αποδέχονταν μονοψήφια απόδοση. Ακόμη, οι διαχειριστές οφείλουν να παρέχουν ροή δεδομένων σχετικά με το αναλογούμενο ρίσκο και την προσδοκώμενη απόδοση, την επενδυτική στρατηγική, που ακολουθείται, καθώς και με τη διασπορά του χαρτοφυλακίου.

Η σημαντικότητα και η ανάγκη για την διαχείριση κινδύνων έχει γίνει ακόμα πιο εμφανής λόγω της απελευθεροποίησης, της παγκοσμιοποίησης αλλά και της μεταβλητότητας των χρηματοοικονομικών αγορών. Επιπλέον, ο αυξανόμενος ανταγωνισμός έχει οδηγήσει στην αύξηση των κινδύνων (και κυρίως του πιστωτικού για τα τραπεζικά ιδρύματα) και έτσι η διαχείριση αυτών καθίσταται ακόμη πιο αναγκαία ώστε να υπάρξει σταθερότητα όχι μόνο σε εταιρίες αλλά και στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ήδη ξεκινήσει την δημιουργία αναθεώρησης του κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου για όλους τους παράγοντες των χρηματοπιστωτικών αγορών σε όλη την Ευρώπη, ευθυγραμμισμένη με τον στόχο της G-202, ώστε να «διασφαλισθεί ότι όλοι οι συμμετέχοντες και τα προϊόντα των χρηματοοικονομικών αγορών είναι πλέον ρυθμισμένα ή υπόκεινται σε επίβλεψη, όσο το δυνατόν καλύτερα για όλες τις περιστάσεις». Επίσης, η Επιτροπή Βασιλείας σύμφωνα με το «Βασιλεία II πλαίσιο για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις» έθεσε τις βάσεις για ένα διεθνές σύστημα διαχείρισης του κινδύνου. Είναι μια σημαντική αναβάθμιση του «Βασιλεία I», που θα προσφέρει τα σωστά κίνητρα για τις εταιρίες ώστε να βελτιώσουν όχι απλά και μόνο τις διαδικασίες διαχείρισης του κινδύνου τους, αλλά επίσης την εταιρική τους διακυβέρνηση και τις υποδομές ελέγχου.

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για την αντιστάθμιση κινδύνων, συμπεριλαμβανομένων του κινδύνου των επιτοκίων, του κινδύνου συναλλαγματικών ισοτιμιών και του πιστωτικού κινδύνου. Η ανάγκη για διαχείριση και αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου

γίνεται όλο και πιο αντιληπτή από τους συμμετέχοντες στη αγοράς κεφαλαίου. Πλέον, η αγορά των πιστωτικών παραγώγων παρουσιάζει ραγδαία εξέλιξη.

Το πιο άμεσο κανάλι μεταφοράς κινδύνου από τα hedge funds, στο ευρύτερο χρηματοοικονομικό σύστημα προέρχεται από τις δυνητικές συνέπειες της αποτυχίας των hedge funds με συσχετιζόμενους (συστημικά) θεσμικούς οργανισμούς, όπως κυρίως τους Prime Brokers οι οποίοι έχουν σημαντική έκθεση ως αντισυμβαλλόμενοι στα hedge funds. Ο δανεισμός των hedge funds από prime brokers υπόκειται βέβαια σε κανόνες. Έτσι αυτή η «έμμεση κανονιστική προσέγγιση» στην δραστηριότητα των hedge funds, εμφανίζει να έχει αντίκτυπο στην μετατόπιση κινδύνων και στο τραπεζικό σύστημα. Βέβαια η κατάρρευση των Long-Term Capital Management (LTCM) και του Amaranth Advisors, απορροφήθηκε από το σύστημα χωρίς μακροχρόνιες επιπτώσεις. Εντούτοις, ο αντίκτυπος της κατάρρευσης μεγαλύτερων σε μόχλευση funds μπορεί να είναι ισχυρότερος. Επιπρόσθετα, στις μέρες μας, τα προϊόντα διαπραγμάτευσης των hedge funds ίσως είναι λιγότερο ρευστοποιήσιμα και πλέον δυσκολότερα να εκκαθαριστούν, άρα και την κατάρρευση τους πιο δύσκολα αφομοιώσιμη από την αγορά. Τα hedge funds δεν θεωρούνται ότι έχουν μεγάλη συσχέτιση με το σύστημα. Οι ζημίες που πραγματοποιούνται από τα hedge funds και ο κίνδυνος αποτυχίας τους γεννιούνται απευθείας από τους επενδυτές και από τους αντισυμβαλλόμενους τους. Γι αυτόν τον λόγο, τα κεφαλαιουχικά τους αποθέματα δεν αποτελούν μέρος του ρυθμισμένου τους τμήματος. Είναι σημαντικό κατά την άποψη της Ε.Ε. οι βασικές ρυθμιστικές αρχές να είναι σε θέση να ελέγξουν τους κινδύνους των hedge funds, έτσι ώστε να διαμορφώσουν μια ακριβή και δίκαιη εκτίμηση για την έκταση της μόχλευσης.

Πάντως, η έκρηξη της αγοράς των hedge funds άρχισε να δημιουργεί ανησυχίες για το ότι έχουν, πλέον, καταστεί υπερβολικά μεγάλα σε μέγεθος, ώστε να αξιοποιούν τις αναποτελεσματικότητες των αγορών, τις οποίες έχουν σχεδιαστεί για να κυνηγούν.

Οι υψηλές τους αποδόσεις οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στον εντοπισμό και την αξιοποίηση δυσλειτουργιών στις αποτιμήσεις των αγορών, στη χρήση μόχλευσης και παραγώγων προϊόντων. Έτσι, το ερώτημα είναι «πόσο θα εξακολουθήσουν να προσφέρουν τις υψηλές αποδόσεις, όταν ένας συνεχώς αυξανόμενος αριθμός hedge funds κυνηγά τις ίδιες επενδυτικές ευκαιρίες;».

Σε έναν κλάδο που “ το γρασίδι μπορεί να καλλιεργηθεί ακόμα και σε πέτρες”, συγκεκριμένοι διαχειριστές έχουν ήδη ανακαλύψει νέους τρόπους για να αποκομίζουν αποδόσεις. Αυτός είναι και ο νέος τύπος των διαχειριστών των hedge funds, δηλαδή νηφάλιοι, σοβαροί κερδοσκόποι που μεταλλάχθηκαν σε επενδυτές και που αναμένεται να αλλάξουν και πάλι τα δεδομένα στην ενεργητική διαχείριση κεφαλαίων.

Ο κυνισμός των αγορών μάς λέει , πως τα κράτη πτωχεύουν αλλά τα hedge funds αυξάνουν τα κέρδη τους. Αφού έκαναν τον ελληνικό και τους άλλους λαούς να «ματώσουν» αλλά θησαύρισαν οι ίδιοι, δεν ηρέμησαν. Το τραπεζικό τσουνάμι και η χρηματοπιστωτική κρίση δεν τα παρέσυρε, όπως τις

οικονομίες της Ευρωζώνης και άλλων χωρών. Τα μεγαλύτερα αμερικανικά κερδοσκοπικά κεφάλαια, αυτά τα διαβόητα hedge funds, στοιχημάτισαν συντονισμένα (και ορθώς, όπως αποδείχθηκε) στην κρίση χρεών της Ευρωζώνης, εξασφαλίζοντας υψηλές αποδόσεις στους πελάτες τους.

Να τα ρίξουμε στην πυρά; Οχι βέβαια. **Αρκεί να είσαι πελάτης τους και όχι πολίτης των χωρών αυτών.**

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Άρθρο: του Παναγιώτη Φρεντζά στο μηνιαίο περιοδικό «ΧΡΗΜΑ»

Άρθρο: του Κρίστοφ Πάουλους στην **Deutsche Welle**

Άρθρο: του Ηλία Γ. Μπέλλου στη ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ 12/02/2012

Άρθρο : του Χαρδούβελη ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ (2011).

Άρθρο: του Ορφανίδη ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ (2011)

Άρθρο : Business, Financial & Economic News Μάρτιος 2012

Άρθρο: από την αρχική σελίδα των **Hedge Fund** τύπου **Emerging Markets**

Άρθρο : οικονομικός τύπος Wordpress 19 Ιανουαρίου , 2012

Άρθρο : από τον Κλέωντα Παπαδόπουλο, πρόεδρο του Τ.Τ., δημοσιευμένο στην εφημερίδα Καθημερινή στις 19/10/2008. Ελληνική Οικονομία

Άρθρο : Ανέστη Ντόκα ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ : ημέρα δημοσίευσης : 19/02/2012

Ομιλία του **John Stephenson** στο CNBE NEWS Δευτέρα 6 Ιουνίου 2011

Κεντρική ομιλία από τον Πρόεδρο Timothy F. Geithner στο Εθνικό Συνέδριο για τη βιομηχανία κινητών αξιών, Νέα Υόρκη 17 Νοέμβρη, 2009

Le Monde, [LTCM, ένα hedge fund Υπεράνω υποψίας](#) , Νοέμβριος 1998)

Άρθρο : Ν. Μπογιόπουλος «Μοντέλο Ινδονησίας , δια μέσου Ευρωζώνης» Τετάρτη 11 Ιουλίου 2012 « Καθημερινή»

Άρθρο : για τον Νικ Ντίαρντεν (διευθυντής της Jubilee Debt Campaign) δημοσιευμένο στο New Statesman (Μετάφραση: Αναστασία Γιάμαλη).

Άρθρο : Naftemporiki 20/02/2012´

Άρθρο : **Global Economics View** 6 February 2012

Κύριες πηγές στοιχείων: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, *World Economic Outlook*, Σεπτέμβριος 2011 και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, Νοέμβριος 2011

πηγή : Χρηματιστήριο Αθηνών

περιοδικά : American Economic Review, American Economic Journal: Μακροοικονομική, Brookings Papers για την οικονομική δραστηριότητα

Nocera Joe (16 May 2009).

ECB, Monthly Bulletin, June 2011, Πλαίσιο 8

βιβλία:

- N. A. Κεφαλληναίος (Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους)
- *Emerging Markets Eswar Prasad του: Ελαστικότητα και Ανάπτυξης Εν μέσω παγκόσμιας αναταραχής* (με M. Ayhan Kose? Brookings Institution Press), Δεκέμβριος του 2010
- Merton , R.C. 1981 “On Market Timing and Investment Performance I: An Equilibrium Theory of Value for Market Forecast” Journal of Business ,
- Brown , William Anthony , 2000 “ Convertible Arbitrage: Opportunity & Risk” , Tremont White Paper, November 2000.
- Fung, W. and D.A. Hsieh , 2001, “ The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Trend Followers” , Review of Financial Studies, .

Πηγές : internet sites

<http://www.barclayhedge.>

naftemporiki.gr

<http://www.capitalinvest.gr>

wtra.bankingnews.gr

denews.gr

ww.helex.gr/index.php?option-

el.wikipedia.org/wiki/Ευρωπαϊκό_Ταμείο

<http://www.euretirio.com/2010/07/systemikos-kindynos>

http://www.capital.gr

www.fund-sp.com

http://www.wikipedia

www.nytimes.com business Nocera Joe 16/05/2009 "[Hedge Fund Manager's Farewell](#)"

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Hedge funds	
1.1 Ορισμός των hedge funds	4
1.2 ιστορική αναδρομή	8
1.2.1.Οι τέσσερις διαχρονικές αρχές των hedge funds	13
1.2.2 Τα hedge funds νικούν τις αποδόσεις των αγορών	16
1.2.3 Το τεράστιο μέγεθος των hedge funds	16
1.2.4 Η κρίση του 2007 δεν στάθηκε εμπόδιο στην αναπτυξιακή τους πορεία	17
1.2.5 Τα hedge funds προσφέρουν σταθερότητα στο σύστημα	17
1.3 Ποιοι τύποι Hedge Fund υπάρχουν	18
1.3.1 Exchange Traded Funds (ETFs)	18
1.3.2 Hedge Fund τύπου Aggressive Growth	20
1.3.3 Hedge Fund τύπου Distressed Securities :	21
1.3.4 Hedge Fund τύπου Emerging Markets	23
1.3.5 Hedge Fund τύπου Fund of Funds	24
1.3.6 Hedge Fund τύπου Income	25
1.3.7 Hedge Fund τύπου Macro	25
1.3.8 Hedge Fund τύπου Opportunistic	26
1.3.9 Hedge Fund τύπου Value	27
1.3.10 Long/Short Equity Funds	
1.4 Χαρακτηριστικά των Hedge Funds	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:	
Παγκόσμια Οικονομική Κρίση – παγκόσμιες αγορές	
2.1 Παγκόσμια Οικονομική Κρίση – παγκόσμιες αγορές	30
2.2 Επισκόπηση διεθνών εξελίξεων και προοπτικές	36

2.3 Διεθνές εμπόριο προϊόντων	39
2.4 Προοπτικές για την Παγκόσμια Οικονομία	40
2.5 Μακροοικονομικές εξελίξεις στην Ελλάδα	43
2.6 Ελληνική οικονομία: Προοπτικές και προκλήσεις	45
2.7 Ο ρόλος των hedge funds στις αγορές	47
2.8 Ώρα για αλλαγή στρατηγικής των hedge funds?	51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:

Χρηματιστηριακή κρίση και ο ρόλος των Hedge fund

3.1 Χρηματιστηριακή κρίση και ο ρόλος των Hedge fund	53
3.2 Τι συνέβαλε στη πρόκληση του σημερινού προβλήματος?	55
3.3 Η Κίνα στη διάσωση;	59
3.4 Οι αναδυόμενες χώρες ανθεκτικές στη παγκόσμια διαταραχή?	60
3.5 Μπορούν οι αναδυόμενες χώρες να σώσουν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα?	62
3.6 Η ελληνική και η ευρωπαϊκή κρίση	65
3.7 Χρονικό Ελληνικού «Γολγοθά»	67
3.8 Η μελλοντική πορεία του χρηματοοικονομικού συστήματος	71
3.9 Οι επιπτώσεις της πολιτικής των hedge funds στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.	76
3.10 Ψήφο εμπιστοσύνης στις αναδυόμενες αγορές δίδουν τα hedge funds	81
3.11 Θέλουν τα hedge funds τη χρεωκοπία της Ελλάδος	82
3.12 Τα hedge funds στοιχηματίζουν εναντίον του ευρώ	84
3.13 Hedge funds και Ελληνικά ομόλογα	86
3.14 Πώς παγιδεύτηκαν hedge funds που «επένδυσαν» σε CDS	88

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:

Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των hedge funds

4.1 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των hedge funds	93
4.2 Risk-premium strategy και Factor-based strategy	96
4.3 Παθητικός - ενεργητικός επενδυτής	96

4.4 Παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση και Σχέση Κινδύνου	98
– Απόδοσης	
4.5 Διαφοροποίηση	99
ΕΠΙΛΟΓΟΣ	109
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	113
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	116
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ – ΛΕΞΙΚΟ	119

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ – ΛΕΞΙΚΟ

- i καθηγητής Dr. Mahathir Bin Mohamad,
- ii ορισμός από το λεξικό Χρυσοβιτσιώτη
- iii ορισμός Νίκου Κεφαλληνιάου
- iv Δικηγόρος στην νομική εταιρεία New York Office of White & Case,
- v αναφορά του Sebastian Mallaby
- vi euro2day 23/12/11
- vii Κεντρική Τράπεζα Αμερικής
- viii **Συστημικός κίνδυνος** είναι ο αναπότρεπτος κίνδυνος ο οποίος μπορεί να επηρεάσει τις αξίες ενός μεγάλου εύρους χρεογράφων και επενδύσεων, ενώ η εμβέλεια του μπορεί να καλύπτει μια συγκεκριμένη αγορά, μια χώρα ή ένα ολόκληρο οικονομικό σύστημα.
- ix Eurekahedge και GFIA
- x Είναι η **σύμβαση ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (ΣΑΚΑ- Credit default swap ή απλά CDS)** είναι μία σύμβαση ανταλλαγής (ΣΑ) στην οποία ο αγοραστής της πραγματοποιεί σειρά πληρωμών προς τον αντισυμβαλλόμενο πωλητή και σε αντάλλαγμα δέχεται εφάπαξ πληρωμή σε περίπτωση που κάποιο πιστωτικό μέσο (συνήθως ομόλογο ή δάνειο) χαρακτηριστεί από αθέτηση του εκδότη.
- xi Το **Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility - EFSF)** είναι ένα όργανο ειδικού σκοπού (special purpose vehicle – φορέας ειδικού σκοπού) που συμφωνήθηκε από τα 27 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις 9 Μαΐου 2010 με στόχο τη διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας στην Ευρώπη με την παροχή οικονομικής βοήθειας προς τα κράτη της ευρωζώνης σε οικονομική δυσκολία. Η επίσημη ημερομηνία ίδρυσής του ήταν η 7^η Ιουνίου 2010 ενώ σε πλήρη δράση ξεκίνησε από τις 4 Αυγούστου του 2010. Το ταμείο έχει την έδρα του στην πόλη του Λουξεμβούργου. Η Ερωπαική Τράπεζα Επενδύσεων ,παρέχει σε αυτό υπηρεσίες διαχείρισης διαθέσιμων και διοικητική υποστήριξη μέσω συμβάσεων σε επίπεδο υπηρεσιών.Το EFSF είχε, αρχικά, την μέγιστη πιστοληπτική διαβάθμιση (AAA από την Fitch Ratings και την Standard & Poor's και Aaa από την Moody's).Στις **16 Ιανουαρίου 2012 η Standard & Poor's υποβάθμισε την πιστοληπτική του ικανότητα σε AA+.**
- xii Η **χρηματοοικονομική μόχλευση** (financial leverage) είναι η διαδικασία ανάληψης χρέους με σκοπό την έναρξη, συνέχιση ή επέκταση μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας. Μια επιχείρηση ή οργανισμός θεωρούμε ότι κάνει ιδιαίτερη χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης αν επιδιώκει χρηματοδότηση μέσω ξένων κεφαλαίων έναντι ιδίων κεφαλαίων (έκδοση ομολόγων ή άλλου χρέους έναντι έκδοσης μετοχών-equity).
- xiii Μια αμφιλεγόμενη ηλεκτρονική εμπορική πρακτική που προσφέρεται από ορισμένα χρηματιστήρια. Το Flash συναλλαγών χρησιμοποιεί προηγμένη τεχνολογία υψηλής ταχύτητας του υπολογιστή για να επιτρέπεται στους εμπόρους , να βλέπουν τις παραγγελίες από άλλους συμμετέχοντες στην αγορά , κλάσματα του δευτερολέπτου πριν από τους άλλους στην αγορά. Αυτό δίνει πρωτοπορεία- λάμψη τους εμπόρους , με το πλεονέκτημα να είναι σε θέση να εκτιμήσουν την προσφορά και την ζήτηση και να αναγνωρίζουν τις κινήσεις του κλίματος της αγοράς πριν από άλλους εμπόρους.
- Οι παραγγελίες Flash, είναι επίσης, γνωστό και ως «βήμα προς τα πάνω τις παραγγελίες" ή "προ-δρομολόγηση παραγγελιών". Οι Flash παραγγελίες έχουν υποβληθεί σε έλεγχο λόγω του πλεονεκτήματος που δίνουν στους εμπόρους που είναι σε θέση να συμμετάσχουν στις παραγγελίες. Το Flash συναλλαγών, έχει σχέση με το front-running, και οι αντίπαλοι θεωρούν ότι η πρακτική αυτή είναι επιβλαβής για τη διαφάνεια της αγοράς. Οι υποστηρικτές

των συναλλαγών φλας θεωρούν ότι είναι απαραίτητες για να παρέχουν ρευστότητα για τις ανταλλαγές.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το Σεπτέμβριο του 2009 πρότεινε την απαγόρευση της πρακτικής αυτής, ως μέρος της κανονιστικής μεταρρύθμισης στον απόηχο της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2010. Από τον Μάιο του 2010 έως σήμερα, οι προτάσεις αυτές δεν έχουν υλοποιηθεί.

xiv Η **χρηματοοικονομική μόχλευση** (financial leverage)

xv Πωλήσεις υπό σύσταση

xvi (έμποροι) είναι η **ηλεκτρονική πλατφόρμα** χρηματιστηριακών συναλλαγών, όπου έχει κανείς πρόσβαση σε χιλιάδες επενδυτικές επιλογές από τα σημαντικότερα χρηματιστήρια του κόσμου.

xvii πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

xviii ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ 28/08/2012-ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

xix Άρθρο από την αρχική σελίδα των **Hedge Fund** τύπου **Emerging Markets**

xx Ναftemporiki gr. 20/02/2012

xxi Citigroup

xxii

¹ N. A. Κεφαλληνάιος (Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους)

xxiii N. A. Κεφαλληνάιος (Τα hedge funds και οι στρατηγικές τους)

xxiv Κύριες πηγές στοιχείων: Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, *World Economic Outlook*, Σεπτέμβριος 2011 και Ευρωπαϊκή Επιτροπή, *European Economic Forecast*, Νοέμβριος 2011

xxv Στο σύνολο των χωρών της Ε.Ε. (27) η αναλογία του παραπάνω δείκτη αυξήθηκε από **81.7%** στο **82.2%**. Σε σύγκριση με το γ' τρίμηνο του 2010, η αναλογία του Δημόσιου Χρέους προς Α.Ε.Π., εμφάνισε άνοδο τόσο στην Ευρωζώνη (από **83.2%** στο **87.4%**) όσο και στην Ε.Ε. (27) (από **78.5%** σε **82.2%**).

xxvi **To Grexit** είναι ένας όρος λαϊκού ιδιώματος που εισάγεται το 2012 στις εμπορικές συναλλαγές παγκόσμιων επιχειρήσεων. Είναι ένα portmanteau συνδυάζοντας τις λέξεις Ελλάδα και την έξοδο, που αναφέρεται στη δυνατότητα ότι η Ελλάδα θα μπορούσε να αφήσει το Ευρώ, γυρνώντας έτσι το παλαιό νόμισμά της, τη δραχμή. Ο όρος εισήχθη από τον κύριο Analysts Willem X. Buitter Citigroup και Ebrahim Rahbari στις 6 Φεβρουαρίου 2012.

xxvii Ελληνική Στατιστική Αρχή

xxviii απόσπασμα από άρθρο του **Κλέωντα Παπαδόπουλου**, πρόεδρο του Τ.Τ., δημοσιευμένο στην εφημερίδα «Καθημερινή»

xxix Το Dart Management χαρακτηρίζεται ως hedge fund «γύπας» (vulture hedge fund) και η τακτική του είναι να αγοράζει ομόλογα «προβληματικών» χωρών και κατόπιν να «επιτίθεται χωρίς έλεος» αν δεν αποπληρωθεί. Το hedge fund επενδύει σε κρατικά ομόλογα από τη δεκαετία του 1980. Η βασική τακτική του σε περίπτωση μη αποπληρωμής είναι να καταθέτει μηνύσεις εναντίον των κρατών και να ζητά πολλαπλάσια αποζημίωση από την αρχική τιμή των ομολόγων

xxx Ηλίας Μπέλλος ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ 12/02/2012

xxxi Ένα hedge fund χρησιμοποιεί **short bias strategy** ή στρατηγική πώσης αγοράς όταν πιστεύει ότι μία αγορά θα χάσει αξία. Το **short bias strategy** μπορεί να έχει εκατοντάδες ανοιχτές θέσεις στην αγορά μέσω αγοράς μετοχών ή πώληση τους μέσω short-selling. Το σύνολο όλων αυτών των θέσεων θα είναι πτωτικό, δηλαδή το hedge fund θα έχει πουλήσει περισσότερες μετοχές απ'ότι θα έχει αγοράσει. Τα hedge fund αγοράζουν και πωλούν μετοχές συνέχεια για να μειώνουν το ρίσκο των επενδύσεων τους (μια τεχνική που ονομάζεται hedge).

xxxii **Ιδρυθείσα το 1930, η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (ΤΔΔ)** είναι η αρχαιότερη των διεθνών χρηματοπιστωτικών θεσμών. Με έδρα τη Βασιλεία, η λέσχη των κεντρικών τραπεζιτών αποτελεί το κέντρο της διεθνούς συνεργασίας για νομισματικά θέματα. Κατανοεί κανείς λοιπόν το μέγεθος της ειρωνείας, όταν οι **οικονομολόγοι της ΤΔΔ χρεώνουν μερικώς την παρούσα κρίση στις κεντρικές τράπεζες και στο ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού συστήματος**. Για χρόνια, οι εκθέσεις της ΤΔΔ προειδοποιούσαν για την υπερβολική παγκόσμια ρευστότητα, παρότρυναν τους κεντρικούς τραπεζίτες να ανησυχήσουν για τις φούσκες των στοιχείων του ενεργητικού, ακόμη και όταν ο πληθωρισμός ήταν χαμηλός, ενθάρρυναν τους policy-makers στην παγκόσμια οικονομία να εστιάσουν περισσότερο την προσοχή τους σε μέτρα για ενδεχόμενη οικονομική ύφεση και υποστήριζαν ότι οι εποπτικοί φορείς του τραπεζικού τομέα έπρεπε να ελέγξουν την ευρωστία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολο του – και όχι να εστιάζουν την εποπτεία τους σε μεμονωμένες επιχειρήσεις.

xxxiii **Alan Greenspan** είναι αμερικανικός οικονομολόγος , ήταν πρώτος διορισμένος πρόεδρος Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ από το 1987 ως το 2006. Εργάζεται αυτήν την περίοδο ως ιδιωτικός σύμβουλος και παρέχει τη διαβούλευση για τις εταιρίες μέσω της επιχείρησής του, Greenspan συνεταιρεί LLC.

xxxiv Το **σύστημα του Bretton Woods** της νομισματικής διαχείρισης έχει συσταθεί , με τους κανόνες για τις εμπορικές και οικονομικές σχέσεις μεταξύ των σημαντικότερων βιομηχανικών κρατών του κόσμου στα μέσα του 20ου αιώνα. Το σύστημα του Bretton Woods ήταν το πρώτο παράδειγμα μιας πλήρους διαπραγμάτευσης νομισματικής τάξης, που προορίζεται να διέπει τις νομισματικές σχέσεις μεταξύ των ανεξάρτητων εθνών-κρατών

xxxv είναι πρόεδρος της Fleckenstein Capital, μια εταιρεία διαχείρισης κεφαλαίων με έδρα το Σιάτλ. Γράφει μια καθημερινή στήλη Market Rap για την ιστοσελίδα, Fleckensteincapital.com του, καθώς και τη δημοφιλή στήλη Αντιρρησίας Chronicles για το MSN Money.

xxxvi bankingnews.gr

xxxvii **Yu Yongding** ήταν Πρόεδρος της Εταιρείας Κίνα World of Economics και διευθυντής της Κινεζικής Ακαδημίας Επιστημών του Ινστιτούτου Παγκόσμιας Οικονομίας και Πολιτική. Έχει, επίσης, διατελέσει μέλος της Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής της Τράπεζας της Λαών της Κίνας, και ως μέλος της Επιτροπής Εθνικής Συμβουλευτικής του 11ου πενταετές σχέδιο της Κίνας.

xxxviii Στις 20 Αυγούστου 1982, το Μεξικό κήρυξε στάση πληρωμών – κηρύσσοντας έτσι χρεοκοπία επί των τεράστιων χρεών του. Παρά το γεγονός πως τα χρέη σε πολλές χώρες της Λατινικής Αμερικής είχαν προκαλέσει βάσανα για αρκετά χρόνια, εκείνη ήταν η στιγμή που οι ηγέτες της Δύσης πείστηκαν να αντιμετωπίσουν αυτό που μετά ονομάστηκε “Τρίτη Παγκόσμια Κρίση Χρέους”. Το Μεξικό χρωστούσε περισσότερο από 50 δισ. δολάρια, 90% των οποίων σε ξένους ιδιώτες δανειστές – κυρίως από τις τράπεζες των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και της Βρετανίας. Αυτές οι τράπεζες προσέφεραν απεριόριστα δάνεια τη δεκαετία του 1970 χρησιμοποιώντας τα κέρδη που είχαν καταθέσει σε αυτές οι πετρελαιοπαραγωγοί χώρες από την έκρηξη των τιμών. **Το 1982 το ΔΝΤ δάνεισε στο Μεξικό 4 δισ. δολάρια, τα οποία έφυγαν άμεσα από τη χώρα για να πληρώσουν τις τράπεζες της Δύσης – πρόκειται για μια τέλεια απεικόνιση αυτού που συμβαίνει σήμερα με τα λεγόμενα πακέτα διάσωσης στην Ελλάδα** και σε άλλες χώρες της Ευρωζώνης σήμερα. Την ίδια ώρα, το ΔΝΤ επέμενε να επιβάλει στο Μεξικό ριζοσπαστική λιτότητα και φιλελευθεροποίηση. Υπήρξαν περικοπές σε κάθε τομέα κυβερνητικής δαπάνης. Η οικονομία κατέρρευσε και τελμάτωσε, πολλές βιομηχανίες έκλεισαν και χάθηκαν τουλάχιστον 800.000 θέσεις εργασίας στο σύνολο. Μέχρι το 1989, η μεξικανική οικονομία παρέμενε 11% μικρότερη από το 1981. Ωστόσο, το χρέος διπλασιάστηκε από το 30% του ΑΕΠ το 1982 στο 60% μέχρι το 1987 Το Μεξικό χαίρει

σήμερα από υγιή μακροοικονομικά στοιχεία, με αύξηση του ΑΕΠ παρά την κρίση, ένα χαμηλό επίπεδο χρέους, έναν συγκρατημένο πληθωρισμό και επίπεδα αποθεμάτων χωρίς προηγούμενο. **Σήμερα**, τρία χρόνια πριν το 2015, ημερομηνία που τέθηκε για την επίτευξη των Αναπτυξιακών Στόχων του ΟΗΕ για την Χιλιετία, το Μεξικό **έχει εκπληρώσει πολλούς από αυτούς και πλησιάζει στην επίτευξη των υπόλοιπων**. Η συνεργασία μας με το Πρόγραμμα του ΟΗΕ για την Ανάπτυξη έχει συμβάλει σε αυτές τις εξελίξεις.

^{xxxix} Η πολύπαθη από ΔΝΤ, δικτατορίες, ιμπεριαλιστικές επεμβάσεις Ινδονησία είδε το δημόσιο χρέος της από 82% του ΑΕΠ το 2002, σήμερα (2012), να έχει πέσει στο 24% και το δημόσιο έλλειμμα να έχει μειωθεί κάτω από 2%.

^{xi} Το Ίδρυμα Brookings είναι μια αμερικανική μη κερδοσκοπική οργάνωση που διεξάγει έρευνες για την παγκόσμια οικονομία και ανάπτυξη

^{xii} **Paul Volcker Adolph**, Αμερικανός οικονομολόγος, [Chairman of the Federal Reserve United States Presidents Jimmy Carter Ronald Reagan](#) Ήταν πρόεδρος της Fed από Αύγουστο 1979 - Αύγουστο 1987. [inflation](#) Ήταν ο πρόεδρος της Συμβουλευτικής Επιτροπής για την οικονομική ανάκαμψη από το Φεβρουάριο 2009 μέχρι τον Ιανουάριο του 2011.

^{xiii} **McKinsey & Company, Institute:** είναι μια παγκόσμια επιχείρηση συμβουλών σε θέματα διαχείρισης, που επικεντρώνεται στην επίλυση θεμάτων που απασχολούν ανώτερα διοικητικά στελέχη.

^{xiiii} Στην Ευρωζώνη, η αύξηση του χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ δεν είναι συγκριτικά τόσο δραματική. Ούτε και το τελικό αποτέλεσμα, δηλαδή το χρέος του 2011, είναι δραματικό σε σχέση με τον υπόλοιπο αναπτυγμένο κόσμο, τις Η.Π.Α. το Ηνωμένο Βασίλειο ή την Ιαπωνία. Μάλιστα η Ευρωζώνη είναι μια νομισματική περιοχή με πλεόνασμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Γεννιέται ευλόγως τότε το ερώτημα γιατί στη διάρκεια του 2010 παρατηρήθηκε μια τόσο μεγάλη ένταση στην Ευρωζώνη. Η απάντηση είναι ότι η ένταση δεν αφορούσε το σύνολο της Ευρωζώνης, αλλά επιμέρους χώρες. Οι αμφιβολίες των αγορών επικεντρώθηκαν στην εσωτερική λειτουργία της. Η προηγούμενη χρηματοοικονομική κρίση ευαισθητοποίησε τις αγορές σε οτιδήποτε αρνητικό. Έτσι, ενώ έως την έλευση της κρίσης οι αγορές δεν διαφοροποιούσαν σημαντικά τις χώρες της Ευρωζώνης μεταξύ τους, τώρα τις διαφοροποιούν αναφορικά με τον πιστωτικό κίνδυνο της καθεμίας

^{xliv} (Attinasi et al. (2009), Barrios et al. (2009))

^{xlv} Σε όλο το χρονικό διάστημα Σεπτεμβρίου 2009- Φεβρουαρίου 2011, αν και τα ελληνικά ασφάλιστρα είναι τα υψηλότερα και οι διακυμάνσεις τους μεγαλύτερες, η κατεύθυνση των αυξομειώσεών τους είναι ως επί το πλείστον κοινή με την κατεύθυνση των υπολοίπων. Αυτό σημαίνει ότι κοινοί παράγοντες επηρέαζαν τα ασφάλιστρα στις ευρωπαϊκές χώρες, αλλά με διαφορετική ένταση. Η τύχη της Ελλάδος είναι στο μυαλό των αγορών άμεσα συνδεδεμένη με την τύχη της Ευρωζώνης.

^{xlvi} Η ανάλυση του Malliaropoulos (2010) δείχνει ότι δημοσιευμένοι δείκτες διεθνών οργανισμών και της Τράπεζας της Ελλάδος υπερεκτιμούν την απώλεια ανταγωνιστικότητας επειδή οι συνολικές σταθμίσεις τους αντικατοπτρίζουν τον ανταγωνισμό από τις άλλες χώρες στον πολύ μικρό για την Ελλάδα τομέα της βιομηχανίας και όχι των υπηρεσιών

^{xlvii} **Global Economics View** 6 February 2012

^{xlviii} είναι η επιχείρηση αξιολόγησης φερεγγυότητας δεσμών , υπηρεσία επενδυτών , που παρέχει πληροφορίες στη διεθνή οικονομική έρευνα, για τους δεσμούς που εκδίδονται από τις εμπορικές και κυβερνητικές οντότητες και, τα πρότυπα των φτωχών. Μαζί της στην ομάδα η Fitch, θεωρείται μια από τις μεγάλες τρεις αντιπροσωπείες αξιολόγησης φερεγγυότητας. Ανάμεσα στις δύο υποβαθμίσεις της Fitch, στις 5 Νοεμβρίου ανακοινώνεται το προσχέδιο του νέου προϋπολογισμού, ενώ στις 25 Νοεμβρίου το Ντουμπάι ανακοινώνει την παύση

πληρωμών για την εξυπηρέτηση του χρέους του μεγαλύτερου κρατικού αμοιβαίου κεφαλαίου Dubai World, **εκτοξεύοντας την διεθνή ανησυχία στα ύψη**

xlx Μεγάλο μέρος της αναθεώρησης του χρέους το Νοέμβριο του 2010 οφείλεται στο γεγονός ότι πολλές υπερχρεωμένες ΔΕΚΟ μπήκαν στον ορισμό της Γενικής Κυβέρνησης. Αντίστοιχες ΔΕΚΟ στα περισσότερα υπόλοιπα κράτη δεν αποτελούν μέρος της Γενικής Κυβέρνησης. Μέρος της αναθεώρησης οφείλεται και σε ανταλλαγές (swaps) που προέβησαν ελληνικές κυβερνήσεις από το 2001 έως το 2008 και των οποίων το χρέος δεν είχε καταγραφεί πλήρως, αφού η σχετική νομοθεσία της Eurostat για τον τρόπο καταγραφής

I άρθρο του Ορφανίδη (2011)

li άρθρο του Χαρδούβελι (2011).

lii Η οικονομική πρόκριση συναλλαγής κινδύνου, ή η οικονομική πρόκριση συναλλαγής συγχώνευσης, είναι μια στρατηγική επένδυσης ή εμπορικών συναλλαγών που συνδέεται συχνά με τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου

liii Ο Calomiris (2011) έχει αντίθετη άποψη για τον ρόλο της αποκανονικοποίησης. Θεωρεί ότι βοήθησε να αποφευχθούν τα χειρότερα της κρίσης

liv Μεταρρύθμιση προστασίας των πράξεων του καταναλωτή Ο **Christopher John Dodd** είναι Δημοκρατικός γερουσιαστής από το Κονέκτικατ. Ο **Barney Frank** είναι Δημοκρατικός, μέλος της Βουλής των Αντιπροσώπων από τη Μασσαχουσέττη

lv Ο κανόνας πήρε το όνομα του από τον πρώην πρόεδρο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. Paul Volcker (1979 – 1987), που ως πρόεδρος του Προεδρικού Συμβουλευτικού Συμβουλίου Οικονομικής Ανάκαμψης (President's Economic Recovery Advisory Board) του Προέδρου Barack Obama, πρότεινε την απαγόρευση σε τράπεζες να προβαίνουν σε συγκεκριμένου είδους κερδοσκοπικές επενδύσεις αν αυτές δεν γίνονται για λογαριασμό πελατών τους.

lvi **Timothy F. Geithner** : ομιλία στο Εθνικό Συνέδριο για τη βιομηχανία κινητών αξιών, Νέα Υόρκη 2009

lvii **Long-Term Capital Management (LTCM)** ήταν ένα πολύ μεγάλο κεφάλαιο αντιστάθμισης κινδύνου (126.000.000.000 δολάρια σε περιουσιακά στοιχεία) που σχεδόν κατέρρευσε στα τέλη του 1998.

lviii ¹ (Πηγή: **Le Monde**, ένα hedge funds υπεράνω υποψίας, Νοέμβριος 1998)

lix **hedge fund** που δραστηριοποιείται Ευρώπη, Μέση Ανατολή και Αφρική

lx **hedge fund** που έχει διαχειριστεί τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου από το 1996 και επενδύει περισσότερα από \$25 δισεκατομμύρια (31/12/10) πέρα από το φάσμα των απόλυτων επιστροφής στρατηγικών.

lxi Business, Financial & Economic News

lxii Ένα blog, για την πολιτική της Ευρωπαϊκής Ένωσης, την εξωτερική πολιτική, την eurozone και τις χρηματοοικονομικές αγορές

lxiii Είναι μια βρετανική πολυεθνική τράπεζα επενδύσεων με κεντρικά γραφεία στο Λονδίνο και στο Ηνωμένο Βασίλειο τμήμα του PLC της Barclays. Παρέχει τη χρηματοδότηση και τις υπηρεσίες διαχείρισης κινδύνων στις μεγάλες επιχειρήσεις, τα όργανα και τους κυβερνητικούς πελάτες. Είναι αρχικός έμπορος στους τίτλους ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΟΥ Υπουργείου Οικονομικών και σε διάφορα ευρωπαϊκά κρατικά ομόλογα.

lxiv ανταλλαγή ομολόγων

lxv Gredit Default Swaps συμβόλαια παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων , οι λεγόμενοι τίτλοι ασφάλισης κινδύνων έναντι χρεωκοπίας

lxvi Άρθρο του Ηλία Γ. Μπέλλου στη ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ 12/02/2012

lxvii Διεθνής ένωση ανταλλαγών και παραγώγων . (International Swaps and Derivatives Association

lxviii ρήτρες συλλογικής δράσης

lxix Πηγή: newscode.gr

lxx με άρθρο του στην **Deutsche Welle**

lxxi Newsbomb με πηγές Reuter

lxxii η Greylock Capital ήταν μέλος της steering committee για την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους και ένας από τους βασικούς διαπραγματευτικούς εταίρους με το IIF.

lxxiii Πηγή: .capital.gr

lxxiv όπως καθορίζεται από το www.fund-sp.com

lxxv άρθρο του Παναγιώτη Φρεντζά στο μηνιαίο περιοδικό «ΧΡΗΜΑ»

lxxvi Όλες οι τιμές δεικτών Lipper υπολογίζονται χρησιμοποιώντας μια σταθμισμένη συγκεντρωτική σύνθετη μεθοδολογία τύπου δεικτών. Αυτός ο τύπος δεν επιτρέπει τη διάδοση των λαθών μέσω της χρονικής σειράς. Αυτή η μεθοδολογία μειώνει την ανοδική προκατάληψη που προκαλείται από την καθημερινή συνδεμένη μεθοδολογία. Επιπλέον, η αντένσταση της απόδοσης του δείκτη μπορεί να εμφανιστεί στην αγορά.

lxxvii Η πλατφόρμα στρατηγικών δεικτών αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου παρέχει τη συστηματική έκθεση αγοράς στα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου Τα χαρτοφυλάκια δεικτών πιστωτικού Suisse παραδίδουν τα οφέλη απόδοσης και διαφοροποίησης του δείκτη αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου πιστωτικού Suisse της Dow Jones (στο παρελθόν γνωστού ως «δείκτης πιστωτικών Suisse/Tremont αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου») μέσω των ποσοτικών προτύπων.

lxxviii είναι ένας δείκτης χρηματιστηρίου βασισμένος στους κοινούς δείκτες μετοχής 500 κορυφαίων δημόσια εμπορικών αμερικανικών επιχειρήσεων, όπως καθορίζεται από S&P. Διαφέρει από άλλους δείκτες χρηματιστηρίου όπως βιομηχανικό το μέσο της Dow Jones και το σύνθετο Nasdaq επειδή ακολουθεί έναν διαφορετικό αριθμό αποθεμάτων και υπολογίζει τα αποθέματα διαφορετικά