

**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Διδακτορική Διατριβή

Με τίτλο:

**Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ
ΣΤΗΝ ΕΥΡΥΤΕΡΗ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ:
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ**

του

Νικόλαου Τ. Κοκορέ

Αθήνα, Ιούνιος 2009

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟΥ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ.....	1
1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ	1
1.2 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ.....	2
1.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΝ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ	6
1.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	10
1.5 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ.....	12

Μ Ε Ρ Ο Σ Π Ρ Ω Τ Ο

Θ Ε Ω Ρ Η Τ Ι Κ Η Α Ν Α Λ Υ Σ Η

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	19
2.1 ΔΟΜΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	19
2.1.1 Πρωτογενής Αγορά.....	23
2.1.2 Δευτερογενής Αγορά.....	42
2.2 ΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	45

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ.....	50
--	-----------

3.1 ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ	50
3.2 ΑΝΑΓΚΗ ΓΙΑ ΠΡΟΣΘΕΤΑ ΜΕΤΡΑ	53

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ.....	58
4.1 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΧΡΕΟΥΣ	58

4.2	ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ.....	63
4.3	ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ.....	71
4.4	ΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	77
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Η ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ.....		81
5.1	Η ΑΓΟΡΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ (ASSET MANAGEMENT).....	81
5.2	ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ	83
5.3	ΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΕ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ	89
5.4	Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ	95
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....		97
6.1	ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΟ ΕΠΟΠΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ	97
6.2	ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	105
6.3	Η ΡΥΘΜΙΣΗ ΤΗΣ “ΠΕΙΘΑΡΧΙΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ”	108

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

Ε Μ Π Ε Ι Ρ Ι Κ Η Α Ν Α Λ Υ Σ Η

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ		115
7.1	ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ	115
7.2	ΑΡΧΕΣ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ	123
7.3	ΔΙΑΡΘΡΩΤΙΚΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ (STRUCTURAL MODELS).....	125
7.3.1	<i>Το κλασικό υπόδειγμα του Merton (1974).....</i>	<i>125</i>
7.3.2	<i>Η επέκταση των Brennan και Schwartz (1980).....</i>	<i>129</i>

7.4	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΑΝΟΙΧΤΗΣ ΜΟΡΦΗΣ (REDUCED FORM – HAZARD RATE)	130
7.4.1	<i>Το αρχικό υπόδειγμα των Jarrow και Turnbull (1995)</i>	131
7.4.2	<i>Η επέκταση των Duffie και Singleton (1999)</i>	133
7.5	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΣΤΟ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ	133
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣ ΕΞΕΤΑΣΗ		
ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ		136
8.1	ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΟΥ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΟΥ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	136
8.2	ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ – ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΠΕΡΙΘΩΡΙΩΝ	149
8.3	ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	154
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ.....		157
9.1	ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	157
9.2	ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	160
9.3	ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ	162
9.4	ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑΣ	163
9.5	ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΕΠΙΤΟΚΙΑΚΗΣ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ.....	164
9.5.1	<i>Συντελεστής Βραχυπρόθεσμων Επιτοκίων</i>	164
9.5.2	<i>Συντελεστής κλήσεως της καμπύλης επιτοκίων</i>	166
9.6	ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ.....	167
9.6.1	<i>Ρυθμός ανάπτυξης Α.Ε.Π.</i>	168
9.6.2	<i>Πληθωρισμός</i>	168
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10: ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ		170
10.1	ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΚΑΜΠΥΛΗΣ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	170
10.2	ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	175

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11: ΕΠΙΠΛΟΚΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 179**

11.1 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ..... 179

11. 2: Η ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΤΙΚΗ ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΑ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΈΝΩΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ
ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ 185

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 202

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 207

ΕΛΛΗΝΙΚΗ..... 207

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ 209

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ 217

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 1

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟΥ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

1.1 Αντικείμενο της διατριβής

Η παρούσα εργασία είναι μια συστηματική προσέγγιση αναγνώρισης και ποσοτικοποίησης των πιστωτικών παραγόντων που επηρεάζουν την σχετική αξία των εταιρικών ομολογιακών εκδόσεων. Συγχρόνως στοχεύει στην κατάρτιση ενός εμπειρικού υποδείγματος, μέσα στο πλαίσιο της διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων, για την αναγνώριση και αναμονή των κινδύνων που θα μπορούσαν να έχουν ως αποτέλεσμα ένα αρνητικό πιστωτικό γεγονός.

Η εισαγωγή του ευρώ έχει συντελέσει στην ανάπτυξη νέων προϊόντων και την αύξηση της ζήτησης των επενδυτών για χρηματοοικονομικά εργαλεία με υψηλότερη σχέση αποδόσεως έναντι κινδύνου και με αυξημένη πολυπλοκότητα, όπως είναι τα πιστωτικά παράγωγα, οι ομολογιακές εκδόσεις τιτλοποιήσεων και τα ομόλογα συνδεδεμένα με δείκτες πληθωρισμού. Παράλληλα, μια από τις έντονες τάσεις των ομολογιακών αγορών στον Ευρωπαϊκό χώρο, είναι η σταδιακή μεταστροφή της εκδοτικής δυναμικής από τους δημόσιους φορείς προς τους ιδιωτικούς δανειολήπτες. Στην Ελλάδα, τα ομόλογα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αποτελούν το κυρίαρχο στοιχείο στην αγορά των μη-κυβερνητικών ομολόγων, κατόπιν της μεταβολής των εποπτικών κανόνων, κάτω από τις αρχές της διαδικασίας Βασιλείας II και της ενοποίησης των κεφαλαιαγορών της Ευρώπης, κυρίως μετά την έναρξη της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

Για να γίνει σαφές το αντικείμενο της έρευνας θεωρούμε αναγκαίο ότι θα πρέπει να παραθέσουμε μια σειρά από ορισμούς του πιστωτικού κινδύνου, για να δώσουμε ολόκληρο το εύρος των διαφορετικών προσεγγίσεων των

ερευνητών. Συγκεκριμένα, πιστωτικός κίνδυνος είναι το ρίσκο ότι ο αντισυμβαλλόμενος δεν θα διεκπεραιώσει την συναλλαγή στο ακέραιο, όταν αυτή καταστεί σε λήξη ή σε κάποιο χρονικό διάστημα μετά την λήξη. Ο πιστωτικός κίνδυνος συμπεριλαμβάνει τον κίνδυνο του κόστους αντικατάστασης και τον κίνδυνο του κεφαλαίου. Η πηγή του επασφαλιστρού ή αλλιώς του “πριμ κινδύνου” (risk premium) στις τιμές των εταιρικών ομολόγων έχει αποτελέσει για πολλά χρόνια, ένα σημαντικό προβληματισμό των ερευνητών. Ο ρόλος των ομολογιακών αγορών ως αποτελεσματικό εργαλείο για την επίτευξη χρηματοδότησης κυβερνητικών και εταιρικών προγραμμάτων, θεωρείται σημαντικός τόσο από την επενδυτική αγορά όσο και από την ακαδημαϊκή έρευνα. Όμως, οι εμπειρικές μελέτες που εξετάζουν τους προσδιοριστικούς παράγοντες των Ευρωπαϊκών περιθωρίων πιστωτικών αποδόσεων, είναι σχετικά περιορισμένες (βλέπε Boss και Scheicher 2002).

Συγχρόνως, στην παρούσα μελέτη εξετάζουμε ιδιαίτερα αν και κατά πόσο η ευαισθησία των μεταβολών των πιστωτικών περιθωρίων, για χρηματοοικονομικούς και μακροοικονομικούς παράγοντες, στηρίζεται σε ομολογιακά χαρακτηριστικά όπως η πιστοληπτική βαθμολόγηση και η διάρκεια. Για έναν επενδυτή που σκέφτεται να αγοράσει ένα εταιρικό ομόλογο, το μέγεθος του κάθε συντελεστή θα επηρεάσει την απόφαση του για ποια εταιρικά ομόλογα θα αγοράσει, ακόμα και για το αν θα προβεί στην αγορά ή όχι.

1.2 Σκοπός της διατριβής

Η παρούσα έρευνα στοχεύει στην εμπειρική ανάλυση, μέσω επιστημονικής μεθοδολογίας, των νέων τάσεων που επικρατούν στην αγορά των εταιρικών ομολόγων. Ταυτόχρονα, αναπτύσσει και εφαρμόζει εμπειρικά ένα υπόδειγμα εκτίμησης του πιστωτικού περιθωρίου των εταιρικών ομολόγων.

Βασική επιδίωξη της μελέτης είναι :

α) Η διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων των πιστωτικών περιθωρίων των εταιρικών ομολόγων στην Ελλάδα.

β) Η εξέταση των παραγόντων που επηρεάζουν τις συνθήκες προσφοράς και ζήτησης των αγορών εταιρικών ομολόγων.

γ) Η σύγκριση μεταξύ των παραγόντων που προσδιορίζουν τα πιστωτικά περιθώρια στην Ελλάδα και στην ευρύτερη Ευρωπαϊκή Ένωση.

Παράλληλα, μέσα από την έρευνα δίνεται προτεραιότητα στην απάντηση σημαντικών ερωτημάτων όπως:

- Ποιες είναι οι δομικές διαφορές μεταξύ μιας οικονομίας που στηρίζει την εταιρική χρηματοδότηση, κυρίως στο τραπεζικό τομέα, και μιας οικονομίας όπου υπάρχει ανεπτυγμένη η χρηματοδότηση μέσω εταιρικών ομολόγων;
- Γιατί κρίνεται αναγκαία η περαιτέρω ανάπτυξη της αγοράς εταιρικών ομολόγων και ποια είναι τα εμπόδια που πρέπει να ξεπεραστούν, ώστε να αναπτυχθεί αυτή η αγορά;
- Γιατί κρίνεται αναγκαία η ανάδειξη των παραγόντων που επηρεάζουν τις αποδόσεις των ελληνικών εταιρικών ομολόγων;
- Θα συγκλίνει η Ελληνική αγορά εταιρικών ομολόγων με την Ευρωπαϊκή;
- Ποιες είναι οι επιπτώσεις της ανάπτυξης της αγοράς εταιρικών ομολόγων πάνω στην διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων;
- Ποιο είναι το νομικό και θεσμικό πλαίσιο της υφιστάμενης αγοράς εταιρικών ομολόγων και πως θα θεσμοθετηθεί η ελληνική αγορά στο μέλλον;

Ο ρόλος των ομολογιακών αγορών, ως αποτελεσματικού εργαλείου για την επίτευξη χρηματοδότησης κυβερνητικών και εταιρικών προγραμμάτων, θεωρείται σημαντικός τόσο από την επενδυτική αγορά, όσο και από την

ακαδημαϊκή έρευνα. Όμως, οι εμπειρικές μελέτες που εξετάζουν τους προσδιοριστικούς παράγοντες των Ευρωπαϊκών περιθωρίων πιστωτικών αποδόσεων είναι σχετικά περιορισμένες.

Στην παρούσα εργασία εξετάζεται ιδιαίτερα αν και κατά πόσο η ευαισθησία των μεταβολών των πιστωτικών περιθωρίων, για χρηματοοικονομικούς και μακροοικονομικούς παράγοντες, στηρίζεται σε ομολογιακά χαρακτηριστικά, όπως η πιστοληπτική βαθμολόγηση και η διάρκεια. Για έναν επενδυτή που σκέφτεται να αγοράσει ένα εταιρικό ομόλογο, το μέγεθος του κάθε συντελεστή θα επηρεάσει την απόφαση του για το ποια εταιρικά ομόλογα θα αγοράσει, ακόμα και για το αν θα προβεί ή όχι στην εν λόγω αγορά.

Ακόμα, ερευνητές έχουν υπολογίσει ότι, οι συνήθεις παράγοντες που χρησιμοποιούνται για να εξηγήσουν το πριμ κινδύνου των κοινών μετοχών, μπορούν να εξηγήσουν το 66% με 80% των περιθωρίων των εταιρικών και κυβερνητικών ομολόγων, αφήνοντας έτσι ένα 20% με 34% του πιστωτικού περιθωρίου ως ανεξήγητο μέρος (βλέπε Elton και Gruber 2001).

Παράλληλα, οι αλλαγές που θα λάβουν χώρα στο άμεσο μέλλον, θέτουν σε νέες βάσεις την αναγκαιότητα εξέτασης της συγκεκριμένης αγοράς. Η ύπαρξη μιας αγοράς βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων εταιρικών ομολόγων, πειθαρχεί και ενδυναμώνει το τραπεζικό σύστημα λόγω της ενίσχυσης του ανταγωνισμού ανάμεσα στις άμεσες και στις έμμεσες πηγές εταιρικής χρηματοδότησης. Έτσι, οι τράπεζες, μέσω του ανταγωνισμού, γίνονται πιο αποδοτικές και καινοτόμες. Αυτή η ανταγωνιστική κατάσταση ανάμεσα στις τράπεζες και στις μη-τραπεζικές αγορές, μειώνει το κόστος χρηματοδότησης των εταιρειών και αυξάνει τη διασπορά του χρηματοοικονομικού κινδύνου μέσα στην οικονομία.

Όταν μια ανεπτυγμένη αγορά εταιρικών ομολόγων είναι παρούσα, ένα μεγάλο μέρος του συνολικού δανεισμού υπόκεινται στον έλεγχο των δυνάμεων της αγοράς, κάτι που δεν συμβαίνει όταν η ομολογιακή αγορά είναι υποανάπτυκτη. Σε αυτή την δεύτερη περίπτωση, αποταμιευτικά κεφάλαια τα οποία θα κατέληγαν στα εταιρικά ομόλογα λόγω της ελκυστικότητας τους ως

επενδυτικό προϊόν για συγκεκριμένες κατηγορίες επενδυτών, επενδύονται σε άλλου είδους αξιόγραφα όπως είναι οι μετοχές και τα ομόλογα δημοσίου.

Τούτο είναι σημαντικό αν λάβουμε υπόψη ότι, υπάρχουν σαφείς ενδείξεις ότι οι ανεπτυγμένες αγορές εταιρικών ομολόγων μπορούν να μικρύνουν την έκθεση των εταιριών σε επιτοκιακό κίνδυνο με το να μειώσουν τις ασυμμετρίες των επενδυτικών διαρκειών που δημιουργούνται λόγω της ανάληψης από τις εταιρίες βραχυχρόνιων δανείων για την χρηματοδότηση μακροχρόνιων επενδυτικών σχεδίων.

Συγχρόνως η ανάπτυξη της μη-τραπεζικής χρηματοδότησης των εταιρειών βελτιώνει την αντοχή του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Συγκεκριμένα, ο πρώην πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ (FED) Alan Greenspan έχει καταδείξει ότι η καταγεγραμμένη τραπεζική κρίση στην Ιαπωνία δεν θα είχε τόσο μεγάλο αντίκτυπο στα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας αν υπήρχε μια αναπτυγμένη μη-τραπεζική αγορά εταιρικής χρηματοδότησης στην χώρα (Βλέπε ομιλία “Do efficient financial markets mitigate financial crises?” στο “Financial Markets Conference”, Federal Reserve Bank of Atlanta, 19 Οκτ 1999.)

Οι προαναφερόμενες τάσεις, σε συνάρτηση με την αύξηση των επενδυτικών κατηγοριών, που παρέχονται στους τελικούς αποδέκτες των διαχειριστικών υπηρεσιών, προσδίδουν μια δυναμική στην αγορά θεσμικών διαχειριστών επενδυτικών κεφαλαίων, που θα επηρεάσει σημαντικά τις διαθέσιμες επενδυτικές επιλογές στο ελληνικό χρηματοοικονομικό σύστημα.

Θα πρέπει να αναφερθεί όμως, ότι η δυνατότητα των θεσμικών διαχειριστών να αντιλαμβάνονται ανισορροπίες στις χρηματοοικονομικές αγορές και να δρουν προς εξισορρόπηση τους, ενισχύει την λειτουργικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών και πιθανότατα να έχει ως αποτέλεσμα την βελτίωση των αποδόσεων των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, αυξάνοντας έτσι τον ατομικό πλούτο του επενδυτή.

Συνεπώς, η ραγδαία ανάπτυξη της θεσμικής διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων θα έχει σημαντική επιρροή στην λειτουργία του ελληνικού χρηματοοικονομικού συστήματος, υποβοηθώντας την αύξηση της ρευστότητας καθώς και την διεύρυνση των διαθέσιμων επενδυτικών επιλογών. Συγχρόνως, η αύξηση της αλληλοεπίδρασης των επιμέρους επενδυτικών σχημάτων, όπως είναι τα ασφαλιστικά ταμεία, τα συνταξιοδοτικά σχήματα και οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.) θα φέρουν νέες διοικητικές δομές στα διαχειριστικά οχήματα έναντι του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των επενδυτικών κεφαλαίων.

Είναι λοιπόν εμφανές ότι, στην Ελλάδα καθώς και στην Ευρώπη, η αύξηση του ανταγωνισμού για την διαχείριση των διαθέσιμων επενδυτικών κεφαλαίων, ωθεί την στρατηγική αναδιάρθρωση του κλάδου θεσμικής διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων και την ανάδειξη των βέλτιστων επενδυτικών σχημάτων, που κατέχουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, προς όφελος των τελικών επενδυτών και του συνολικού χρηματοοικονομικού συστήματος.

1.3 Ανάλυση και επιστημονικό ενδιαφέρον της διατριβής

Στο πλαίσιο ανάλυσης της διαχείρισης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων αλλά και της νομισματικής σταθερότητας, τα πιστωτικά προϊόντα, όπως είναι τα εταιρικά ομόλογα και τα πιστωτικά παράγωγα, γίνονται αντικείμενο μελέτης λόγω του ρόλου τους ως εργαλεία αντιστάθμισης ή μόχλευσης των επενδυτικών θέσεων, καθώς και ως μέρος του μηχανισμού μετάδοσης της οικονομικής πολιτικής.

Το αντικείμενο της παρούσας έρευνας παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον και εστιάζετε ειδικότερα στα παρακάτω σημεία:

- Στην αναγκαιότητα βελτιστοποίησης της επενδυτικής διαχείρισης των χρηματοοικονομικών προϊόντων.

- Στην αναγκαιότητα κάλυψης του κενού γνώσης όσο αφορά την πλήρη επεξήγηση των παραγόντων που επιδρούν στην αποτίμηση των εταιρικών ομολόγων.

Συγχρόνως, αν ληφθεί υπόψη ότι οι αγορές εταιρικών ομολόγων αποτελούν μια σημαντική πηγή πληροφόρησης όσο αφορά τον εταιρικό κίνδυνο, καλύπτουν έτσι το κενό πληροφόρησης που υπάρχει στην συλλογή στοιχείων για τα τραπεζικά δάνεια. Παράλληλα, υπάρχουν ενδείξεις ότι τα εταιρικά ομόλογα κατέχουν ιδιότητες προπορευμένων δεικτών (leading indicators) που διευκολύνουν την πρόβλεψη σε σχέση με την κατάσταση της οικονομίας στο σύνολο της.

Από την οπτική γωνία της διαχείρισης διαθεσίμων, οι διαχειριστές επενδυτικών χαρτοφυλακίων, καθώς και οι κεντρικοί τραπεζίτες, ενδιαφέρονται για τον προσδιορισμό των παραγόντων κινδύνου ως προς την διαχείριση χαρτοφυλακίου και την αντιστάθμιση αυτού.

Συγκεκριμένα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει αναγνωρίσει την χρησιμότητα των δεικτών αγοράς ως δεικτών “συστημικού κινδύνου” του τραπεζικού τομέα και γι’ αυτό τον λόγο συμπεριλαμβάνει αυτούς τους δείκτες στα εργαλεία που διαθέτει, ώστε να παρακολουθεί την χρηματοπιστωτική σταθερότητα καθώς τείνουν να διαθέτουν προβλεπτικές ιδιότητες που συμπληρώνουν τους άλλους δείκτες. (Βλέπε «Financial Stability Review” ΕΚΤ, Δεκέμβριος 2004).

Η αγορά διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων (Asset Management), είναι ένα από τα πιο δυναμικά τμήματα του σύγχρονου χρηματοοικονομικού συστήματος. Η διαχείριση θεσμικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων, είναι μια υπηρεσία που ασχολείται με την διοίκηση ενός συνόλου επενδύσεων (μετοχών, ομολόγων, παραγώγων κ.λ.π.) εκ μέρους μίας ομάδας πελατών. Ως επενδύσεις χαρτοφυλακίου (portfolio investment), η ΕΚΤ ορίζει τις καθαρές συναλλαγές ή/και θέσεις κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε τίτλους εκδοθέντες από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ («απαιτήσεις»), ως και τις καθαρές συναλλαγές

ή/και θέσεις μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε τίτλους εκδοθέντες από κατοίκους της ζώνης του ευρώ («υποχρεώσεις») συμπεριλαμβάνοντας τους μετοχικούς τίτλους και τα χρεόγραφα (ομόλογα, γραμμάτια και τίτλοι της αγοράς χρήματος).(Βλέπε Μηνιαίο Δελτίο ΕΚΤ, Μάρτιος 2005)

Τα τελευταία χρόνια, ο τομέας της διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων έχει ενισχύσει σημαντικά τον διαχωρισμό μεταξύ του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της επένδυσης και του ελέγχου αυτής. Αυτή η τάση έχει ως αποτέλεσμα την ανάγκη εύρεσης αποτελεσματικών μεθόδων μέτρησης των αποδόσεων των υποκείμενων χαρτοφυλακίων.

Παράλληλα, στην παρούσα έρευνα γίνεται προσπάθεια εντοπισμού των δομικών αλλαγών στο ελληνικό θεσμικό πλαίσιο, με στόχο την αναγνώριση και ανάλυση των επιπτώσεων που θα έχουν στη διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Έτσι, παρουσιάζονται οι κύριες αλλαγές όσο αφορά τη λειτουργία και εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και των κεφαλαιαγορών, τις προϋποθέσεις διαφάνειας αυτών, καθώς και άλλες επιμέρους θεσμικές ρυθμίσεις για την ομαλή λειτουργία της αγοράς.

Επιπρόσθετα, η παρούσα έρευνα συνεισφέρει στον εμπλουτισμό του γνωστικού αντικειμένου την Δημόσιας Διοίκησης με τα συμπεράσματα της, τα οποία σχετίζονται με την ενίσχυση του βασικού κριτηρίου του Τρίτου Πυλώνα της Βασιλείας II, δηλαδή την πειθαρχία αγοράς. Όπως επισημαίνει ο τ. Πρόεδρος της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Ν. Γκαργκάνας η επίτευξη μεγαλύτερης διαφάνειας «θα βελτιώσει το πληροφοριακό περιεχόμενο των μετοχικών τιμών των εισηγμένων τραπεζών και των επιτοκιακών περιθωρίων πάνω στο παρεπόμενο χρέος αυτών...» (βλέπε Garganas, 2005).

Στο ίδιο κλίμα, ο διοικητής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας κ. Ζαν-Κλοντ Τρισέ, δήλωσε στην ετήσια σύνοδο της Διεθνούς Ένωσης Swaps και Παραγώγων στο Σικάγο (19 Απρ 2007) ότι: «...η διασπορά κινδύνου μέσω των πιστωτικών παραγώγων έχει αλλάξει τον τρόπο με τον οποίο οι τράπεζες λαμβάνουν τις δανειακές αποφάσεις τους και παράλληλα επηρεάζει τις

αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών για την πορεία των επιτοκίων», (βλέπε Tresse 2007) αναγνωρίζοντας κατά αυτό τον τρόπο την σημασία της αγοράς των εταιρικών ομολόγων και των παραγώγων τους.

Στη συνέχεια, αναφέρονται ενδεικτικά, συγκεκριμένες ερευνητικές δραστηριότητες που τονίζουν το ενδιαφέρον για την διερεύνηση των πιστωτικών περιθωρίων των εταιρικών ομολόγων, καθώς και για τις επιπτώσεις αυτών πάνω στη διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων.

1. Συνέδριο με τίτλο “4th Annual Credit Derivatives Conference”. Πραγματοποιήθηκε στο Λονδίνο (21 Σεπτεμβρίου 2007) από την Αγγλική Ένωση Τραπεζών (βλέπε British Bankers Association 2007). Αναπτύχθηκαν θέματα όπως, η ανάπτυξη των αγορών πιστωτικών προϊόντων και των παραγώγων αυτών, οι συνέπειες των νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων σε σχέση με την επενδυτική διαχείριση κ.λ.π.
2. Συνέδριο με τίτλο “Credit Risk and Credit Derivatives”. Πραγματοποιήθηκε στην Washington D.C. (22-23 Μαρτίου 2007) από το Federal Reserve Board. Αναπτύχθηκαν θέματα όπως, η προσπάθεια προσδιορισμού της αλληλουχίας μεταξύ της αγοράς εταιρικών ομολόγων και παραγώγων αυτών, η επίδραση των οικονομικών κύκλων πάνω στις αποτιμήσεις πιστωτικών προϊόντων κ.λ.π.
3. Συνέδριο με τίτλο “The evolution of credit risk: phenomena, method and management”. Πραγματοποιήθηκε στην Αθήνα (2006) από την Τράπεζα της Ελλάδος. Έγινε αναλυτική παρουσίαση σε θέματα όπως, η εξελικτική φύση των πιστωτικών κινδύνων, η ανάπτυξη αξιόπιστων μεθόδων εκτίμησης, διαχείρισης και έγκαιρης προειδοποίησης και τρόπων αξιολόγησης της εγκυρότητας αυτών των μεθόδων.

Η πανεπιστημιακή κοινότητα έχει μέχρι στιγμής μικρή συμμετοχή στην ανάλυση των ευρωπαϊκών αγορών εταιρικών ομολόγων, με ελάχιστη διερεύνηση

και τεκμηρίωση των δομικών χαρακτηριστικών αυτών. Μερικοί από τους βασικούς περιορισμούς των προηγούμενων μελετών είναι ότι χρησιμοποιούν ομολογιακούς δείκτες έναντι του πλήθους των ομολόγων και ότι επικεντρώνονται στην αγορά των ΗΠΑ. Αυτή η έρευνα επικεντρώνεται στην Ελληνική αγορά, αλλά για λόγους συγκρίσεως συμπεριλαμβάνουμε επίσης ευρήματα μελετών από τις Αμερικάνικες και Ευρωπαϊκές ομολογιακές αγορές.

Κύριος στόχος της παρούσας μελέτης είναι η ανάλυση των παραγόντων που προσδιορίζουν το περιθώριο των ομολόγων που εκδίδονται από τις ελληνικές τράπεζες, λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητες της εκάστοτε ομολογιακής έκδοσης και του εκδότη.

Η παρούσα εργασία υποστηρίζει ότι αξίζει να ενσωματωθούν οι τιμές της αγοράς σε συστήματα έγκαιρης προειδοποίησης προς όφελος της ορθής διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων τούτο κυρίως γιατί οι δείκτες της αγοράς πλεονεκτούν έναντι των λοιπών μικροοικονομικών στοιχείων σε τρία σημεία: α) αντανακλούν τις απόψεις πολλών αγορών, τις οποίες παρουσιάζουν συνοπτικά με μια εύχρηστη τιμή, β) είναι από την φύση τους προσανατολισμένοι στο μέλλον και γ) είναι διαθέσιμοι με σχετικά μεγάλη συχνότητα.

Η έρευνα είναι πρωτότυπη και παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον τόσο από θεωρητική όσο και από πρακτική άποψη. Με βάση τα αναμενόμενα αποτελέσματα και τις συγκεκριμένες επισημάνσεις που θα διατυπωθούν, η παρούσα μελέτη μπορεί να αποτελέσει χρήσιμο εργαλείο για τους Έλληνες διαχειριστές επενδυτικών χαρτοφυλακίων καθώς και για τους σχεδιαστές της οικονομικής πολιτικής.

1.4 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία που ακολουθείται στην παρούσα έρευνα στηρίζεται στην κατασκευή βασικών υποθέσεων εργασίας και στην χρήση των αντίστοιχων εργαλείων για την τεκμηρίωση τους.

Ειδικότερα, οι σύγχρονες θεωρίες για το “asset management”, είναι χτισμένες πάνω στην ιδέα της μη-ύπαρξης κερδοσκοπικών ευκαιριών (no – arbitrage). Αυτό σημαίνει ότι, από οικονομικής πλευράς η πιθανή εμφάνιση μιας πραγματικής ευκαιρίας για κερδοσκοπία θα γίνει άμεσα αντιληπτή από τους συμμετέχοντες στην αγορά οι οποίοι θα την εκμεταλλευτούν και θα την εκμηδενίσουν άμεσα.

Η παραπάνω άποψη εμμέσως υπονοεί ότι η τιμή την οποία κάποιος πληρώνει στην αγορά για να μετακυλήσει συγκεκριμένο κίνδυνο (ασφάλεια) πρέπει να αντικατοπτρίζει την εικόνα της αγοράς για αυτόν τον κίνδυνο. Παράλληλα, η τιμή που πληρώνει η αγορά σε κάποιον ώστε να διακρατήσει έναν κίνδυνο μέσω μιας επένδυσης πρέπει να αντιστοιχεί στην συναίνεση της αγοράς για αυτόν τον κίνδυνο. Συνεπώς, η επενδυτική άποψη ότι ένα αξιόγραφο είναι ακριβό ή φθηνό ισούται με διαφωνία για τη αξιολόγηση της αγοράς για τον συγκεκριμένο σχετικό κίνδυνο.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, η χρήση των μοντέλων για την τιμολόγηση των εταιρικών ομολόγων και των παράγωγων προϊόντων τους στηρίζεται κυρίως σε δύο λόγους: 1) Στην ανάγκη εύρεσης θεωρητικών τιμών που παρεμβάλλονται (interpolate) ή προεκτείνονται (extrapolate) των πραγματικών τιμών που παρατηρούνται στην αγορά. Η ύπαρξη πεπερασμένου πλήθους τιμών που να είναι άμεσα παρατηρήσιμες στην αγορά δυσχεραίνει την αποτίμηση των παρεμφερών χρηματοοικονομικών προϊόντων. 2) στην ανάγκη διαχείρισης του επενδυτικού κινδύνου καθώς και της αντιστάθμισης αυτού. Δηλαδή, ακόμα και αν η τιμή του υποκείμενου προϊόντος είναι άμεσα παρατηρήσιμη στην αγορά, χρειαζόμαστε υπολογιστικά μοντέλα ώστε να αντισταθμίσουμε τους κινδύνους που είναι ενσωματωμένοι (embedded) σε αυτό το χρηματοοικονομικό προϊόν.

Η εργασία αυτή παρουσιάζει μια μεθοδολογία ανάλυσης συντελεστών – παραγόντων (factor analysis) με στόχο την ανάδειξη τις ευαισθησίας των πιστωτικών περιθωρίων σε συγκεκριμένους παράγοντες. Αν προσδιορίσουμε την αποτιμητική εξίσωση για κάθε συγκεκριμένο χρεόγραφο, τότε θα είμαστε σε

θέση να γνωρίζουμε πως θα συμπεριφερθεί αυτό το χρηματοοικονομικό προϊόν όταν συμβεί κάποιο απροσδόκητο γεγονός. Η παρούσα έρευνα προσφέρει μια εμπειρική εξέταση της ανάπτυξης της αγοράς εταιρικών ομολόγων χρησιμοποιώντας μακροοικονομικούς παράγοντες, όπως είναι τα επιτόκια και το Α.Ε.Π., καθώς και μικροοικονομικές μεταβλητές, όπως είναι οι παράγοντες της μεταβλητότητας και της λικτότητας και της πιστοληπτικής αξιολόγησης των υποκείμενων αξιών. Παράλληλα, δομείται πάνω σε υπάρχουσες μελέτες με το να αναζητά τους υποκείμενους παράγοντες που εξηγούν την διαφορά τιμών στην αγορά μη-κυβερνητικών ομολόγων και οι οποίοι έχουν επιρροή στην μαθηματική υποδειγματοποίηση (modeling) των ομολόγων.

1.5 Διάρθρωση της διατριβής

Στο *πρώτο κεφάλαιο* γίνεται η περιγραφή του αντικείμενου της μελέτης καθώς και η συνοπτική παρουσίαση του σκοπού, της μεθοδολογίας και του επιστημονικού ενδιαφέροντος της έρευνας.

Η διατριβή χωρίζεται σε δύο μέρη όπου, το ***Πρώτο Μέρος*** η *Θεωρητική Ανάλυση* που περιλαμβάνει την διερεύνηση των δομικών χαρακτηριστικών των επιμέρους αγορών, και περιλαμβάνει τα κεφάλαια 2 έως και το 6, ενώ το ***Δεύτερο Μέρος*** περιλαμβάνει την *Εμπειρική Ανάλυση* στην οποία στηρίζεται η συζήτηση των αποτελεσμάτων, και περιλαμβάνει τα κεφάλαια 7 έως και το 10.

Στο *δεύτερο κεφάλαιο* παρουσιάζεται η δομή της αγοράς εταιρικών χρεογράφων. Οι αγορές εταιρικών ομολόγων αποτελούν μια σημαντική πηγή πληροφόρησης όσο αφορά στον εταιρικό κίνδυνο, καλύπτοντας έτσι το κενό πληροφόρησης που υπάρχει στην συλλογή στοιχείων για τα τραπεζικά δάνεια. Μια από τις έντονες τάσεις των ομολογιακών αγορών στον Ευρωπαϊκό χώρο, είναι η σταδιακή μεταστροφή της εκδοτικής δυναμικής από τους δημόσιους φορείς προς τους ιδιωτικούς δανειολήπτες. Παράλληλα, υπάρχουν ενδείξεις ότι

τα εταιρικά ομόλογα κατέχουν ιδιότητες προπορευόμενων δεικτών (leading indicators) σε σχέση με την κατάσταση της οικονομίας στο σύνολο της.

Το *τρίτο κεφάλαιο*, αναδεικνύει την ανάγκη περαιτέρω ανάπτυξης της ελληνικής αγοράς εταιρικών ομολόγων. Οι αλλαγές που έχουν λάβει χώρα μέχρι σήμερα, σε θεσμικό αλλά και λειτουργικό επίπεδο θέτουν σε νέες βάσεις την αναγκαιότητα εξέτασης της συγκεκριμένης αγοράς. Η ύπαρξη μιας αγοράς βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων εταιρικών ομολόγων, πειθαρχεί και ενδυναμώνει το τραπεζικό σύστημα λόγω της ενίσχυσης του ανταγωνισμού, ανάμεσα στις άμεσες και στις έμμεσες πηγές εταιρικής χρηματοδότησης. Έτσι, οι τράπεζες μέσω του ανταγωνισμού γίνονται πιο αποδοτικές και καινοτόμες. Αυτή η ανταγωνιστική κατάσταση, ανάμεσα στις τράπεζες και στις μη-τραπεζικές αγορές, μειώνει το κόστος χρηματοδότησης των εταιρειών και αυξάνει τη διασπορά του χρηματοοικονομικού κινδύνου μέσα στην οικονομία.

Είναι γεγονός ότι, όταν μια ανεπτυγμένη αγορά εταιρικών ομολόγων είναι παρούσα, ένα μεγάλο μέρος του συνολικού δανεισμού υπόκειται στον έλεγχο των δυνάμεων της αγοράς, κάτι που δεν συμβαίνει όταν η ομολογιακή αγορά είναι υποανάπτυκτη. Σε αυτή τη δεύτερη περίπτωση της υποανάπτυκτης αγοράς εταιρικών ομολόγων, αποταμιευτικά κεφάλαια τα οποία θα κατέληγαν στα εταιρικά ομόλογα, λόγω της ελκυστικότητάς τους ως επενδυτικού προϊόντος για συγκεκριμένες κατηγορίες επενδυτών, επενδύονται σε άλλου είδους αξιόγραφα, όπως είναι οι μετοχές και τα ομόλογα δημοσίου.

Ακόμα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει αναγνωρίσει την χρησιμότητα των δεικτών αγοράς ως δεικτών συστημικού κινδύνου του τραπεζικού τομέα, γι' αυτό τον λόγο συμπεριλαμβάνει αυτούς τους δείκτες στα εργαλεία που διαθέτει ώστε να παρακολουθεί την χρηματοπιστωτική σταθερότητα, καθώς τείνουν να διαθέτουν προβλεπτικές ιδιότητες που συμπληρώνουν τους άλλους δείκτες.

Το *τέταρτο κεφάλαιο*, επικεντρώνεται στην ανάλυση των αγορών τραπεζικών ομολόγων σε Ευρωπαϊκό επίπεδο και ιδιαίτερα στην Ελλάδα, με

σκοπό να καταδείξει τα δομικά χαρακτηριστικά αλλά και την δυναμική αυτών των αγορών. Στην Ελλάδα τα ομόλογα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αποτελούν το κυρίαρχο στοιχείο στην αγορά των μη-κυβερνητικών ομολόγων, ειδικά κατόπιν της μεταβολής των εποπτικών κανόνων κάτω από τις αρχές της διαδικασίας Βασιλείας II (Ιούνιος 2004) και της ενοποίησης των κεφαλαιαγορών της Ευρώπης, μετά την έναρξη της οικονομικής και νομισματικής ένωσης και της εισαγωγής του ευρώ (1999 / 2002).

Στο *πέμπτο κεφάλαιο*, εμφανίζεται η ανάλυση της δομής της αγοράς επενδυτικών χαρτοφυλακίων, όπου καταδεικνύεται η παρούσα κατάσταση καθώς και οι τάσεις της αγοράς. Στο πλαίσιο ανάλυσης της διαχείρισης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων αλλά και της νομισματικής σταθερότητας, τα πιστωτικά προϊόντα, όπως είναι τα εταιρικά ομόλογα και τα πιστωτικά παράγωγα, γίνονται αντικείμενο μελέτης λόγω του ρόλου τους ως εργαλεία αντιστάθμισης, ή μόχλευσης των επενδυτικών θέσεων, καθώς και ως μέρος του μηχανισμού μετάδοσης της οικονομικής πολιτικής. Από την οπτική γωνία της διαχείρισης διαθέσιμων, οι διαχειριστές επενδυτικών χαρτοφυλακίων καθώς και οι κεντρικοί τραπεζίτες, ενδιαφέρονται για τον προσδιορισμό των παραγόντων κινδύνου ως προς την διαχείριση χαρτοφυλακίου και την αντιστάθμισή του.

Όπως καταδεικνύει και η παρούσα έρευνα είναι εμφανές ότι, στην Ελλάδα καθώς και στην ευρύτερη Ευρωπαϊκή Ένωση, η αύξηση του ανταγωνισμού για την διαχείριση των διαθέσιμων επενδυτικών κεφαλαίων, ωθεί σε στρατηγική αναδιάρθρωση του κλάδου θεσμικής διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Οδηγεί επίσης, στην ανάδειξη των βέλτιστων επενδυτικών σχημάτων που κατέχουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, προς όφελος των τελικών επενδυτών και του συνολικού χρηματοοικονομικού συστήματος.

Οι προαναφερόμενες τάσεις, σε συνάρτηση με την αύξηση των επενδυτικών κατηγοριών που παρέχονται στους τελικούς αποδέκτες των διαχειριστικών υπηρεσιών, προσδίδουν μια δυναμική στην αγορά θεσμικών διαχειριστών επενδυτικών κεφαλαίων, που θα επηρεάσει σημαντικά τις

διαθέσιμες επενδυτικές επιλογές στο ελληνικό χρηματοοικονομικό σύστημα. Θα πρέπει να αναφερθεί, όμως, ότι η δυνατότητα των θεσμικών διαχειριστών να αντιλαμβάνονται ανισορροπίες στις χρηματοοικονομικές αγορές και να δρουν προς εξισορρόπηση τους, ενισχύει την λειτουργικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών και πιθανότατα να έχει ως αποτέλεσμα τη βελτίωση των αποδόσεων των επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Έχει, έτσι ως αποτέλεσμα την αύξηση του ατομικού πλούτου του επενδυτή.

Στο *έκτο κεφάλαιο* γίνεται προσπάθεια εντοπισμού των δομικών αλλαγών που επήλθαν στο ελληνικό θεσμικό πλαίσιο, με στόχο την αναγνώριση και ανάλυση των επιπτώσεων που θα έχουν στην αγορά εταιρικών χρεογράφων και στη διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Συγκεκριμένα, οι κύριες αλλαγές εντοπίζονται στις επιπτώσεις από την ενσωμάτωση στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό δίκαιο, διαφόρων Οδηγιών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, σχετικά με τη λειτουργία και εποπτεία των κεφαλαιαγορών (Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων 2004/39/EK - Markets in Financial Instruments Directive – MiFID), την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων (Οδηγία 2006/49/EK), καθώς και τις προϋποθέσεις διαφάνειας που πρέπει να πληρούνται για την πληροφόρηση σε σχέση με τους εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες είναι διαπραγματεύσιμες σε οργανωμένη αγορά (Οδηγία 2004/109/EK).

Το *Δεύτερο Μέρος* της διατριβής, η εμπειρική ανάλυση, ξεκινά με το *έβδομο κεφάλαιο* όπου παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο που στηρίζει την προσπάθεια αποτίμησης των εταιρικών ομολόγων, καθώς και οι πρακτικές προεκτάσεις των ερευνητικών πορισμάτων.

Οι σύγχρονες θεωρίες για την διαχείριση κεφαλαίων, είναι κτισμένες πάνω στην ιδέα της μη-ύπαρξης κερδοσκοπικών ευκαιριών. Όμως, μέχρι σήμερα, τα θεωρητικά υποδείγματα αποτίμησης αξιογράφων δεν συμπεριλαμβάνουν τα αποτελέσματα που έχει η δομή της αγοράς πάνω στις τιμές των αξιογράφων. Οι κλασικές παραμετροποιήσεις, όπως είναι το

Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) και η θεωρία Αντισταθμιστικής Τιμολόγησης (Arbitrage Pricing Theory), υποδεικνύουν τη σχέση μεταξύ του κινδύνου και απόδοσης ενός αξιόγραφου, αλλά αγνοούν παραμέτρους όπως είναι η αβεβαιότητα ολοκλήρωσης των συναλλαγών, το κόστος των συναλλαγών, το κόστος ενημέρωσης και η ρευστότητα της διαπραγμάτευσης.

Το *όγδοο κεφάλαιο*, καλύπτει την μεθοδολογική προσέγγιση της αξιολόγησης των πιστωτικών περιθωρίων εταιρικών ομολόγων και τη διατύπωση των προς εξέταση υποθέσεων. Η μεθοδολογία που ακολουθείται στην έρευνα αυτή στηρίζεται στην κατασκευή βασικών υποθέσεων εργασίας και στη χρήση των αντίστοιχων εργαλείων για την τεκμηρίωση τους. Οι πληροφορίες που πηγάζουν από την αγορά είναι σύμφυτες με τις τιμές αγοράς οι οποίες βλέπουν στο μέλλον. Στην παρούσα έρευνα, οι τιμές αγοράς χρησιμοποιούνται ως η εξαρτημένη μεταβλητή που επιδέχεται τις μεταβολές των ανεξάρτητων παραγόντων.

Στο *ένατο κεφάλαιο*, εμφανίζεται ο προσδιορισμός των ανεξάρτητων μεταβλητών. Η παρούσα έρευνα παρουσιάζει μια μεθοδολογία ανάλυσης συντελεστών με στόχο την ανάδειξη της ευαισθησίας των πιστωτικών περιθωρίων σε συγκεκριμένους παράγοντες.

Το *δέκατο κεφάλαιο* περιλαμβάνει την ανάλυση των εμπειρικών αποτελεσμάτων η οποία, στηριζόμενη σε αναλυτικές μεθόδους εξειδικευμένες πάνω στην αξιολόγηση χρηματοοικονομικών προϊόντων, εξάγει σημαντικά συμπεράσματα για την αποτίμηση και την διαχείριση των εταιρικών ομολόγων και συγκεκριμένα των τραπεζικών ομολόγων.

Στο *ενδέκατο κεφάλαιο* γίνεται μια προσπάθεια προσδιορισμού, των παραγόντων που οδήγησαν στην τρέχουσα κρίση καθώς και, των συστατικών στοιχείων στη διαμόρφωση μιας νέας αρχιτεκτονικής του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η χειρότερη τραπεζική κρίση των τελευταίων δεκαετιών έδειξε πως οι επενδυτικοί κίνδυνοι μπορούν να αποσταθεροποιήσουν το ευρύτερο

χρηματοπιστωτικό σύστημα και μάλιστα να διαταράξουν ολόκληρες οικονομίες. Επομένως, η θεσμοθέτηση επιβολής συγκεκριμένων κανόνων έναντι των "κατευθυντήριων γραμμών" εμφανίζεται ως επιτακτική ανάγκη, καθώς αυτοί οι κανόνες θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν την επιβολή αυστηρότερων ελέγχων σε πρώιμα στάδια της ανάπτυξης.

Τέλος στο *δωδέκατο κεφάλαιο* παρουσιάζονται τα συμπεράσματα στα οποία έχει καταλήξει η ανάλυση των προηγούμενων κεφαλαίων όπου καταδεικνύεται η χρησιμότητα ως και η πρωτοτυπία της παρούσας έρευνας.

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 2

Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ

2.1 Δομικά χαρακτηριστικά της ομολογιακής αγοράς

Οι αγορές σταθερού εισοδήματος – όπως χαρακτηρίζονται γενικότερα οι ομολογιακές αγορές – διαφέρουν σημαντικά βάσει κριτηρίων όπως είναι το είδος των εργαλείων, ο τύπος και οι στόχοι των επενδυτών καθώς και η διάρθρωση των αγορών σε σχέση με την συμμετοχή ιδιωτών επενδυτών, τον τρόπο διαπραγμάτευσης μεταξύ των συμβαλλομένων, καθώς και την προσπάθεια επίτευξης καλλίτερης τιμής αγοράς ή πώλησης. Συγκεκριμένα, ενώ στις μετοχικές αγορές ο μετοχικός τίτλος είναι ο ίδιος σε σχέση με την χρηματοροή και τον κίνδυνο, δεν μπορεί να ειπωθεί το ίδιο για τις ομολογιακές αγορές στις οποίες διακινούνται χρεόγραφα σε διαφορετικά νομίσματα, διάρκειες, τοκομερίδια, προτεραιότητες αποπληρωμής και άλλα. Η μεγάλη διαφοροποίηση μεταξύ των επενδυτικών επιλογών στην ομολογιακή αγορά, απαιτεί μια υψηλή κατάρτιση εκ μέρους του επενδυτή όσο αφορά στους κινδύνους που ενέχουν τα προϊόντα αυτού του είδους.

Ως *χρεόγραφα* (Debt securities) η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θεωρεί ότι είναι οι τίτλοι πλην μετοχών, εξαιρουμένων των χρηματοοικονομικών παραγώγων, που περιλαμβάνουν όλα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού τα οποία συνιστούν μέσα πληρωτέα στον κομιστή, είναι συνήθως εμπορεύσιμα, διακινούνται σε δευτερεύουσες αγορές και δεν δίνουν στον κάτοχο τους ιδιοκτησιακά δικαιώματα επί της θεσμικής μονάδας έκδοσης τους. Η κατηγορία αυτή καλύπτει χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που τεκμηριώνονται κατά κανόνα με έγγραφα τα οποία προορίζονται για κυκλοφορία και των οποίων η ονομαστική αξία προσδιορίζεται κατά την έκδοση.

Περιλαμβάνει συναλλαγματικές (bills), γραμμάτια (notes), ομολογίες (bonds), χρεόγραφα χωρίς εξασφάλιση (debentures) και παρόμοια μέσα που διακινούνται συνήθως στις χρηματοπιστωτικές αγορές. (Βλέπε ΕΚΤ Μηνιαίο Δελτίο, Μάρτιος 2006). Τα μέσα που περιλαμβάνονται στην κατηγορία αυτή έχουν ως χαρακτηριστικό το ότι παρέχουν στον κάτοχο τους απεριόριστο δικαίωμα απόληψης σταθερού ή συμβατικά καθορισμένου μεταβλητού χρηματικού εισοδήματος με την μορφή τοκομεριδίων (τόκων) ή/και καθορισμένου σταθερού ποσού σε μια ή περισσότερες καθορισμένες ημερομηνίες ή αρχής γενομένης από ημερομηνία καθορισμένη κατά τη στιγμή της έκδοσης. (Βλέπε ΕΚΤ Μηνιαίο Δελτίο, Μάρτιος 2006).

Σε αντίθεση με τις μετοχές, όπου οι δυνητικές μερισματικές πληρωμές διαφέρουν αρκετά μεταξύ τους, στις περισσότερες ομολογιακές εκδόσεις η απόδοση τους καθορίζεται βάσει μιας προκαθορισμένης χρηματοροής. Γι' αυτό τον λόγο, ο υπολογισμός της “Καθαρής Παρούσας Αξίας” αυτών των εκδόσεων είναι σχετικά πιο εύκολος, έναντι της προσπάθειας προεξόφλησης των μερισματικών πληρωμών. Αυτό το πλεονέκτημα προσδιορισμού της ομολογιακής αξίας δίνει μια παραπάνω δυνατότητα στους διαπραγματευτές για δημιουργία αντισταθμιστικών θέσεων. Συνεπώς, είναι δύσκολο για την ομολογιακή αγορά να απέχει για μεγάλο χρονικό διάστημα από το θεωρητικό σημείο ισορροπίας της, καθώς η προσπάθεια κερδοφορίας από την ανάληψη αντισταθμιστικών κινήσεων θα έχει ως αποτέλεσμα την εξάλειψη τέτοιων επικερδών ασυμμετριών.

Οι αντισταθμιστικές δυνάμεις μπορούν να έχουν μια στατική αλλά και μια δυναμική διάσταση. Η στατική πλευρά αναφέρεται στην προσπάθεια εκμετάλλευσης τιμολογιακών διαφοροποιήσεων μεταξύ ομογενών κατηγοριών και αγορών όπως είναι η προθεσμιακή αγορά ομολόγων έναντι της τρέχουσας υποκείμενης αγοράς. Ενώ η δυναμική διάσταση αναφέρεται στις αντισταθμιστικές στρατηγικές προς εκμετάλλευση τυχόν ασυμμετριών πληροφόρησης.

Οι δομές των ομολογιακών αγορών διαφέρουν σημαντικά από το ένα χρηματοοικονομικό κέντρο στο άλλο. Μια διάκριση των δομών αυτών των αγορών ,σχετίζεται με τον τρόπο που οι επενδυτές συναλλάσσονται στην αγορά. Συγκεκριμένα, είναι ένα σημαντικό ειδοποιό στοιχείο της διάρθρωσης της αγοράς, αν οι επενδυτές συναλλάσσονται μέσω ενός διαμεσολαβητή όπως γίνεται στην αγορά διαπραγματευτών (dealer market), ή αντιθέτως συναλλάσσονται απευθείας μεταξύ τους, όπως γίνεται στην αγορά δημοπρασιών (auction market).

Στην αγορά διαπραγματευτών, ο κύριος διαπραγματευτής (market maker) αποτελεί τον βασικό παράγοντα της αγοράς, καθώς είναι υπεύθυνος για την έναρξη των συναλλαγών με το να παρουσιάζει αναφορές τιμών αγοράς και πώλησης των υποκείμενων τίτλων (bid-ask quotation) ως προς τους επενδυτές. Η *τιμή αγοράς* (bid price) είναι η τιμή στην οποία οι επενδυτές μπορούν να πουλήσουν στον διαπραγματευτή, και η *τιμή πώλησης* (ask price) είναι η τιμή στην οποία μπορούν οι επενδυτές να αγοράσουν από τον διαπραγματευτή, ορίζοντας κατά αυτό τον τρόπο το άνοιγμα μεταξύ της τιμής αγοράς – πώλησης (ζήτησης – προσφοράς), ως την αποζημίωση του διαπραγματευτή για την υπηρεσία της παροχής ρευστότητας στην ευρύτερη χρηματοοικονομική αγορά.

Σε μια αγορά δημοπρασιών, οι συμμετέχοντες επενδυτές συναλλάσσονται μεταξύ τους και οι ειδικευμένοι στην αγορά (market specialists) λειτουργούν με μεσιτική δυνατότητα. Δυο τύποι εντολών χρησιμοποιούνται συνήθως στην αγορά δημοπρασιών οι οποίοι είναι: οι *εντολές ορίων* (limit orders) και οι *εντολές αγοράς* (market orders). Η εντολή ορίου αναφέρει την μέγιστη τιμή στην οποία ο επενδυτής είναι διατεθειμένος να αγοράσει τον υποκείμενο τίτλο ή την ελάχιστη τιμή στην οποία ο επενδυτής είναι διατεθειμένος να πουλήσει. Αντιθέτως, η εντολή αγοράς δεν αναφέρει την τιμή αλλά μόνο τον αριθμό των τίτλων που ο επενδυτής θέλει να διαπραγματευτεί σε οποιαδήποτε τιμή ισχύει στην αγορά την ώρα της εισαγωγής της εντολής. Συνεπώς, η εκτέλεση μιας εντολής αγοράς

προϋποθέτει την ύπαρξη εντολών ορίων και ειδικότερα την ύπαρξη μιας υπηρεσίας διατήρησης αρχείου των εντολών ορίων (limit order book)¹.

Ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό της δομής της αγοράς, είναι τα μέσα με τα οποία μεταφέρονται στους συμμετέχοντες οι πληροφορίες σχετικά με τις τρέχουσες συνθήκες αγοράς. Συγκεκριμένα, το ενημερωτικό “σινιάλο” που μεταδίδεται από την ένδειξη τιμών (quote), διαφέρει σημαντικά από το αντίστοιχο που μεταδίδεται από την τιμή διαπραγμάτευσης. Το “quote” αντικατοπτρίζει την διάθεση του ενός επενδυτή για διαπραγμάτευση, ενώ η τιμή της πράξης αποτελεί γνήσιο σημείο ισορροπίας μεταξύ των δύο αντισυμβαλλομένων. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, η μη ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών συμβάσεων αναδεικνύει το κλασσικό πρόβλημα του κύριου διαμεσολαβητή (Principal-agent problem), καθώς η συνολική αξία της παρεχόμενης υπηρεσίας εξαρτάται από την επιμέλεια με την οποία ο διαμεσολαβητής εκτελεί την εντολή.

Η αγορά των ομολόγων, σε αντίθεση με την αγορά των δανείων, χαρακτηρίζεται από την δημόσια φύση της, με την έννοια ότι οι ομολογιακοί επενδυτές έχουν εύκολη πρόσβαση σε όλη την πληροφόρηση που σχετίζεται με τα έγγραφα της ομολογιακής έκδοσης (bond documentation). Στην αγορά των δανείων, η πληροφόρηση παραμένει ιδιωτική, επειδή συνήθως οι μόνοι που έχουν πρόσβαση στην δανειακή σύμβαση είναι τα συμβαλλόμενα μέρη. Συνεπώς ο δανειστής στην αγορά δανείων έχει καλύτερη γνώση για τα στοιχεία της εταιρίας σε σχέση με τον επενδυτή ομολόγων.

Η ασυμμετρία αυτή, στην πληροφόρηση έχει άμεσο αντίκτυπο στον τιμολογιακό συσχετισμό των ομολογιακών και δανειακών αγορών. Δηλαδή οι ομολογιακοί επενδυτές θα αντισταθμίσουν τυχόν τιμολογιακές διαφορές μεταξύ των ομολόγων και των δανείων της εταιρείας, αντιλαμβανόμενοι εμμέσως το κενό πληροφόρησης. Συνεπώς, η αντισταθμιστική διαπραγμάτευση, θα μειώσει

¹ Για τα κόστη και τις αποδόσεις της υπάρξεως εντολών ορίων και αγοράς βλέπε Handa και Schwartz, (1996).

την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των δύο αγορών και θα οδηγήσει στην πιο αντικειμενική αποτίμηση αυτών των δύο μερών της εταιρικής κεφαλαιακής διάρθρωσης.

2.1.1 Πρωτογενής Αγορά

Οι ευρωπαϊκές ομολογιακές αγορές μπορούν γενικά να κατηγοριοποιηθούν σε τομείς, όπως είναι ο κυβερνητικός, ο εταιρικός, ο υπερεθνικός, των τιτλοποιήσεων και άλλοι. Μέσα σε κάθε ένα από αυτούς τους τομείς βρίσκονται ομόλογα με διαφορετικούς εκδότες, τοκομερίδια, λήξεις, πιστοληπτικές διαβαθμίσεις και άλλων ειδών χαρακτηριστικά. Κάθε ομόλογο προσφέρει διαφορετικές συσχετίσεις μεταξύ της απόδοσης και του κινδύνου.

Στην Ελλάδα το νομικό πλαίσιο για την έκδοση ομολογιακών δανείων έχει καθορισθεί από τον Νόμο 3156 (Φ.Ε.Κ. 157/Α'/25.06.2003). Σύμφωνα με το άρθρο 1 του Ν.3156, “ομολογιακό είναι το δάνειο που εκδίδεται από ανώνυμη εταιρεία που εδρεύει στην Ελλάδα (εκδότρια) και διαιρείται σε ομολογίες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν δικαιώματα των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας κατά τους ορούς του δανείου. Οι ομολογίες μπορούν να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές που λειτουργούν στην Ελλάδα (στις οποίες περιλαμβάνεται και η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων ΗΔΑΤ), υπό την προϋπόθεση ότι οι αγορές αυτές συνδέονται με το Σύστημα 'Αυλών Τίτλων του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών.”

Ο Νόμος 3156/2003 διαχωρίζει τα ομολογιακά δάνεια σε τέσσερις βασικές κατηγορίες: α) Κοινά ομολογιακά δάνεια, β) ομολογιακά δάνεια με ανταλλάξιμες ομολογίες, γ) ομολογιακά δάνεια με μετατρέψιμες ομολογίες και δ) ομολογιακά δάνεια με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη.

Τα εταιρικά ομόλογα είναι υποχρεώσεις της εταιρίας έναντι των δανειστών της και μπορούν να παρέχονται με ασφάλεια ή χωρίς ασφάλεια². Οι κάτοχοι των ομολόγων, ως πιστωτές της εταιρίας, έχουν προτεραιότητα στην αποπληρωμή των απαιτήσεων τους έναντι των κατόχων κοινών και προνομιούχων μετοχών. Παράλληλα, τα εταιρικά ομόλογα διαφοροποιούνται βάσει πολλών παραγόντων, όπως είναι η πιστωτική ποιότητα, η προτεραιότητα εταιρικής αποπληρωμής, η αγοραστική κεφαλαιοποίηση και άλλων χαρακτηριστικών τους. Επομένως, η ύπαρξη σημαντικών ασυμμετριών πληροφόρησης μεταξύ των εταιρικών δανειστών και δανειοληπτών, διαφοροποιεί σημαντικά την πρωτογενή αγορά.

Οι όροι έκδοσης του ομολογιακού δανείου πρέπει να εγκριθούν από την Γενική Συνέλευση και σε ειδικότερες περιπτώσεις μπορεί να απαιτείται και η άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Οι όροι της δανειοδότησης εμφανίζονται στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου και συμπεριλαμβάνουν το ύψος και την χρονική διάρθρωση του δανείου, τα τοκομερίδια και τον τρόπο υπολογισμού τους και οποιαδήποτε άλλη συμβατική υποχρέωση ορίζεται μεταξύ των αντισυμβαλλομένων.

Η έκδοση ομολογιακών δανείων από τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα για το 2007, άγγιξε το ύψος των 4.326 εκατομμυρίων ευρώ, πόσο που αναλογεί στο 34.4% των συνολικών καθαρών κεφαλαίων που διοχέτευσαν οι τράπεζες στις επιχειρήσεις. (βλέπε Τράπεζα της Ελλάδος, 2008). Όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 2.1 η έκδοση των ομολογιακών δανείων έχει σημειώσει τεράστια

² Σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 8 του άρθρου 12 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος Φυσικών και Νομικών Προσώπων (Κ.Φ.Ε.) επιβάλλεται φόρος εισοδήματος στους τόκους που αποκτώνται από φυσικά ή νομικά πρόσωπα, ενώσεις προσώπων ή ομάδες περιουσίας, χωρίς να εξετάζονται η ιθαγένεια και ο τόπος που διαμένουν ή έχουν την έδρα τους, και προκύπτουν από εθνικά δάνεια που εκδίδονται με έντοκα γραμμάτια ή ομολογίες από την 01/01/1997 και μετά. Ο φόρος αυτός υπολογίζεται με συντελεστή 7,5% στο ποσό των τόκων που προκύπτουν από τους πιο πάνω τίτλους από 01/01/1997 και με συντελεστή 10% στο ποσό των τόκων που προκύπτουν από τίτλους που εκδίδονται από τις 03/01/1998. Επίσης με συντελεστή 10% φορολογούνται και οι τόκοι οι οποίοι προκύπτουν από ανανεώσεις εκδοθέντων εντόκων γραμματίων, που πραγματοποιήθηκαν μετά τις 02/01/1998. Ο φόρος αυτός για τα ομόλογα παρακρατείται κατά το χρόνο εξαργύρωσης των τοκομεριδίων τους ή κατά τη λήξη τους, όταν πρόκειται για ομόλογα χωρίς τοκομερίδια (zero coupon) ενώ για τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, που εκδίδονται με φυσικούς τίτλους ή με την μορφή άυλων τίτλων, προεισπράττεται κατά την έκδοσή τους.

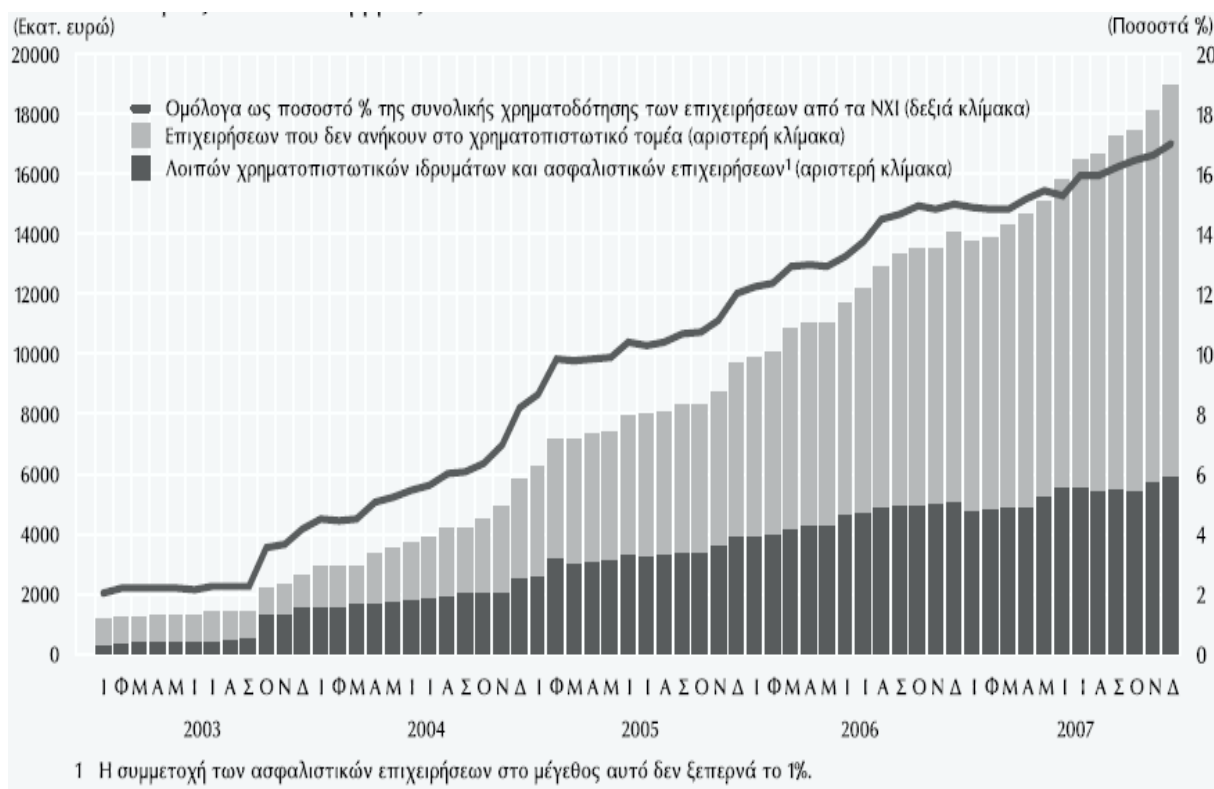
αύξηση κατά το χρονικό διάστημα 2003 – 2007. Η πρακτική αυτή βρήκε απήχηση κυρίως λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων που υπάρχουν για τις επιχειρήσεις όταν εκδίδουν ομολογιακά δάνεια. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το άρθρο 14 του Ν.3156/2003 οι δόσεις των ομολογιακών δανείων απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο – συμπεριλαμβανομένου και του φόρου υπεραξίας – εισφορά του ν.128/1975, ή άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου ή τρίτων. Όμως οι τόκοι από ομολογιακά δάνεια και ομολογίες θεωρούνται ως εισοδήματα από κινητές αξίες και για αυτό τον λόγο επιβάλλεται φόρος ίσος με 10% επί των τόκων³.

Ειδοποιός διαφορά όμως, μεταξύ αυτών των ομολογιακών δανείων και των εμπορεύσιμων ομολόγων είναι ότι, το σύνολο των εκδόσεων της πρώτης κατηγορίας απορροφάται από τις τράπεζες και οι εν λόγω τίτλοι δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη δευτερογενή αγορά.

³ Για ομολογίες που έχουν εκδοθεί υπό το άρτιο η διαφορά που θα πληρώσει ο εκδότης με την πληρωμή στη λήξη της ονομαστικής αξίας του ομολόγου ονομάζεται αμοιβή έκδοσης και δεν αποτελεί μορφή

Διάγραμμα 2.1

Ομολογιακά δάνεια επιχειρήσεων στα χαρτοφυλάκια των Νομισματικών και Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (ΝΧΙ) στην Ελλάδα (Ιανουάριος 2003 - Δεκέμβριος 2007)



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, *Έκθεση του Διοικητή*, (2008)

Τα κοινοπρακτικά δάνεια (syndicated loans) είναι πιστώσεις που χορηγούνται στον δανειολήπτη από μια ομάδα τραπεζών επιτρέποντας κατά αυτό τον τρόπο το μοίρασμα του πιστωτικού κινδύνου σε διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ως χρηματοοικονομικό προϊόν συνδυάζει χαρακτηριστικά απλού δανείου αλλά και δημόσια διαπραγματεύσιμου χρεογράφου. Έτσι ένα κοινοπρακτικό δάνειο μπορεί να έχει απλή δανειακή μορφή αλλά με την προσθήκη εγγυήσεων, δικλίδων ασφαλειών και τη σύνδεση

τόκου.

των χρηματοροών του με γεγονότα πιστωτικής αθέτησης αποκτά σύνθετη μορφή. Αποτέλεσμα των παραπάνω χαρακτηριστικών ήταν η αποδοχή των κοινοπρακτικών δανείων από τις εταιρίες και τις τράπεζες ως μια μορφή ευέλικτης χρηματοδότησης που μπορεί να δημιουργηθεί γρήγορα και που επιτρέπει την συμμετοχή ακόμα και δανειοληπτών με χαμηλή πιστοληπτική δυνατότητα. Στα κοινοπρακτικά δάνεια κάθε μέλος της κοινοπραξίας έχει ξεχωριστή απαίτηση από τον δανειολήπτη κάτω όμως από την ίδια συμβατική υποχρέωση. Έτσι, οι τράπεζες αναλαμβάνουν ένα μέρος του πιστωτικού κινδύνου διατηρώντας την πελατειακή σχέση με τον δανειολήπτη.

Στην παρούσα μελέτη γίνεται διάκριση μεταξύ των «ομολογιακών δανείων» και των «ομολόγων» βάσει των παραγόντων της δυνατότητας μεταβίβασης και της δυνατότητας διαπραγμάτευσης των τίτλων.

Τα εταιρικά ομόλογα στο εξωτερικό, όπως και στην Ελλάδα, συνήθως εκδίδονται ως *εγγεγραμμένα ομόλογα* (registered bonds) ώστε να έχουν την ευχέρεια απρόσκοπτης μεταβίβασης τους.

Σύμφωνα με τον Νόμο 3156/2003, δεν ορίζεται η έκδοση απόκοου ομολογιακού δανείου παρά μόνο στις περιπτώσεις των ομολογιακών δανείων με ανταλλάξιμες και μετατρέψιμες ομολογίες⁴. Παράλληλα, στα ομολογιακά δάνεια με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, υπάρχει η δυνατότητα παροχής στους αγοραστές του ομολόγου εκτός των τόκων και ενός δικαιώματος λήξης ενός

⁴ Παράλληλα, σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 9 του άρθρου 12 του Κ.Φ.Ε. εξαιρούνται από την φορολογία που επιβάλλεται με τις διατάξεις της παραγράφου 8 αυτού του άρθρου οι τόκοι που προκύπτουν από ομόλογα που έχουν εκδοθεί μέχρι και την 31/12/1996, ανεξάρτητα εάν η διάρκεια αυτών είναι ετήσια ή μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας, καθώς και από τα ομολογιακά δάνεια που εκδίδει το Ελληνικό Δημόσιο στο εξωτερικό από 01/01/1997 και μετά. Επίσης εξαιρούνται έντοκα γραμματάρια που έχουν εκδοθεί μέχρι και την 31/12/1996, όμως οι τόκοι που προκύπτουν από ανανεώσεις εκδοθέντων εντόκων γραμματίων υπόκεινται σε φορολογία, εφόσον η ανανέωση αυτών γίνεται μετά την 01/01/1997. Επίσης σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 11 του άρθρου 12 του Κ.Φ.Ε., απαλλάσσονται του φόρου εισοδήματος οι τόκοι ομολογιακών δανείων του Ελληνικού Δημοσίου με διάρκεια δύο ετών ή και μεγαλύτερη, με την προϋπόθεση ότι ο αρχικός κάτοχος των τίτλων των δανείων αυτών διακρατεί τόσο τα σώματα αυτών όσο και τα τοκομερίδια τους μέχρι την ημερομηνία λήξης τους. Επίσης σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 12 του άρθρου 12 του Κ.Φ.Ε., απαλλάσσονται του φόρου εισοδήματος οι τόκοι των εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου, που εκδίδονται από την 01/01/2003, με την προϋπόθεση ότι ο αρχικός κάτοχος των τίτλων αυτών είναι φυσικό πρόσωπό-κάτοικος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αποκτά τους τίτλους μέσα σε πέντε εργάσιμες ημέρες από την επόμενη της έκδοσης τους και τους διακρατεί μέχρι την λήξη τους.

ποσοστού επί των κερδών ή άλλης πρόσθετης παροχής, βάσει του ύψους της δραστηριότητας της εταιρίας.

Τροποποιήσεις ως προς τα χαρακτηριστικά των εταιρικών ομολόγων έχουν συμβεί κατά καιρούς, ως αποτέλεσμα των προτιμήσεων μεταξύ των εταιρικών δανειοληπτών και των τραπεζιτών. Ωστόσο, η αγορά έχει αποδεχθεί μερικές καινοτομίες που είναι ιδιαίτερα επιθυμητές τόσο από τους επενδυτές όσο και από τους εταιρικούς δανειολήπτες. Για παράδειγμα, τα μεσοπρόθεσμα έντοκα γραμμάτια, τα δομημένα χρεόγραφα και τα μετατρέψιμα ομόλογα έχουν μεγαλύτερη ευελιξία από τα παραδοσιακά εταιρικά ομόλογα, και έτσι αποκτούν μια πιο ελκυστική μορφή για τους εκδότες και τους επενδυτές.

Οι *ανταλλάξιμες ομολογίες* (exchangeable bonds) έχουν την ιδιαιτερότητα στο ότι δίνουν το δικαίωμα στους αγοραστές τους να ζητήσουν την εξόφληση τους μέσω της μεταβίβασης άλλων ομολογιών, μετοχών ή άλλων κινητών αξιών της εκδότριας εταιρίας, βάσει συγκεκριμένων χρονικών περιόδων. Αντίστοιχα, οι *μετατρέψιμες ομολογίες* (convertible bonds) έχουν το χαρακτηριστικό ότι παρέχουν στους κατόχους το δικαίωμα της μετατροπής των ομολογιών τους σε μετοχές⁵. Ειδοποιός διαφορά μεταξύ των ανταλλάξιμων και των μετατρέψιμων ομολογιών είναι ότι ενώ στην πρώτη περίπτωση υπάρχει η δυνατότητα ανταλλαγής με διάφορα επενδυτικά αξιόγραφα, στην δεύτερη περίπτωση οι ομολογίες μετατρέπονται αποκλειστικά σε μετοχές. Παράλληλα, οι μετοχές που εκδίδονται για να καλυφθεί η μετατροπή των ομολογιών αποτελούν πάντοτε νεοεκδιδόμενες μετοχές, ενώ οι ομολογίες που ανταλλάσσονται μπορούν να καλυφθούν εν μέρει ή εξολοκλήρου από υφιστάμενους τίτλους.

Ένα *μετατρέψιμο ομόλογο* (Convertible bond) είναι ένα ομόλογο που μπορεί να μετατραπεί σε κοινές μετοχές της εκδότριας εταιρίας βάσει της διακριτικής ευχέρειας του κατόχου του ομολόγου. Παρόλο που ο κάτοχος έχει το δικαίωμα να μετατρέψει το ομόλογο σε μετοχές, δεν έχει όμως την δυνατότητα

⁵ Θα πρέπει να σημειωθεί όμως ότι το δικαίωμα μετατροπής αποτελεί ουσιαστικά δικαίωμα αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας κατά το ποσό της αξίας των χορηγούμενων μετοχών επηρεάζοντας κατά αυτό τον τρόπο και την μελλοντική μεταβολή της μετοχικής τιμής.

να επαναφέρει την μετοχική θέση σε ομολογιακή εάν έχει εξασκήσει το δικαίωμα της μετατροπής. Ο λόγος ανταλλαγής των ομολόγων έναντι των μετοχών καθορίζεται στην έκδοση των ομολόγων και το προνόμιο της μετατροπής μπορεί να αποτυπωθεί στην τιμή της μετατροπής ή στο λόγο μετατροπής. Οι δύο αυτοί συντελεστές συνδέονται μέσω της παρακάτω σχέσης όπου:

$$\text{Τιμή Μετατροπής} = \text{Τιμή Ομολόγου στο Άρτιο} / \text{Συντελεστής Μετατροπής}$$

Η ελκυστικότητα ενός μετατρέψιμου ομολόγου στηρίζεται στην δομή του που συνδυάζει ένα απλό ομόλογο με ένα δικαίωμα ανάκλησης. Έτσι, η εύλογη τιμή σχετίζεται με την τιμή του απλού ομολόγου και του οφέλους του δικαιώματος αγοράς λαμβάνοντας υπόψη την υπολειπόμενη αξία των νέων μετοχών και των τοκομεριδίων που πρόκειται να πληρωθούν σε περίπτωση μη μετατροπής. Η αξία ενός δικαιώματος αυξάνεται με την διακύμανση της τιμής του υποκείμενου τίτλου, ενώ η τιμή ενός ομολόγου μειώνεται όταν αυξάνεται η μετοχική διακύμανση του εκδότη. Επομένως η προσάρτηση ενός δικαιώματος στο ομόλογο μπορεί να λειτουργήσει ως αντισταθμιστικός παράγοντας έναντι του αυξημένου κινδύνου πτώσης της τιμής του ομολόγου χωρίς όμως ο επενδυτής να απολέσει τυχόν κέρδος από την βελτίωση των στοιχείων της εταιρίας. Γι αυτό τον λόγο τα μετατρέψιμα ομόλογα συνήθως πωλούνται σε υψηλότερη τιμή έναντι των απλών ομολόγων του ίδιου εκδότη και της αντίστοιχης λήξεως.

Άλλοι εξειδικευμένοι τύποι ομολογιακών εκδόσεων είναι: το *ομόλογο συνδεδεμένο με τον πληθωρισμό* (Inflation-linked bond) το οποίο μεταβάλλει το τοκομερίδιο βάσει ενός δείκτη πληθωρισμού, το *ομόλογο ενισχυμένης αποδόσεως* (Return enhanced bond) όπου οι καταβολές των μελλοντικών τοκομεριδίων συνδυάζονται με την επίτευξη συγκεκριμένων επιπέδων αποδόσεων ενός επιλεγμένου δείκτη και το *ομόλογο προστασίας κεφαλαίου* (principal protected bond) το οποίο εγγυάται την επιστροφή του αρχικού κεφαλαίου ή ενός ποσοστού αυτού (βλέπε Γαλιάτσος, 2007).

Ένα άλλο στοιχείο που διαφοροποιεί τις ομολογιακές εκδόσεις είναι το δικαίωμα ανάκλησης (ή δικαίωμα επαναγοράς), το οποίο δημιουργεί αβεβαιότητα όσο αφορά την διάρκεια αποπληρωμής του δανείου. Τα ανακαλούμενα ομόλογα (callable bonds), διαπραγματεύονται με αποδόσεις υψηλότερες από τα μη ανακαλούμενα ομόλογα, επειδή το δικαίωμα ανάκλησης δημιουργεί ένα μειονέκτημα για τον επενδυτή για το πόσο πρέπει να αποζημιωθεί. Συνήθως, ως ένα παραπάνω κίνητρο, ο εκδότης μπορεί να ορίσει την τιμή ανάκλησης σε υψηλότερα επίπεδα από την τιμή αποπληρωμής της ονομαστικής αξίας κατά την λήξη, δίνοντας έτσι στον επενδυτή μια επιπρόσθετη αμοιβή (call premium)⁶.

Οι χρεολυτικές ομολογίες (sinking fund bonds), αντίθετα, δεν φέρουν το δικαίωμα αλλά την υποχρέωση του εκδότη να αποπληρώσει περιοδικά μέρος της αρχικής ονομαστικής αξίας. Συνεπώς, οι χρεολυτικές ομολογίες έχουν μικρότερη διάρκεια (duration) από ένα μη-χρεολυτικό ομόλογο, αλλά φέρουν μεγαλύτερο κίνδυνο επανεπένδυσης των κεφαλαίων, καθώς οι τιμές αποπληρωμής είναι συνήθως στο άρτιο και όχι στις τιμές αγοράς.

Τα μεσο-μακροπρόθεσμα χρεόγραφα (Medium Term Notes /) είναι μια ιδιαίτερη κατηγορία ομολογιακών εκδόσεων που η λήξη τους κυμαίνεται μεταξύ των 9 μηνών και 30 ετών. Όπως και με τα κοινά ομόλογα ο εκδότης των μεσο-μακροπρόθεσμων χρεογράφων υπόσχεται ότι θα πληρώσει περιοδικές τοκοφόρες πληρωμές καθώς και το σύνολο του κεφαλαίου στη λήξη. Η ειδοποιός διαφορά των μεσο-μακροπρόθεσμων χρεογράφων με τα απλά ομόλογα έχει να κάνει με την διαδικασία έκδοσης τους καθώς ο εκδότης έχει την ευχέρεια πώλησης νέων χρεογράφων σε αρκετά τακτά χρονικά διαστήματα μέσω της χρήσης ενός προγράμματος έκδοσης μεσο-μακροπρόθεσμων χρεογράφων (MTN program). Τα προγράμματα μεσο-μακροπρόθεσμων χρεογράφων μπορούν να καλύψουν καλλίτερα τις χρηματοδοτικές ανάγκες των εταιριών που θέλουν να

⁶ Σύμφωνα με τον Νόμο 3156/2003 επιτρέπεται η απόκτηση από την εκδότρια εταιρία ιδίων ομολογιών χωρίς να ορίζονται οποιουδήποτε χρονικού ή ποσοτικού περιορισμού. Αυτή η πρακτική σχετίζεται με την στρατηγική της εταιρίας για την μείωση των υποχρεώσεων της που απορρέουν από το ομολογιακό δάνειο αλλά και για την αποκόμιση κέρδους βάσει των τιμών έκδοσης και εξαγοράς.

διαφοροποιήσουν το ύψος και την ληκτότητα της χρηματοδότησης τους. Οι κύριοι εκδότες μεσο-μακροπρόθεσμων χρεογράφων στην Ευρώπη είναι κυρίως τράπεζες, κυβερνητικοί οργανισμοί, υπερεθνικοί οργανισμοί και βιομηχανικές επιχειρήσεις.

Όταν μια τράπεζα θέλει να εκδώσει ένα ομόλογο συνήθως προσκαλεί τις επενδυτικές τράπεζες ώστε να επιλέξει ποιες από αυτές θα λειτουργήσουν ως κύριοι διαχειριστές (lead managers). Οι προτάσεις των τραπεζών υποδεικνύουν την τιμή στην οποία πιστεύουν ότι βρίσκεται η εύλογη αξία του ομολόγου καθώς και το μέγεθος των κεφαλαίων που θεωρούν ότι θα καλυφθούν κάτω από τις υφιστάμενες αγοραστικές συνθήκες.

Μετά την επιλογή των κύριων αναδόχων βάσει ποσοτικών και ποιοτικών κριτηρίων των υπηρεσιών τους, αυτή η ομάδα θα προχωρήσει στην δημιουργία ενός προσωρινού επενδυτικού συνδικάτου (syndicate) με την συμμετοχή και άλλων τραπεζών από διαφορετικές χώρες. Σκοπός αυτού του συνδικάτου είναι η επίτευξη μεγαλύτερης γεωγραφικής και επενδυτικής διασποράς της έκδοσης έναντι αυτής που θα πετύχαιναν οι κύριοι ανάδοχοι από μόνοι τους. Όμως ειδοποιός διαφορά μεταξύ των κύριων διαχειριστών και των λοιπών μελών του συνδικάτου είναι ότι η πρώτη ομάδα φέρει την ευθύνη της πλήρους αναδοχής (underwriting) της ομολογιακής έκδοσης, που σημαίνει ότι εγγυάται τη πλήρη πώληση των ομολόγων είτε βρεθεί επενδυτικό ενδιαφέρον είτε όχι. Επομένως, είναι σημαντική η αξιολόγηση της αγοραστικής επιρροής που έχει η κάθε τράπεζα ώστε να βοηθήσει την υπερ- κάλυψη της έκδοσης γεγονός που υποδεικνύει ότι υπάρχει αυξημένη ζήτηση για το ομόλογο.

Οι εκδότες προσεγγίζουν την αγορά για διαφορετικούς λόγους σταθμίζοντας τα διάφορα πλεονεκτήματα όπως είναι η δυνατότητα διαφοροποίησης των πηγών μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, της εντοπιότητας των επενδυτών και των τρόπων πληρωμής των τόκων. Παράλληλα, ο εκδότης θα πρέπει να λάβει υπόψη τις τυχόν δισυμμετρίες που μπορεί να αντιμετωπίσει λόγω

υπάρξεως ανασταλτικών παραγόντων ως προς τη ομολογιακή έκδοση όπως είναι η αυξημένη μετοχική ή επιτοκιακή μεταβλητότητα.

Ο εκδότης θα επιλέξει ως ανάδοχο της έκδοσης μια ή περισσότερες τράπεζες βάσει της φήμης τους από προηγούμενες αναδοχές αλλά και βάσει των προσφορών που θα κάνουν για την ανάληψη της νέας ομολογιακής έκδοσης και στις οποίες αναφέρονται τα έξοδα και οι αμοιβές τους.

Αφού συμφωνήσουν η εκδότρια εταιρία και οι ανάδοχοι, όλοι μαζί θα προετοιμάσουν ένα προσχέδιο των όρων της ομολογιακής χρηματοδότησης όπου θα αναφέρονται μεταξύ άλλων το χρονοδιάγραμμα, το ύψος και ο τύπος της έκδοσης.

Οι υποχρεώσεις των κύριων αναδόχων συμπεριλαμβάνουν την προετοιμασία των νομικών κειμένων της έκδοσης, την ανάλυση των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά για την «απορρόφηση» της έκδοσης και την επίβλεψη της εκκαθάρισης των τίτλων πρωτογενώς. Παράλληλα, θα πρέπει να διευθετήσουν τυχόν διαφωνίες εντός του συνδικάτου και να βοηθήσουν την εταιρία στην έκδοση του ενημερωτικού δελτίου.

Για τις εταιρίες η έκδοση του ενημερωτικού δελτίου είναι πολύ σημαντική γιατί είναι ένα από τα πιο ολοκληρωμένα διαφημιστικά μέσα της εταιρίας ως προς τους επενδυτές. Το ενημερωτικό δελτίο συμπεριλαμβάνει οικονομικά στοιχεία, δείκτες και αναλύσεις της εταιρίας από τους ελεγκτές και τους αναδόχους. Επίσης, το δελτίο μπορεί να συμπεριλαμβάνει οικονομικές αναλύσεις για την χώρα στην οποία εδρεύει η εταιρία καθώς και για τις σχέσεις αυτής της χώρας με τους οικονομικούς εταίρους της.

Οι αμοιβές των μελών των συνδικάτου συνήθως δεν αποτελούν άμεσες πληρωμές του εκδότη προς αυτές τις τράπεζες αλλά μια έμμεση πληρωμή μέσω της μείωσης της προσφερόμενης τιμής και της συνεπακόλουθης διακράτησης από τα έσοδα αυτής της διαφοράς μεταξύ της αρχικής και της τελικής τιμής.

Το ύψος της αμοιβής εκδόσεως ενός ομολόγου συνήθως διαφοροποιείται βάσει του ύψους της διάρκειας και της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη. Έτσι, οι αμοιβές κάτω από κανονικές συνθήκες μπορούν να κυμαίνονται από 0,25% μέχρι και 0,95% της ονομαστικής αξίας. Τα έξοδα της έκδοσης συνήθως συνυπολογίζονται στις αμοιβές των μελών του συνδικάτου ώστε να καλυφθούν τα κόστη, εισαγωγής των ομολόγων στις χρηματιστηριακές αγορές, εγγραφής των τίτλων στα επιμέρους αποθετήρια καθώς και διευθέτησης όλων των νομικών θεμάτων.

Η διαδικασία τιμολόγησης της έκδοσης στη πρωτογενή αγορά αποτελεί ένα από τα πιο κρίσιμα μέρη της έκδοσης. Η βασική δυσκολία που αντιμετωπίζουν οι κύριοι ανάδοχοι εντοπίζεται στην προσπάθεια ανεύρεσης του σημείου ισορροπίας μεταξύ της απαίτησης των επενδυτών για μεγαλύτερες αποδόσεις και της ανάγκης της εταιρίας για μείωση του κόστους της έκδοσης που θα αντιμετωπίσει μέσω των αυξημένων τοκομεριδίων.

Συνήθως ο κύριος διαχειριστής καθορίζει μια σταθερή τιμή επαναγοράς (re-offer price) ώστε να συμφωνήσει με τα υπόλοιπα μέλη του συνδικάτου τις προμήθειες και την κατανομή των προσφερομένων τίτλων. Μετά οι τράπεζες προσφέρουν τους τίτλους που τους αναλογούν στην αγορά στην προσφερόμενη τιμή. Κατόπιν αυτής της διαδικασίας δημιουργείται η λεγόμενη “γκρίζα αγορά” (grey market) όπου γίνεται διαπραγμάτευση του ομολόγου ανάμεσα σε λίγους κύριους διαπραγματευτές (market makers) χωρίς όμως να έχουν καθορισθεί επίσημα όλα τα χαρακτηριστικά του ομολόγου. Η πληροφόρηση που αντλεί ο κύριος διαχειριστής από την γκρίζα αγορά είναι πολύ σημαντική γιατί επιτρέπει την καλλίτερη εκτίμηση του αγοραστικού ενδιαφέροντος.

Στην “γκρίζα αγορά” οι κύριοι ανάδοχοι θα προσπαθήσουν να βρουν πια είναι η βέλτιστη απόδοση για τα δύο μέρη των επενδυτών και του εκδότη, ώστε να μην δημιουργηθούν μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ της τιμής που έχει το ομόλογο πρωτογενώς και της τιμής που εμφανίζει αργότερα η δευτερογενής αγορά. Για την βελτιστοποίηση αυτής της τιμολόγησης, συνήθως,

χρησιμοποιείται ο υπολογισμός του θεωρητικού περιθωρίου της αναμενόμενης έκδοσης έναντι ενός ομολόγου αναφοράς με παραπλήσια χαρακτηριστικά. Αυτός ο υπολογισμός βοηθάει στην αντίληψη της αξίας που μπορεί να έχει το ομόλογο πρωτογενώς, έναντι ενός ομολόγου του οποίου η αξία έχει ήδη γίνει αποδεκτή από τη αγορά, μέσω της δευτερογενούς διαπραγμάτευσης. Συγχρόνως, το περιθώριο της απόδοσης του ομολόγου βοηθάει και στον υπολογισμό του κόστους αντιστάθμισης αυτού από τους κύριους αναδόχους, καθότι συνήθως ένα μέρος της ομολογιακής εκδόσεως αντισταθμίζεται με άλλα ομόλογα καλλίτερης πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Οι πιο σημαντικές στιγμές στο χρονοδιάγραμμα της έκδοσης είναι, η ημέρα της ανακοίνωσης της νέας έκδοσης, η ημέρα τιμολόγησης, η ημέρα προσφοράς και η ημέρα κλεισίματος. Πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης οι κύριοι ανάδοχοι και ο εκδότης συζητούν τους όρους της έκδοσης – που μπορούν να μην είναι δεσμευτικοί – ώστε να ετοιμάσουν το δελτίο τύπου για την ανακοίνωση. Την ημέρα της ανακοίνωσης εκδίδεται το επίσημο δελτίο τύπου με τα βασικά στοιχεία της έκδοσης όπως την ημερομηνία λήξης και ένα εύρος της απόδοσης που αναμένεται ότι θα έχει το ομόλογο. Από εκείνη την στιγμή και μετά τα μέλη του συνδικάτου έχοντας στην κατοχή τους το προκαταρτικό ενημερωτικό δελτίο της έκδοσης θα αρχίσουν να συγκεντρώνουν το αγοραστικό ενδιαφέρον και μετέπειτα τις δεσμευτικές προσφορές των επενδυτών.

Την ημέρα τιμολόγησης της ομολογιακής έκδοσης, κλείνει η περίοδος συλλογής δεσμευτικών προσφορών και τότε οι κύριοι ανάδοχοι, σε συνεννόηση με τον εκδότη καθορίζουν τους τελικούς όρους της έκδοσης. Σε αυτό το σημείο, είναι σημαντικός ο ρόλος των κύριων αναδόχων για την εκτίμηση του επενδυτικού κλίματος και την τήρηση των συμφωνημένων προϋποθέσεων της έκδοσης. Κατόπιν έρχεται η ημέρα προσφοράς, η οποία μπορεί να συμπίπτει με την ημέρα τιμολόγησης ή να έπεται κατά μια ημέρα. Σε αυτή την περίοδο, οι τίτλοι μεταβιβάζονται στα μέλη του συνδικάτου ώστε να τους διανείμουν, σύμφωνα με τις προσφορές που έχουν συγκεντρώσει. Τέλος, έρχεται η ημέρα κλεισίματος της έκδοσης των νέων ομολόγων, όπου ολοκληρώνονται οι

ανταλλαγές των κεφαλαίων μεταξύ των επενδυτών, των μελλών του συνδικάτου και της εταιρίας.

Συχνά, η συμφωνία της έκδοσης μπορεί να ζητάει από τους κύριους αναδόχους να λειτουργήσουν ως προς την σταθεροποίηση της τιμής, μέσω αγοραπωλησιών δευτερογενώς για ένα χρονικό διάστημα των δύο εβδομάδων περίπου. Ο λόγος που μπορεί να υπάρχει αυτή η περίοδος σταθεροποίησης είναι για την αποφυγή αθέμιτων κερδοσκοπικών κινήσεων στην αρχική περίοδο διαπραγμάτευσης, όπου η αγορά μπορεί να μην έχει καταφέρει να επιτύχει μεγάλη ρευστότητα στις δευτερογενείς συναλλαγές.

Παράλληλα, για την έκδοση ενός ομολόγου μέσω της Ευρωπαϊκής αγοράς ομολόγων, χρειάζεται και η χρήση ενός αντιπροσώπου πληρωμών (paying agent), ο οποίος θα είναι υπεύθυνος να παρέχει διαχειριστική υποστήριξη στον εκδότη κατά την διάρκεια υπάρξεως του ομολόγου. Έτσι, οι υποχρεώσεις του αντιπροσώπου πληρωμών σχετίζονται με την συλλογή από τον εκδότη των χρημάτων που αναλογούν για την πληρωμή στους επενδυτές των τοκομεριδίων και των απομειωμένων κεφαλαίων, την μεταφορά των περιοδικών πληρωμών ως προς τους επιμέρους χρηματιστηριακούς αντιπροσώπους, καθώς και την τήρηση αρχείων για τις χρηματοροές που σχετίζονται με την συγκεκριμένη ομολογιακή έκδοση. Επίσης, ο αντιπρόσωπος πληρωμών θα πρέπει να κανονίζει την ακύρωση, πληρωμή και αποστολή των ακυρωμένων πιστοποιητικών τοκομεριδίων προς τον εκδότη.

Εκτός από την ευρέως διαδεδομένη μέθοδο έκδοσης του ομολόγου με τη χρήση συνδικάτου τραπεζών, υπάρχουν και άλλες μέθοδοι που έχουν κατά καιρούς χρησιμοποιηθεί από την αγορά. Έτσι, μια άλλη εκδοτική προσέγγιση είναι η μέθοδος της δημοπρασίας, όπου ο εκδότης από μόνος του ανακοινώνει τη λήξη και το κουπόνι του ομολόγου και προσκαλεί τους ενδιαφερόμενους επενδυτές να υποβάλλουν τις προσφορές τους. Το πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι ο εκδότης γλυτώνει τις αμοιβές και τα έξοδα του συνδικάτου. Όμως, σε αυτή την τακτική εκδόσεως η εταιρία φέρει την αποκλειστική ευθύνη

για την στάθμιση του επενδυτικού ενδιαφέροντος, που σημαίνει ότι αν η εταιρία δεν έχει την τεχνογνωσία και την εμπειρία για τέτοιου είδους πρακτικές, τότε αυτή η μέθοδος μπορεί να καταλήξει σε μια αρκετά ζημιογόνα ομολογιακή έκδοση. Συνήθως, αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται από εκδότες με υψηλή πιστοληπτική φερεγγυότητα ή για την αύξηση μιας υφιστάμενης ομολογιακής έκδοσης.

Για την Ευρωζώνη, η ομολογιακή αγορά στο τέλος του 2006 αντιστοιχούσε στο 49% των συνολικών χρηματοοικονομικών κεφαλαίων (financial assets), με τις τραπεζικές καταθέσεις να έρχονται στην δεύτερη θέση με ποσοστό 27%, και τις μετοχικές αξίες να καταλαμβάνουν το υπόλοιπο 23%. Από την συνολική ομολογιακή αγορά στην Ευρωζώνη, τα 2/3 είναι ομολογιακές εκδόσεις του ιδιωτικού τομέα, ενώ το υπόλοιπο 1/3 είναι χρέος του δημοσίου τομέα. (βλέπε McKinsey, 2008). Αντίστοιχα, για την Ελλάδα, η ομολογιακή αγορά έναντι του ΑΕΠ ήταν ίση με 161% για το έτος 2005, με την μετοχική αγορά να αντιστοιχεί σε 68.3% του ΑΕΠ. (Βλέπε Πίνακα 2.1 & Πίνακα 2.2 του Παραρτήματος)

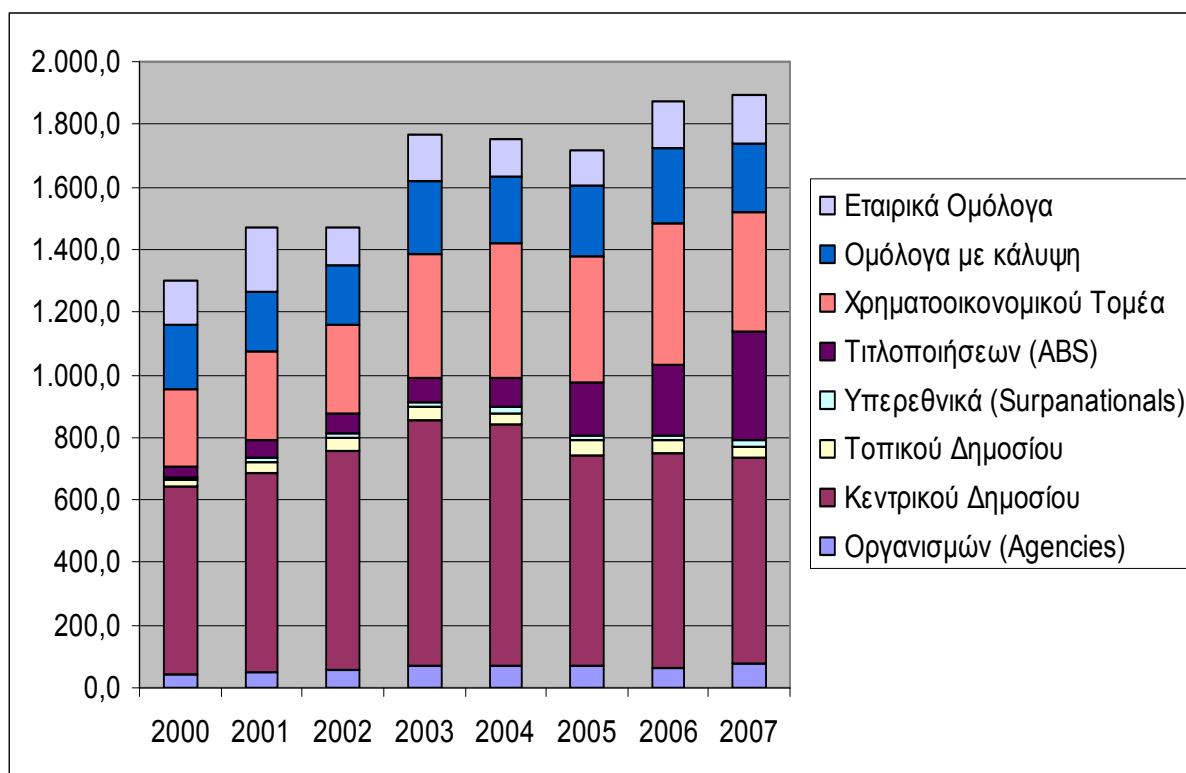
Μια σε βάθος εικόνα του μεγέθους της αγοράς εμφανίζεται στον Πίνακα 2.3 και Πίνακα 2.4 (βλέπε Παράρτημα), όπου παρουσιάζονται οι εναπομένουσες ονομαστικές αξίες των ομολογιακών εκδόσεων στον ευρωπαϊκό χώρο. Συγκεκριμένα, στον Πίνακα 2.3 παρουσιάζονται εναπομένουσες ονομαστικές αξίες ομολογιακών εκδόσεων βάσει της εθνικότητας (nationality) του εκδότη και στον Πίνακα 2.4 παρουσιάζονται εναπομένουσες ονομαστικές αξίες ομολογιακών εκδόσεων βάσει της έδρας (residence) του εκδότη για τις χώρες της Ευρωζώνης, καθώς και για τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και για την χρονική περίοδο 2000 – 2006. Είναι εμφανές από τα στοιχεία ότι η ελληνική αγορά ακολουθεί την ανοδική τάση της υπόλοιπης ευρωπαϊκής αγοράς με αυξανόμενο ετήσιο ρυθμό μεταβολής.

Όσο αφορά τους εκδότες ομολόγων, όπως εμφανίζεται στο Διάγραμμα 2.2 η αγορά κυβερνητικών ομολόγων κατέχει ακόμα την κυρίαρχη θέση στην

Ευρωπαϊκή ομολογιακή αγορά, κυρίως λόγω της πιστοληπτικής αξιοπιστίας των δανειζομένων, της υψηλής ρευστότητας των εκδόσεων και της καλά ανεπτυγμένης αγοράς παραγώγων. Η δεύτερη μεγαλύτερη κατηγορία είναι τα ομόλογα του χρηματοοικονομικού τομέα, με αρκετά μεγάλη διαφορά από την τρίτη ομάδα των καλυμμένων ομολογιών⁷. Όσο αφορά την ελληνική πραγματικότητα επικρατεί παρόμοια τάση, με μόνη διαφορά στην τρίτη κατηγορία, καθώς οι εκδόσεις καλυμμένων ομολογιών είναι ένα πρόσφατα θεσμοθετημένο επενδυτικό προϊόν στην ελληνική νομοθεσία (βλέπε Πίνακα 2.6 και 2.7 του Παραρτήματος).

Διάγραμμα 2.2

Δραστηριότητα εκδόσεως ομολόγων σε νόμισμα ευρώ για την περίοδο 2000 – 2007 (Όγκος εκδόσεων σε δις ευρώ)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, “Quarterly Note on the Euro-Denominated Bond Markets” (2000–2008)

⁷ Για την αναλυτική παρουσίαση των στοιχείων βλέπε Πίνακα 2.5 του Παραρτήματος.

Μετά την θεσμοθέτηση της δυνατότητας έκδοσης *καλυμμένων ομολογίων* (covered bonds) μέσω της Πράξης Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 2598/02.11.2007, οι ελληνικές τράπεζες θα έχουν την δυνατότητα να συμμετέχουν άμεσα στην πλευρά της προσφοράς μιας από τις μεγαλύτερες ομολογιακές αγορές στην Ευρώπη. Συγκεκριμένα, με την ΠΔ/ΤΕ 2598/2.11.2007 καθορίζονται οι προϋποθέσεις, υπό τις οποίες ομολογιακοί τίτλοι με εξασφαλίσεις επί περιουσιακών στοιχείων που εκδίδονται άμεσα ή μέσω θυγατρικής εταιρείας ειδικού σκοπού από πιστωτικό ίδρυμα, αναγνωρίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος ως καλυμμένες ομολογίες, σύμφωνα με την εξουσιοδότηση που παρέχεται με το άρθρο 91 του ν. 3601/2007.

Βασικό χαρακτηριστικό αυτού του τρόπου τραπεζικού δανεισμού είναι, ότι σε αντίθεση με την πρακτική της τιτλοποίησης δανείων, τα υποκείμενα στοιχεία των καλυμμένων ομολόγων συμπεριλαμβάνονται στο ενεργητικό της τράπεζας. Τα καλυμμένα ομόλογα φέρουν την προστασία της εγγύησης που περιλαμβάνεται στο «καλάθι» των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων καθώς και την προστασία της εκδότριας τράπεζας ανάλογα της φερεγγυότητας της ⁸.

Μέσα στην Ευρώπη υπάρχει μια καλά εδραιωμένη ζήτηση για καλυμμένους ομολογιακούς τίτλους. Συγκεκριμένα, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι, η καμπύλη ζήτησης είναι σχετικά οριζόντια, εννοώντας ότι μια μικρή έκπτωση στην τιμή είναι αρκετή για να προκαλέσει μια σημαντική αύξηση στην ζητούμενη ποσότητα. Οι καλυμμένες ομολογίες (covered bonds) παρέχουν στους επενδυτές μία πρόσθετη εξασφάλιση επί ενός, διαχωρισμένου από τα λοιπά περιουσιακά στοιχεία του πιστωτικού ιδρύματος, χαρτοφυλακίου υψηλής ποιότητας ενυπόθηκων δανείων και κρατικών ομολόγων.

⁸ Σύμφωνα με την Πράξη Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος (2598/02.11.2007), ισχύει ότι οι τράπεζες που θέλουν να εκδώσουν καλυμμένες ομολογίες θα πρέπει το ύψος των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων τους σε ενοποιημένη βάση, να ανέρχεται κατά την έκδοση τουλάχιστον στο ποσό των 500 εκατομμυρίων ευρώ και να έχουν δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας μεγαλύτερο από 9%.

Σημαντική διαφοροποίηση των καλυμμένων ομολογιών, έναντι των τιτλοποιήσεων απαιτήσεων, αποτελεί η διακράτηση του πιστωτικού κινδύνου. Στην πρώτη περίπτωση, ο πιστωτικός κίνδυνος παραμένει στο πιστωτικό ίδρυμα δεσμεύοντας αυτόν τον πιστωτικό φορέα όσο αφορά τις εποπτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις που απορρέουν από τα ενυπόθηκα στοιχεία, ενώ στην δεύτερη περίπτωση ο πιστωτικός κίνδυνος μεταβιβάζεται στην *Εταιρία Ειδικού Σκοπού* (Special Purpose Vehicle). Η νομοθεσία ορίζει ως τιτλοποίηση απαιτήσεων την «...μεταβίβαση επιχειρηματικών απαιτήσεων λόγω πώλησης με σύμβαση που καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ «μεταβιβάζοντος» και «αποκτώντος» σε συνδυασμό με την έκδοση και διάθεση, με ιδιωτική τοποθέτηση μόνον, ομολογιών οποιουδήποτε είδους ή μορφής, η εξόφληση των οποίων πραγματοποιείται: (α) από το προϊόν είσπραξης των επιχειρηματικών απαιτήσεων που μεταβιβάζονται ή (β) από δάνεια, πιστώσεις ή συμβάσεις παραγωγών χρηματοοικονομικών μέσων.»⁹. Τα τελευταία χρόνια εμφανίζεται ισχυρότερη η τάση της τιτλοποίησης μεγάλων δανείων κάτω από την Βασιλεία II, πιθανότατα λόγω της υψηλότερης στάθμησης ρίσκου σε σχέση με τα μικρότερα δάνεια ¹⁰.

Η εκδοτική δραστηριότητα μη-κυβερνητικών ομολόγων αυξήθηκε σημαντικά με την εισαγωγή του ευρώ. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία της Ε.Κ.Τ. από το τέλος του 2000 έως το τέλος του 2003, τα υπολειπόμενα κεφάλαια των μη-κυβερνητικών ομολόγων που είχαν εκδοθεί από κατοίκους της Ευρωπαϊκής Ένωσης αυξήθηκαν από 3,052 δις σε 4,558 δις ευρώ, το οποίο αποτελεί αύξηση σχεδόν κατά 50%¹¹. Μια εξήγηση στα παραπάνω είναι ότι, το υπάρχον περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές, οδήγησε τους επενδυτές προς επενδύσεις με υψηλότερες αποδόσεις, όπως είναι τα εταιρικά ομόλογα. Παρόλα αυτά, η έλλειψη ενός κοινού εργαλείου

⁹ Άρθρο 10, Παράγραφος 1 του Νόμου 3156/25.6.2003).

¹⁰ Το νομοθετικό πλαίσιο που έχει θεσπιστεί στην Ελλάδα καλύπτει τα θέματα που δημιουργούνται από την τιτλοποίηση απαιτήσεων παραδοσιακής μορφής σε μετρητά (Ν. 3156/25-6-2003 και Εγκύκλιος Διοίκησης της Τράπεζας της Ελλάδος 9/30.10.2003).

¹¹ Για μια πλήρη περιγραφή της αγοράς ομολόγων στην ευρωζώνη βλέπε (E.C.B. 2004α).

αντιστάθμισης παραμένει ένα σημαντικό εμπόδιο για την αγορά εταιρικών ομολόγων.

Δεν υπάρχει αμφιβολία για την κυριαρχία των τραπεζικών ομολογιακών εκδόσεων στην αγορά των μη-κυβερνητικών ομολόγων όλων των χωρών της ευρωζώνης (ECB 2004α). Συγχρόνως, ανάμεσα στα Ελληνικά τραπεζικά ομόλογα το ποσοστό μικρών εκδόσεων – κάτω από 500 εκατ. Ευρώ – ήταν περίπου 90%, την στιγμή που για την υπόλοιπη ευρωζώνη το αντίστοιχο ποσοστό ήταν κάτω από το 40% το 2004 (ECB 2004β). Σε σχέση με τα παραπάνω, οι χρηματοοικονομικές εταιρίες, όπως οι τράπεζες, τείνουν να έχουν δείκτες μόχλευσης πάνω από 90% σε αντίθεση με τις μη-χρηματοοικονομικές εταιρίες που έχουν αρκετά χαμηλότερους δείκτες μόχλευσης.

Μια σημαντική διαφορά μεταξύ των τραπεζικών ομολόγων και των κυβερνητικών ομολόγων είναι η δομή των τοκομεριδίων. Σύμφωνα με τα στοιχεία της E.K.T., 65% των κυβερνητικών ομολόγων στην ευρωζώνη, έχουν τοκομερίδια σταθερού επιτοκίου, ενώ στην αγορά ομολόγων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων αυτό το ποσοστό είναι σημαντικά χαμηλότερο (E.C.B. 2004α). Επομένως, οι διαφορετικές δομές των τοκομεριδίων των κυβερνητικών και χρηματοοικονομικών ομολογιακών αγορών, δεν επιτρέπουν τον άμεσο υπολογισμό των διαφοροποιήσεων των αποδόσεων. Για να ξεπεράσουμε αυτό το εμπόδιο, θα χρειαστεί μια αλλαγή του τυπικού τρόπου υπολογισμού των αποδόσεων, η οποία παρουσιάζεται σε παρακάτω τμήμα της μελέτης.

Όσο αφορά την διάρκεια των εταιρικών ομολόγων, υπάρχει ένα μεγάλο εύρος διαφορετικών λήξεων, από λιγότερο ενός χρόνου μέχρι και διηνεκούς διάρκειας. Σε σχέση με τις πληρωμές τόκου, υπάρχουν διάφοροι τύποι τοκομεριδίων που διαφοροποιούνται βάσει της περιοδικότητας των πληρωμών, του τρόπου πληρωμής και άλλων παραγόντων. Ακόμα, υπάρχουν διάφοροι τύποι ασφάλειας, που παρέχονται από την εταιρία ως προς τον πιστωτή με σκοπό την κάλυψη διαφόρων συνθηκών της εταιρίας ή της αγοράς. Οι *ρήτρες ασφαλείας*

(covenants) λειτουργούν ως προστασία για τον κάτοχο του ομολόγου έναντι του κινδύνου του εκδότη. Λιγότερες ρήτρες ασφαλείας υπονοούν ότι ο εκδότης έχει την ευχέρεια να αναλάβει πιο επικίνδυνα επενδυτικά σχέδια. Συνεπώς, οι επενδυτές θα πρέπει να αποζημιωθούν με μεγαλύτερη απόδοση για την διακράτηση ομολόγων με λίγες ασφαλιστικές ρήτρες.

Υπάρχει μια απέραντη ποικιλία από περιοριστικές ρήτρες που μπορούν να επιβληθούν στους δανειολήπτες, ανάλογα με το είδος του χρεογράφου, τα χαρακτηριστικά του κλάδου και τις δανειστικές επιθυμίες της επιχείρησης. Μερικές από τις πιο συνηθισμένες περιοριστικές ρήτρες περιλαμβάνουν διάφορους περιορισμούς όσον αφορά την δυνατότητα της επιχείρησης να επιβαρυνθεί με επιπλέον χρέος. Οι προστατευτικές ρήτρες που συνήθως απαιτούνται από τους επενδυτές είναι: η ρήτρα “αρνητικής δέσμευσης”, η ρήτρα “εκποίησης παγίων” και ο δείκτης “δανειακής εξάρτησης”. Η ρήτρα “*αρνητικής δέσμευσης*” (negative pledge) απαγορεύει στον εκδότη των ομολογίων να ενεχυριάσει ή να υποθηκεύσει οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο ή να αναλάβει νέες δεσμεύσεις χωρίς την έγκριση των ομολογιούχων. Η ρήτρα “*εκποίησης παγίων*” (disposal of assets covenant) έχει ως στόχο να περιορίσει τον αριθμό των περιουσιακών στοιχείων που μπορεί να μεταβιβάσει ο δανειστής κατά την διάρκεια του ομολόγου. Συνήθως ορίζεται ως ένα ποσοστό επί των παγίων στοιχείων της εταιρίας ώστε να αποφευχθεί ο διαχωρισμός της εταιρίας χωρίς την συναίνεση των ομολογιούχων. Ο δείκτης “*δανειακής εξάρτησης*” (gearing ratio) χρησιμοποιείται για να τεθεί ένας περιορισμός όσο αφορά τον συνολικό δανεισμό της εταιρίας κατά τη διάρκεια του ομολόγου. Ο περιορισμός θέτει ένα μέγιστο ποσοστό των δανειακών προς το σύνολο των απασχολούμενων κεφαλαίων.

Τα εταιρικά ομόλογα διατίθενται στους επενδυτές μέσω *ιδιωτικής τοποθέτησης* (private placement) ή μέσω *δημόσιας εγγραφής* (public offering). Στην ιδιωτική τοποθέτηση η διάθεση γίνεται σε επενδυτές που κατέχουν επαρκή γνώση των επενδυτικών κινδύνων οπότε δεν υπάρχει υποχρέωση έκδοσης ενημερωτικού δελτίου. Αντίθετα, στη δημόσια εγγραφή είναι υποχρεωτική η

έκδοση ενημερωτικού δελτίου γιατί αυτή η πρακτική διάθεσης απευθύνεται στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Συγκεκριμένα, το ενημερωτικό δελτίο θεωρείται ως βασική πηγή πληροφόρησης των επενδυτών για την πιστοληπτική κατάσταση του εκδότη και για αυτό το λόγο το ελληνικό δίκαιο ενσωμάτωσε την *Οδηγία 2003/71 ΕΚ* με τον *N.3401/2005* (ΦΕΚ Α'257/17.1-.2005). Πλεονεκτήματα της έκδοσης ομολογιακού δανείου μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης είναι, η παράκαμψη της διαδικασίας έγκρισης από τις εποπτικές αρχές, η αποφυγή του κόστους έκδοσης ενημερωτικού δελτίου και η ευχέρεια διαφοροποίησης των όρων μέσω του συγκερασμού των απαιτήσεων των δυνητικών επενδυτών.

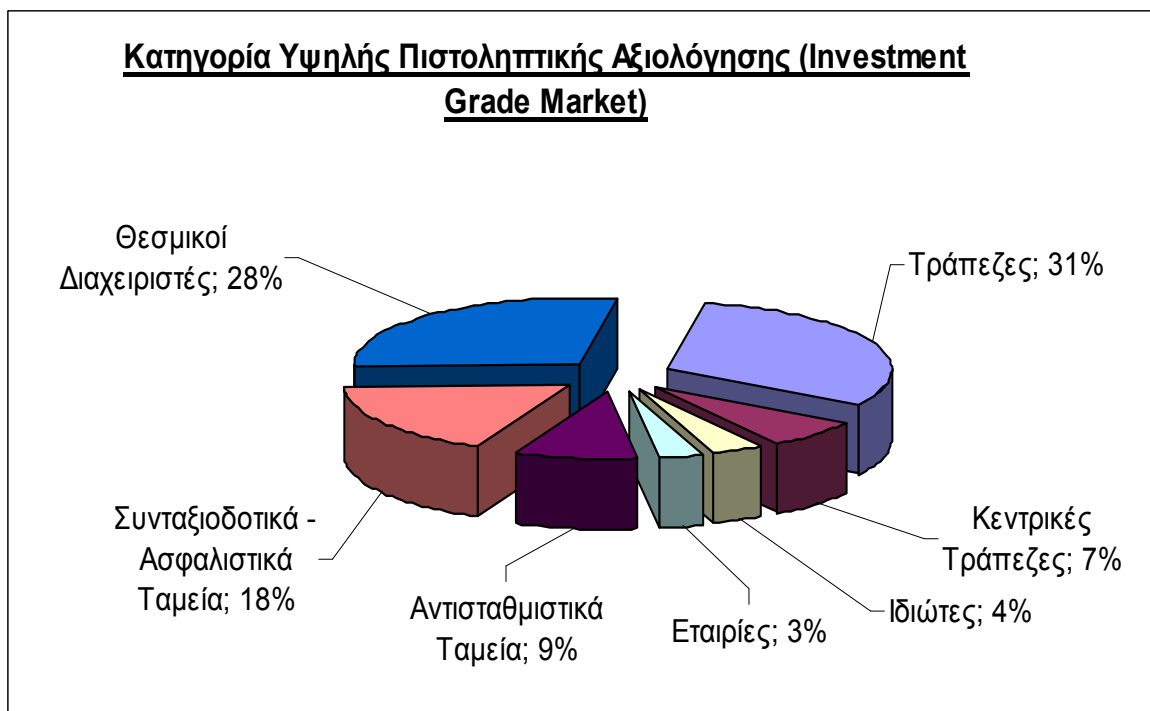
Ειδικότερα, οι τράπεζες εκδίδουν μέσω των 100% θυγατρικών τους νέα ομόλογα με την εγγύηση της μητρικής εταιρείας χρησιμοποιώντας κυρίως το πλαίσιο των *Προγραμμάτων Έκδοσης Μεσομακροπρόθεσμων Ομολόγων* (Euro Medium Term Note Programme). Σημειώνεται ότι τα ομόλογα αυτά είναι ως επί το πλείστον διαπραγματεύσιμα στο χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου το οποίο κατέχει σημαντική θέση ανάμεσα στις χρηματοοικονομικές περιοχές.

2.1.2 Δευτερογενής Αγορά

Η δραστηριότητα της δευτερογενούς αγοράς των εταιρικών ομολόγων λαμβάνει χώρα κυρίως στην “εξωχρηματιστηριακή αγορά” (Over the Counter). Όπως εμφανίζεται στο Γράφημα 2.3 και 2.4 οι θεσμικοί διαχειριστές και οι τράπεζες κατέχουν την “μερίδα του λέοντος” στην Ευρωπαϊκή αγορά μη-κυβερνητικών ομολόγων. Όμως θα πρέπει να αναφερθεί ότι όσο αφορά τα “*Αντισταθμιστικά Ταμεία*” (Hedge Funds), η συμμετοχή τους στον συνολικό όγκο συναλλαγών μπορεί να είναι αρκετά υψηλότερη λόγω των μοχλευμένων επενδυτικών θέσεων που λαμβάνουν. Στον αντίποδα, οι επενδυτικές θέσεις των ασφαλιστικών και συνταξιοδοτικών ταμείων έχουν ως στόχο την ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου και την εξομάλυνση των χρηματοροών τους.

Γράφημα 2.3

Ανάλυση κατά τον τύπο επενδυτή της Ευρωπαϊκής αγοράς μη-κυβερνητικών ομολόγων - IG

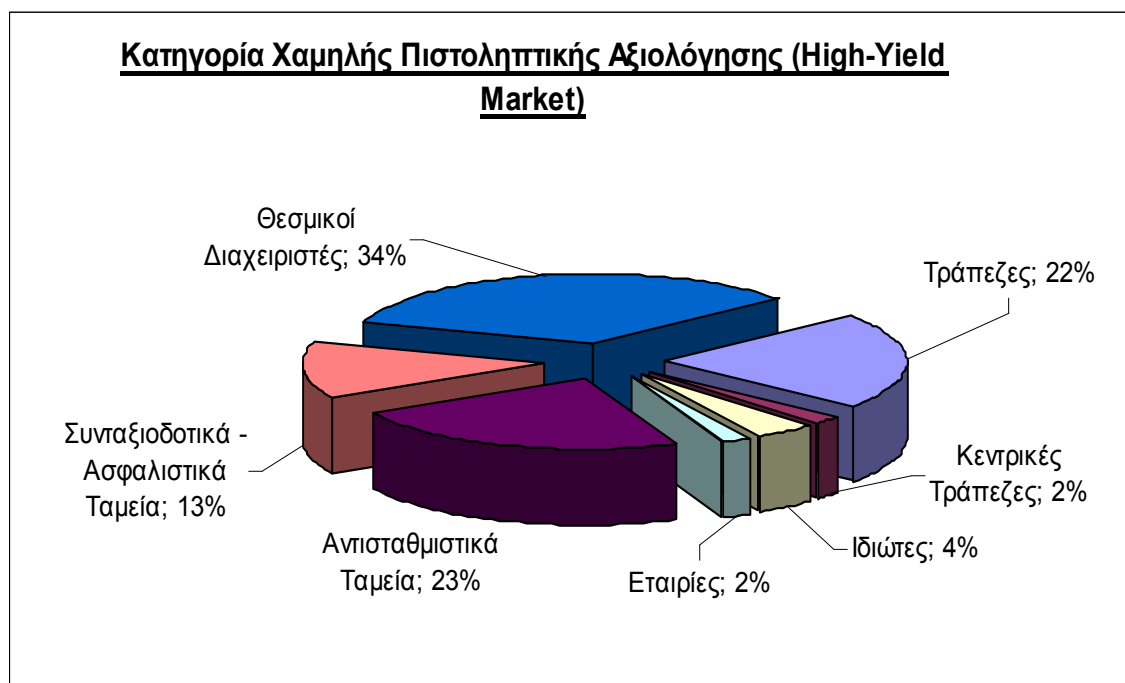


Πηγή: SIFMA (2007) The Bond Market Association

Μια από τις σημαντικές διαφοροποιήσεις, μεταξύ των ομολογιακών και μετοχικών αγορών, έχει σχέση με την διαδικασία εξεύρεσης της καλλίτερης τιμής. Συγκεκριμένα, η μεγάλη διαφοροποίηση μεταξύ των ομολογιακών εκδόσεων έχει ως αποτέλεσμα να δημιουργούνται ασυμμετρίες πληροφόρησης στην διαδικασία διαπραγμάτευσης. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι στην εξάλειψη των ασυμμετριών πληροφόρησης συμβάλλουν σημαντικά και οι διεθνείς οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Γράφημα 2.4

Ανάλυση κατά τον τύπο επενδυτή της Ευρωπαϊκής αγοράς μη-κυβερνητικών ομολόγων - ΗΥ



Πηγή: SIFMA (2007) The Bond Market Association

Παράλληλα, οι ομολογίες που έχουν ενταχθεί προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και σε άλλες οργανωμένες αγορές, εφόσον οι συναλλαγές αυτών των ομολογιών καταχωρούνται και στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (Σ.Α.Τ.) του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (Κ.Α.Α.) ή στο Σύστημα Λογιστικής Παρακολούθησης της Τράπεζας της Ελλάδος. Ακόμα, μια σημαντική λειτουργία ενός χρηματοοικονομικού κέντρου αγοράς είναι η εύρεση των τιμών στις οποίες οι τίτλοι έχουν διαπραγματευτεί, γνωστή και ως *διαδικασία ανεύρεσης τιμών* (“price discovery”) όπου το άνοιγμα μεταξύ τιμών προσφοράς και ζήτησης μπορεί να οφείλεται στην προσπάθεια του παρόχου ρευστότητας να θωρακιστεί από τις κινήσεις της αγοράς λόγω έλλειψης πληροφόρησης.

Το σύστημα εκκαθάρισης καταγράφει το ομόλογο βάσει ενός μοναδικού κωδικού επονομαζόμενου ως “International Securities Identification Number” (ISIN) ο οποίος χρησιμοποιείται για την τακτοποίηση και εκκαθάριση όλων των πράξεων που γίνονται επί του ομολόγου. Ο διακανονισμός για την πλειονότητα πράξεων στη δευτερογενή αγορά γίνεται τρεις ημέρες μετά την ημέρα πράξης.

Όσο αφορά τα εταιρικά χρεόγραφα, τον ρόλο του εκκαθαριστή και του αποθετηρίου τον εκτελούν για τον Ευρωπαϊκό χώρο κυρίως δύο διεθνή τραπεζικά ιδρύματα, η Euroclear και η Clearstream¹². Αυτά τα δύο ιδρύματα αποτελούν οργανισμούς εκκαθάρισης (clearing systems), συμψηφισμού και διαχείρισης χρεογράφων, λειτουργούν ως κύριοι ανταποκριτές και τηρούν λογαριασμούς καταθέσεων άλλων τραπεζών-μελών για να τακτοποιούν τις συναλλαγές τους σε ομολογιακές πράξεις. Η πλειονότητα των συναλλαγών σε ομολογιακούς τίτλους διακανονίζονται μέσω αυτών των δύο εκκαθαριστικών συστημάτων των Euroclear και Clearstream. Αυτά τα δυο ιδρύματα υπάρχουν για την αποφυγή της φυσικής διακίνησης και εκκαθάρισης των ομολογιακών τίτλων πρωτογενώς και δευτερογενώς.

2.2 Τάσεις της αγοράς

Οι κύριοι μηχανισμοί χρηματοδοτήσεως του εταιρικού τομέα του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι, ο τραπεζικός δανεισμός, τα μετοχικά αξιόγραφα και τα ομολογιακά χρεόγραφα. Όμως, η κατηγοριοποίηση των εταιρικών ομολόγων, βάσει της πιστοληπτικής τους ικανότητας και βάσει των χαρακτηριστικών τους, διαφοροποιεί σημαντικά αυτή την αγορά από την μετοχική. Ακόμα, μετά την εισαγωγή του ευρώ, πολλές κατηγορίες επενδυτών

¹² Η Euroclear δημιουργήθηκε από την Morgan Guaranty Trust Company στην Νέα Υόρκη το 1968. Αργότερα η ιδιοκτησία πέρασε σε μια ομάδα τραπεζών και τώρα λειτουργεί κάτω από την Euroclear Clearance Systems plc και εδρεύει στις Βρυξέλλες. Η Clearstream δημιουργήθηκε το 1970 με την ονομασία Cedel Bank στο Λουξεμβούργο και ανήκει ιδιοκτησιακά σε μια ομάδα (consortium) από περίπου 100 τράπεζες οι οποίες δεν μπορούν να κατέχουν μερίδιο μεγαλύτερο από 5%. Το 1999 η Cedel Bank και η Deutsche Terminborse συγχώνευαν τις εργασίες τους και ως αποτέλεσμα δημιουργήθηκε η Clearstream International.

που προτιμούσαν κινητές αξίες ονοματισμένες στο τοπικό νόμισμα, είχαν την δυνατότητα να αυξήσουν την διαφοροποίηση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου τους μέσα στην ευρωζώνη.

Παρόλο ότι είναι σύνηθες οι περισσότερες οικονομίες να στηρίζονται στα αρχικά στάδια της ανάπτυξης στον τραπεζικό τομέα, η επακόλουθη ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών τους ταυτίζεται και με την δημιουργία μιας εύρωστης αγοράς εταιρικών ομολόγων. Οι εποπτικές αρχές είναι ανάμεσα σε αυτούς που χρησιμοποιούν πληροφορίες από την αγορά εταιρικών ομολόγων. Η ανάπτυξη, όμως, της αγοράς εταιρικών ομολόγων μπορεί να εμποδιστεί από παρεμβατικές φορολογικές πολιτικές καθώς και από υπερβάλλοντες κανονισμούς.

Υπάρχουν συγχρόνως πλεονεκτήματα για την χρησιμοποίηση πληροφοριών της δευτερογενούς αγοράς επιπρόσθετα με λογιστικά στοιχεία, λόγω της δυνατότητας των αγορών να “φιλτράρουν” ένα μεγάλο όγκο πληροφοριών ταχύτατα, και να αντικατοπτρίζουν αυτές τις πληροφορίες στις τιμές των αξιόγραφων κάτω από φυσιολογικές συνθήκες αγοράς.

Παράλληλα, οι κάτοχοι *παρεπόμενου χρέους* (sybordinated debt) μπορούν να ασκήσουν μεγαλύτερη πειθαρχία από τους καταθέτες ή τους κατόχους μετοχών, γιατί οι καταθέτες μπορούν να καλυφθούν από ασφαλίσεις καταθέσεων καθώς και οι μετοχικοί επενδυτές μπορούν να επωφεληθούν από την ανάληψη αυξημένου ρίσκου εκ μέρους της τράπεζας, κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες. Βέβαια, ορισμένες τράπεζες μπορεί να έχουν επιλέξει να μην εκδώσουν τέτοιου είδους ομόλογα για λόγους όπως η ευχέρεια για ικανοποιητική χρηματοδότηση από λιανικές πηγές, φορολόγηση και αποφυγή συναλλακτικού κόστους συνδεδεμένου με την έκδοση χρέους.

Όμως θα πρέπει να αναφερθεί ότι, πολλή προσοχή έχει δοθεί στον βέλτιστο λόγο μεταξύ χρέους και μετοχικού κεφαλαίου (debt/equity) ειδικά μετά τους Modigliani και Miller (1958) και όχι τόσο στο βέλτιστο λόγο ανάμεσα στην χρηματοδότηση μέσω ομολόγων και την χρηματοδότηση μέσω τραπεζικού δανεισμού.

Στο τραπεζικό σύστημα οι πιστοδοτικές αποφάσεις συγκεντρώνονται στα χέρια μερικών ανθρώπων που λαμβάνουν τις αποφάσεις, σε αντίθεση με την ομολογιακή αγορά. Όταν μια ανεπτυγμένη αγορά εταιρικών ομολόγων είναι παρούσα, ένα μεγάλο μέρος του συνολικού δανεισμού υπόκειται στο έλεγχο των δυνάμεων της αγοράς, παρά όταν η ομολογιακή αγορά είναι υποανάπτυκτη.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, οι επενδυτές θα πρέπει να αντιλαμβάνονται, όχι μόνο τους παράγοντες που επηρεάζουν τα μεμονωμένα πιστωτικά περιθώρια, αλλά και τις συσχετίσεις ανάμεσα στα πιστωτικά περιθώρια και τον τρόπο που αυτές επηρεάζουν τον συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου εταιρικών ομολόγων αλλά και των παραγώγων αυτών.

Παράγοντες που έχουν οδηγήσει στην ανάπτυξη της αγοράς πιστωτικών παραγώγων, είναι η ανάγκη των τραπεζών για αντιστάθμιση του αναλαμβανόμενου πιστωτικού κινδύνου, της επενδυτικής ζήτησης, καθώς και της πιθανής αναποτελεσματικότητας των πιστωτικών αγορών. Ακόμα, ένα κομμάτι της ανάπτυξης της αγοράς των πιστωτικών παραγώγων μπορεί να καταλογισθεί στην άφιξη νέων επενδυτών, όπως είναι οι τράπεζες και τα αντισταθμιστικά ταμεία καθώς και των νέων προϊόντων όπως οι πραγματικές τιτλοποιήσεις, οι συνθετικές τιτλοποιήσεις (*synthetic CDO's*) και άλλα. Μια περιγραφή της βασικής δομής των τιτλοποιήσεων καθώς και των αντίστοιχων εκδόσεων των ελληνικών τραπεζών εμφανίζονται στο Διάγραμμα 2.5 και στο Πίνακα 2.9 του Παραρτήματος.

Τα τελευταία χρόνια η αγορά επιτοκιακών, συναλλαγματικών και πιστωτικών παραγώγων, έχει επιτύχει μια κρίσιμη μάζα η οποία επέτρεψε την ανάπτυξη εξειδικευμένων διαπραγματευτικών στρατηγικών (βλέπε Πίνακα 2.8 του Παραρτήματος). Σύμφωνα με την Εγκύκλιο 2/22-01-2004 της Τραπέζης της Ελλάδος που αφορά την “Εποπτική μεταχείριση των πιστωτικών παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων (*credit derivatives*)”, τα κυριότερα είδη συμβάσεων πιστωτικών παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων είναι τα εξής:

1) Οι Συμφωνίες Πιστωτικής Αθέτησης (Credit Default Swaps) που αποτελούν εκτός ισολογισμού εξωχρηματοστηριακές χρηματοπιστωτικές συμβάσεις, όπου ο αγοραστής προστασίας μεταβιβάζει τον πιστωτικό κίνδυνο ενός υποκείμενου μέσου στον εγγυητή ή πωλητή προστασίας πληρώνοντας εφάπαξ ή περιοδικά ένα ασφάλιστρο, με αντάλλαγμα την αποζημίωση του μόνον σε περίπτωση επέλευσης προκαθορισμένου πιστωτικού γεγονότος στο εν λόγω υποκείμενο μέσο.

Ο αγοραστής προστασίας είναι δυνατόν να μην κατέχει το υποκείμενο μέσο. Μέσω της συγκεκριμένης συναλλαγής μεταφέρεται μόνο ο πιστωτικός κίνδυνος ενός υποκείμενου μέσου. Συγχρόνως, δημιουργείται κίνδυνος αντισυμβαλλομένου για τον αγοραστή της προστασίας καθώς και για τον πωλητή σε περίπτωση που δεν έχει εισπράξει ολόκληρο το ποσό των ασφαλίσεων.

2) Οι Συμφωνίες Συνολικής Απόδοσης (Total Return Swaps) που αποτελούν εκτός ισολογισμού εξωχρηματοστηριακές χρηματοπιστωτικές συμβάσεις, όπου ο αγοραστής προστασίας ανταλλάσει με τον εγγυητή ή πωλητή προστασίας τη συνολική απόδοση ενός υποκείμενου μέσου και την ενδεχόμενη ανατίμηση της αγοραίας αξίας του υποκείμενου μέσου πλέον ενός επιτοκίου αναφοράς και μιας προκαθορισμένης αποζημίωσης/περιθωρίου.

Ο αγοραστής προστασίας είναι δυνατόν να μην κατέχει το υποκείμενο μέσο. Μέσω της συγκεκριμένης συναλλαγής μεταφέρεται ο οικονομικός κίνδυνος (πιστωτικός και κίνδυνος αγοράς) ενός υποκείμενου μέσου.

3) Οι Πιστωτικά Συνδεδόμενοι Τίτλοι (Credit Linked Notes) που αποτελούν εντός ισολογισμού στοιχεία στα οποία έχει ενσωματωθεί ένα πιστωτικό παράγωγο μέσο, όπου ο αγοραστής προστασίας εκδίδει τίτλους, που συνδέονται με το υποκείμενο μέσο, και οι οποίοι αποκτώνται από τον εγγυητή ή πωλητή προστασίας.

Αυτή η συναλλαγή είναι ένας συνδυασμός ομολογών και ενός Credit Default Swap. Κάτω από αυτή την συναλλαγή παρέχεται πλήρης χρηματοδότηση από τον πωλητή προστασίας, ο εκδότης των τίτλων λαμβάνει μετρητά σαν εξασφάλιση και επομένως δεν εκτίθεται σε κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Όμως, ο πωλητής προστασίας εκτίθεται στον κίνδυνο έναντι του υποκείμενου μέσου καθώς και έναντι του εκδότη των τίτλων (αγοραστής προστασίας).

Όμως, η απόφαση της ανακοίνωσης ενός γεγονότος πιστωτικής αθέτησης αποτελεί μέρος μιας πολύπλοκης διαδικασίας νομικών και θεσμικών αποφάσεων, όπου η μείωση του χρόνου εξάσκησης αποτελεί μια πρόκληση.

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 3

Η ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ

3.1 Παρούσα κατάσταση

Οι χρηματοοικονομικές αγορές επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα με πολλούς τρόπους και για αυτό τον λόγο δημιουργούν πολλών ειδών προκλήσεις για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής. Στις ευρωπαϊκές χώρες η καλή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών σχέσεων αποτελούν προϋπόθεση για τη λειτουργία της οικονομίας καθώς συμβάλλει στην σταθερότητα των τιμών και των συναλλαγματικών ισοτιμιών ενισχύοντας έτσι την εμπιστοσύνη στο νόμισμα. Παράλληλα, ο ορθός σχεδιασμός και η φερεγγυότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος βελτιώνουν τη συνολική αξιοπιστία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και επηρεάζουν τις προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης σε μακροπρόθεσμη βάση.

Ένα σημαντικό συστατικό στοιχείο μιας καλά οργανωμένης αγοράς εταιρικών ομολόγων, είναι η ομαλή λειτουργία ενός μηχανισμού αναδιοργάνωσης της εταιρικής πίστης σε περίπτωση πτώχευσης ή αθέτησης πληρωμών. Στην Ελλάδα, η αναθεώρηση της υφιστάμενης νομοθεσίας για την εταιρική χρεοκοπία, βοήθησε σημαντικά στην επίλυση αρκετών προβλημάτων που σχετίζονται με την αθέτηση πληρωμών και την αναδιοργάνωση της εταιρίας.

Παράλληλα, η δομή της αγοράς εταιρικών ομολόγων, καθώς και η ανάπτυξη της στηρίζεται στην πειθαρχία αγοράς. Ο τρίτος πυλώνας του Συμφώνου Βασιλείας II, αναγνωρίζει τον θετικό ρόλο που θα μπορούσε να έχει η

πειθαρχία αγοράς στην προσπάθεια μείωσης του κινδύνου των χρηματοοικονομικών αγορών.

Η προσπάθεια ελέγχου των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, όμως, από τα εποπτικά ιδρύματα (Κεντρικές Τράπεζες, Επιτροπές Κεφαλαιαγοράς κ.λ.π.), συνήθως παρουσιάζει μια καθυστέρηση στην επιβολή μέτρων αποφυγής κρίσεων ρευστότητας, ή υπερβάλλουσας πιστοδοτικής επέκτασης μιας συγκεκριμένης τράπεζας. Τα εποπτικά όργανα έχουν την τάση να επεμβαίνουν μόνο αφού οι εξειδικευμένοι καταθέτες έχουν ήδη αρχίσει να αποσύρονται από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα (βλέπε Kane (1998), Peria και Schmukler (1999)). Όμως, αυτή η τάση φυγής των επενδυτών γίνεται άμεσα παρατηρήσιμη στις μετοχικές αγορές καθώς και στις αγορές, εταιρικών ομολόγων.

Για τον παραπάνω λόγο, η πιστοληπτική ικανότητα των εταιριών και ως επακόλουθο των τραπεζών βρίσκεται κάτω από καλλίτερο έλεγχο όταν οι δυνάμεις της αγοράς ασκούν πίεση μέσω μιας ανεπτυγμένης αγοράς εταιρικών ομολόγων.

Συγχρόνως, η τάση των τραπεζών να καθυστερούν την διαγραφή των επισφαλών δανείων, έρχεται σε αντίθεση με την κατάσταση που επικρατεί στην αγορά εταιρικών ομολόγων, όπου το κίνητρο της διαγραφής επισφαλών χρεών είναι μεγαλύτερο λόγω του άμεσου αντίκτυπου που έχουν στην ψυχολογία των επενδυτών.

Παράλληλα, υπάρχει μια ακόμα σημαντική διαφορά μεταξύ της χρηματοδότησης μέσω του τραπεζικού συστήματος και της χρηματοδότησης βάσει της αγοράς εταιρικών ομολόγων και αφορά την διαφάνεια των δύο αγορών. Ενώ στην αγορά των εταιρικών ομολόγων υπάρχει σημαντική διαφάνεια στην τιμολόγηση τους και στους όρους των εκδόσεων, στην τραπεζική αγορά κατά κύριο λόγο οι όροι των δανείων καθώς και η τιμολογιακή πολιτική που ακολουθείται από τις τράπεζες παραμένουν κρυφοί.

Ένας άλλος παράγοντας που αναπτύσσει την ομολογιακή χρηματοδότηση είναι το κύμα των εταιρικών αναδιοργανώσεων και των εξαγορών και συγχωνεύσεων που παρατηρούνται στην Ευρώπη. Συγχρόνως, η αύξηση των τιτλοποιήσεων μέσω της υποθήκευσης παγίων στοιχείων ή στεγαστικών δανείων (Asset Backed Securities, Mortgage Backed Securities), συνεισφέρει στην προαναφερόμενη ανάπτυξη.

Θεσμικοί επενδυτές, όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι ασφαλιστικοί οργανισμοί, είναι οι κύριοι υπεύθυνοι για την αύξηση της ζήτησης των ομολόγων καθώς αυτό του είδους οι επενδυτές δείχνουν αυξημένο ενδιαφέρον για μακροχρόνιες επενδύσεις.

Παράλληλα, μια ανεπτυγμένη αγορά κυβερνητικών ομολόγων – όπως εμφανίζεται να είναι η ελληνική αγορά – αποτελεί αναπόσπαστο όρο για την ανάπτυξη της αγοράς εταιρικών ομολόγων, καθώς η ύπαρξη μιας αξιόπιστης και υψηλής ρευστότητας καμπύλη αποδόσεων κυβερνητικών ομολόγων, είναι αναγκαίο στοιχείο για κάθε ομολογιακή αγορά. Μια διακρατική ανάλυση των Eichengreen, Barry και Pirat, (2004), εμφανίζει ότι, οι χώρες με μεγαλύτερες αγορές κυβερνητικών ομολόγων, τείνουν να έχουν μεγαλύτερες αγορές εταιρικών ομολόγων ως ποσοστό του ΑΕΠ. Όμως, η υπέρμετρη αύξηση της έκδοσης κυβερνητικού χρέους μπορεί να δημιουργήσει εμπόδια στην ανάπτυξη των υπόλοιπων ομολογιακών αγορών σε κάποιες αναπτυσσόμενες αγορές. Ο συνεχώς αυξανόμενος κρατικός δανεισμός μπορεί να υποβαθμίσει τον δανεισμό του ιδιωτικού τομέα και την προσφορά των εταιρικών ομολόγων.

Μια από τις κύριες δυνάμεις, που βρίσκονται πίσω από την ανάπτυξη των αγορών εταιρικών ομολόγων, είναι η διαδικασία της «αποδιαμεσολάβησης» (“disintermediation”). Η αποδιαμεσολάβηση αναφέρετε στην προσπάθεια των εταιριών που έχουν ανάγκη τα κεφάλαια, να «προσπεράσουν» τις τράπεζες και να αναζητήσουν χρηματοδότηση απευθείας από τις κεφαλαιαγορές. Αυτό, βεβαίως, έχει ως συνέπεια την ανάληψη της πιστοληπτικής αξιολόγησης από τους επενδυτές και όχι από τις τράπεζες.

Όταν μια εταιρεία θέλει να αντλήσει κεφάλαια εξωγενώς μέσω των τραπεζών, θα πρέπει να πληρώσει ένα επιπλέον κόστος έναντι της εσωτερικής χρηματοδότησης, λόγω της πιστοληπτικής αξιολόγησης, της δανειακής παρακολούθησης και του ρίσκου αθέτησης που αναλαμβάνει η τράπεζα.

Ο ρόλος των επενδυτικών τραπεζών, βέβαια, παραμένει ζωντανός, ακόμα και στην άμεση χρηματοδότηση μέσω εταιρικών ομολόγων, μιας και οι τράπεζες αναλαμβάνουν πολλές εργασίες, όπως είναι η τιμολόγηση και πώληση της αρχικής έκδοσης, η εγγύηση της κάλυψης της αρχικής έκδοσης, καθώς και η υποστήριξη της ρευστότητας της εκδόσεως δευτερογενώς. Παράλληλα, θα πρέπει να αναφερθεί όμως ότι οι μετοχές, τα τραπεζικά δάνεια και τα ομόλογα γενικώς, συνυπάρχουν μέσα στην κεφαλαιακή διάρθρωση των σύγχρονων εταιρειών, καθώς κάθε μια από αυτές τις κατηγορίες δίνει χρηματοδοτική ευελιξία στην εταιρεία ανάλογα με τις ανάγκες της.

Η αύξηση του σχετικού μεγέθους της αγοράς εταιρικών ομολόγων έναντι του τραπεζικού κλάδου και η εισαγωγή ενός μεγάλου εύρους νέων ομολογιακών προϊόντων έχει οδηγήσει στην ραγδαία αύξηση της ζήτησης για ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου (credit analysis). Συγχρόνως, η ανάπτυξη της αγοράς εταιρικών ομολόγων μπορεί να μειώσει τον *συστημικό κίνδυνο* (systemic risk) και την πιθανότητα δημιουργίας μιας χρηματοοικονομικής κρίσεως. Συστημικοί κίνδυνοι είναι οι κίνδυνοι που έχουν αντίκτυπο στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος και που πιθανώς απορρέουν από προβλήματα σε επιμέρους τράπεζες, τομείς της αγοράς ή των χωρών.

3.2 Ανάγκη για πρόσθετα μέτρα

Η ύπαρξη μιας αγοράς βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων εταιρικών ομολόγων με μεγάλη ρευστότητα, πειθαρχεί και ενδυναμώνει το τραπεζικό σύστημα, λόγω της ενίσχυσης του ανταγωνισμού ανάμεσα στην άμεσες και στις έμμεσες πηγές εταιρικής χρηματοδότησης. Έτσι, οι τράπεζες μέσω του

ανταγωνισμού γίνονται πιο αποδοτικές και καινοτόμες. Αυτή η ανταγωνιστική κατάσταση ανάμεσα στις τράπεζες και στις μη-τραπεζικές αγορές μειώνει το κόστος χρηματοδότησης των εταιρειών και αυξάνει την διασπορά του χρηματοοικονομικού κινδύνου μέσα στην οικονομία. Παράλληλα, μπορεί να αποτελέσει χρήσιμο εργαλείο του εσωτερικού ελέγχου των τραπεζών, ώστε να βελτιστοποιήσει την ορθή εκτίμηση των κινδύνων που διατρέχει μια τράπεζα (βλέπε Φίλος (2004), για μια εκτενή παρουσίαση του πλαισίου εσωτερικού ελέγχου των τραπεζών).

Συγχρόνως, η ανάπτυξη της μη-τραπεζικής χρηματοδότησης των εταιρειών βελτιώνει την αντοχή του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Συγκεκριμένα, ο πρώην πρόεδρος της FED Alan Greenspan έχει καταδείξει ότι η καταγεγραμμένη τραπεζική κρίση στην Ιαπωνία δεν θα είχε τόσο μεγάλο αντίκτυπο στα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας αν υπήρχε μια αναπτυγμένη μη-τραπεζική αγορά εταιρικής χρηματοδότησης στην χώρα (Βλέπε: Greenspan, 1999).

Παράλληλα, η διακράτηση των συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων του κοινού σε βραχυπρόθεσμες τραπεζικές καταθέσεις ενέχει σημαντικούς κινδύνους. Οι βραχυπρόθεσμοι τραπεζικοί λογαριασμοί, κατά μέσο όρο, κερδίζουν σημαντικά χαμηλότερους τόκους σε σχέση με άλλες μακροχρόνιες πηγές επενδύσεις, όπως τα εταιρικά ομόλογα. Ταυτόχρονα, οι τραπεζικές καταθέσεις μειονεκτούν ως αντισταθμιστικό εργαλείο των συνταξιοδοτικών αναγκών των νοικοκυριών, καθώς είναι εκτεθειμένες σε παρατεταμένες περιόδους χαμηλών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Συγκεκριμένα όπως ανέφερε και ο Greenspan:

«Η αποτυχία του να έχεις [δημιουργήσει] εναλλακτικές μορφές διαμεσολάβησης ήταν μικρής επίπτωσης για όσο καιρό τα πρωτογενή μέσα δούλευαν. Αυτό σημαίνει ότι η έλλειψη μιας ρεζέρβας δεν έχει καμία έννοια αν δεν σου έχει σκάσει το λάστιχο. Η Ανατολική Ασία [κατά

την κρίση] δεν είχε καμία ρεζέρβα. Οι ΗΠΑ είχαν το 1990 και ξανά το 1998» (Βλέπε Greenspan, 1999).

Η κουλτούρα της τραπεζικής χρηματοδότησης είναι βαθειά ριζωμένη στον εταιρικό δανεισμό των Ευρωπαϊκών χωρών. Η δυνατότητα της αγοράς εταιρικών ομολόγων να καλύπτει το χρηματοδοτικό κενό όταν ο τραπεζικός τομέας παρουσιάζει προβλήματα, αποτελεί μια βαλβίδα ασφαλείας για την αποφυγή χρηματοοικονομικών κρίσεων. Συγχρόνως, η ανάπτυξη των αγορών πιστωτικών παραγώγων, καθώς και της αγοράς ομολόγων υψηλής απόδοσης καταδεικνύει την σημασία υπάρξεως επιπρόσθετων τρόπων χρηματοδότησης και διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου, πέραν της αμιγώς τραπεζικής οδού.

Για να αναπτυχθεί μια εναλλακτική μορφή του διαμεσολαβητικού ρόλου των τραπεζών, είναι αναγκαίο να σημειωθεί πρόοδος σε συγκεκριμένα επίπεδα: (1) Νομικό και θεσμικό πλαίσιο για την προστασία του επενδυτή, (2) βελτίωση της διαφάνειας στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά, (3) διεύρυνση της επενδυτικής βάσης, (4) θέσπιση δικλείδων ασφαλείας για τους τρόπους μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου, όπως είναι οι τιτλοποιήσεις και τα πιστωτικά παράγωγα.

Έτσι, οι δανειολήπτες θα μπορούν να παρακάμψουν την τραπεζική αγορά και να δανειστούν απευθείας από την αποταμιευτική πηγή των επενδυτών, μειώνοντας ταυτόχρονα το κόστος της τραπεζικής διαμεσολάβησης. Κατά τις περιόδους όπου η ζήτηση από τους επενδυτές είναι ενισχυμένη, οι εταιρικοί δανειολήπτες έχουν την δυνατότητα να αντικαταστήσουν τον τραπεζικό δανεισμό με εκδόσεις εταιρικών ομολόγων τα οποία συνήθως έχουν λιγότερο απαιτητικές ρήτρες. Η ενίσχυση αυτής της δυνατότητας αντικατάστασης, απαιτεί την αύξηση της ρευστότητας και την ανάπτυξη της διαφάνειας, ώστε να φτάσουμε σε μια αποτελεσματική αγορά ομολόγων.

Υπάρχουν δύο κύριοι λόγοι, σε σχέση με τα πλεονεκτήματα κόστους των ομολόγων, για τους οποίους οι εταιρίες θα επιλέξουν να δανειστούν από την ομολογιακή αγορά παρά να δανειστούν από τις τράπεζες. Πρώτον, οι εταιρίες

που αναπτύσσουν μια φήμη ως μια «ασφαλή» εταιρική οντότητα ή ως μια «επικίνδυνη» εταιρία δεν επωφελούνται από τις υπηρεσίες παρακολούθησης που παρέχουν οι τράπεζες και γι' αυτό τον λόγο θα είναι κερδισμένοι με το να δανειστούν από τις ομολογιακές αντί να επιβαρυνθούν με τα κόστη παρακολούθησης που μετακυλούν οι τράπεζες (βλέπε Diamond 1991). Δεύτερον, η έκδοση ενός ομολόγου διασπείρει πληροφορίες για την εταιρία σε πολλούς επενδυτές – δανειστές οι οποίοι μπορούν να προσπελάσουν την «μονοπωλιακή» στάση των τραπεζών όσο αφορά την διάχυση πληροφορήσης που κατέχουν οι τράπεζες για τις εταιρίες, μειώνοντας έτσι το κόστος πληροφόρησης (βλέπε Rajan 1992).

Ο Smith (1995) δείχνει ότι οι τράπεζες μπορεί να εμποδίσουν την ανάπτυξη της αγοράς εταιρικών χρεογράφων, με το να ακολουθήσουν στρατηγικές οριοθέτησης των δανειακών και καταθετικών επιτοκίων τα οποία έχουν ως στόχο την αποθάρρυνση των επιχειρήσεων από την απευθείας χρηματοδότηση από την αγορά.

Αντιθέτως, ο Roldos (2004) υποστηρίζει ότι η τραπεζική και η ομολογιακή αγορά μπορούν να αναπτυχθούν διαδοχικά, μέσω της εδραίωσης του κατάλληλου θεσμικού και εποπτικού πλαισίου που να καλύπτει και τις δύο αγορές

Οι Borensztein, Eichengreen και Panizza (2006), όμως, μέσω της εμπειρικής αναλύσεως τους, υποστηρίζουν ότι οι χώρες που έχουν μεγαλύτερες αγορές τραπεζικών δανείων τείνουν να έχουν μεγαλύτερες ομολογιακές αγορές. Παρόλο που αυτή η στατιστική συσχέτιση δεν υπονοεί ότι οι μεγαλύτερες αγορές τραπεζικών δανείων οδηγούν στην ανάπτυξη των ομολογιακών αγορών, δείχνει όμως ότι στην πράξη αυτές οι δύο αγορές πιθανότατα είναι συμπληρωματικές αντί για υποκατάστατες.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω στοιχεία, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι, παρόλο που η αγορά δεν έχει περισσότερες πληροφορίες από τις δημόσιες αρχές μπορεί όμως να είναι αρκετά χρήσιμη για την

παρακολούθηση του τραπεζικού κλάδου. Αυτό μπορεί να ισχύει γιατί σε κάποιες περιπτώσεις οι ιδιωτικές αγορές μπορεί να έχουν υψηλότερα κίνητρα ή μεγαλύτερη εξειδίκευση από τις εποπτικές αρχές. Επομένως, εάν οι οικονομολόγοι μπορούν να αποδείξουν ότι η αγορά μπορεί να πειθαρχήσει τις τράπεζες τότε τα θεσμικά και εποπτικά όργανα θα μπορούν να στηριχθούν στην αγορά για να βοηθήσει στον έλεγχο του κινδύνου των τραπεζών.

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 4

Η ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

4.1 Διάρθρωση του χρέους

Η διαπραγμάτευση των χρεωστικών τίτλων του δημόσιου τομέα στις αγορές ομολόγων καθώς και η λειτουργία τους ως υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο σε ορισμένες αγορές παραγώγων, αποτελούν σημαντικά στοιχεία για τις δραστηριότητες των χρηματοπιστωτικών αγορών. Οι δανειοληπτικές ανάγκες του δημόσιου τομέα έχουν εξεταστεί διεξοδικά από τους ερευνητές σε μια προσπάθεια να προβλέψουν τις αλλαγές στην επιτοκιακή πολιτική της κεντρικής τράπεζας, και τις συνεπακόλουθες μεταβολές στο γενικό επίπεδο των τιμών.

Το χρέος και τα ελλείμματα του δημόσιου τομέα, διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις για τη σύνθεση της ζώνης του ευρώ, όταν ιδρύθηκε τον Ιανουάριο του 1999 και έχουν συζητηθεί πολύ σε σχέση με τους όρους του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Stability and Growth Pact). Έτσι, θα πρέπει εδώ να εξεταστούν ορισμένες από τις σημαντικές σχέσεις μεταξύ του δανεισμού του δημόσιου τομέα και του ρόλου του χρηματοοικονομικού τομέα της οικονομίας.

Μπορούμε να διακρίνουμε δύο τύπους δημόσιου ελλείμματος, το κυκλικό και το διαρθρωτικό. Τα κυκλικά ελλείμματα προκύπτουν ως φυσική εξέλιξη των εμπορικών και γενικότερα οικονομικών κύκλων όπου οι περίοδοι χαμηλών εισοδημάτων και υψηλής ανεργίας διαδέχονται περιόδους ευημερίας. Σε περιόδους χαμηλών εισοδημάτων τα έσοδα του δημοσίου από την φορολογία μειώνονται και οι κρατικές δαπάνες για την κοινωνική αρωγή αυξάνονται, με

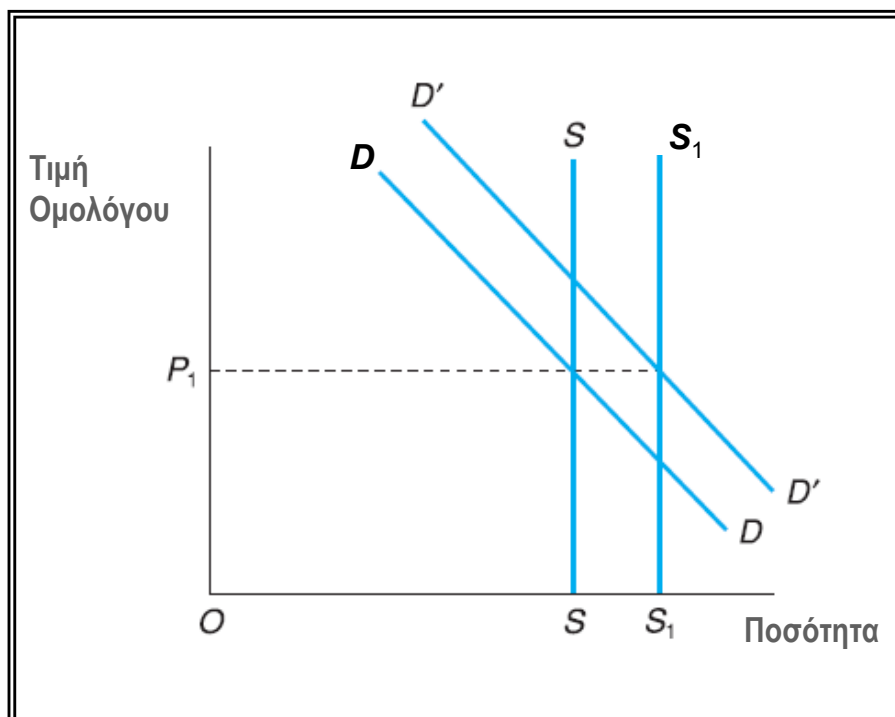
αποτέλεσμα την δημιουργία προϋπολογιστικών ελλειμμάτων. Το αντίστροφο συμβαίνει σε περιόδους ευημερίας. Επομένως οι κρατικοί προϋπολογισμοί θα πρέπει να ισορροπούν μακροχρόνια και ως συνεπακόλουθο το δημόσιο χρέος πρέπει να παραμένει αμετάβλητο. Σε αντίθεση όμως με αυτή την αντίληψη, πολλές χώρες τρέχουν δημοσιονομικά ελλείμματα ακόμη και σε περιόδους ευημερίας. Αυτό το διαχρονικό δημοσιονομικό έλλειμμα, το οποίο δεν φαίνεται να έχει άμεση σχέση με την οικονομική συγκυρία που διατρέχει η χώρα, είναι γνωστό ως “διαρθρωτικό”.

Το κεντρικό μέτρο του δανεισμού του δημόσιου τομέα είναι η καθαρή ταμειακή απαίτηση του δημόσιου τομέα. Αυτή η απαίτηση είναι το ποσό που πρέπει το δημόσιο να δανείζεται κατά τις χρονιές που τα έσοδα του δημόσιου τομέα υπολείπονται των δημοσίων εξόδων.

Θεωρητικά όταν οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι σε ισορροπία οι άνθρωποι κατέχουν μόνο τα ποσά των διαφόρων τύπων χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων που είναι αναγκαία για να μεγιστοποιηθεί η χρησιμότητα, με δεδομένο το επίπεδο του πλούτου της οικονομίας και τις ιδιότητες των διαφόρων στοιχείων του ενεργητικού. Επομένως, αν δεν υπάρξουν μεταβολές, το δημόσιο θα είναι σε θέση να αυξήσει τις πωλήσεις των χρεογράφων μόνο με το να αυξήσουν την “ελκυστικότητα” τους έναντι των υπόλοιπων περιουσιακών στοιχείων, μέσω της αύξησης της προσφερόμενης απόδοσης τους. Έτσι για να πωλήσει περισσότερα κρατικά χρεόγραφα ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (Ο.Δ.ΔΗ.Χ) θα αυξήσει τα επιτόκια των νέων ομολογιακών εκδόσεων, οι οποίες τώρα γίνονται πιο ελκυστικές από τους παλιούς τίτλους του δημοσίου, με αποτέλεσμα την αύξηση των πωλήσεων. Ως συνέπεια, οι τιμές των παλαιών ομολόγων θα μειωθούν, αναγκάζοντας τις αποδόσεις τους να αυξηθούν μέχρι το επίπεδο που θα είναι ανταγωνιστικές με τις νέες ομολογιακές εκδόσεις. Αντίστοιχα, αυξάνονται και οι αποδόσεις των υπόλοιπων χρηματοοικονομικών προϊόντων πιέζοντας έτσι το γενικό επίπεδο των επιτοκίων προς τα πάνω.

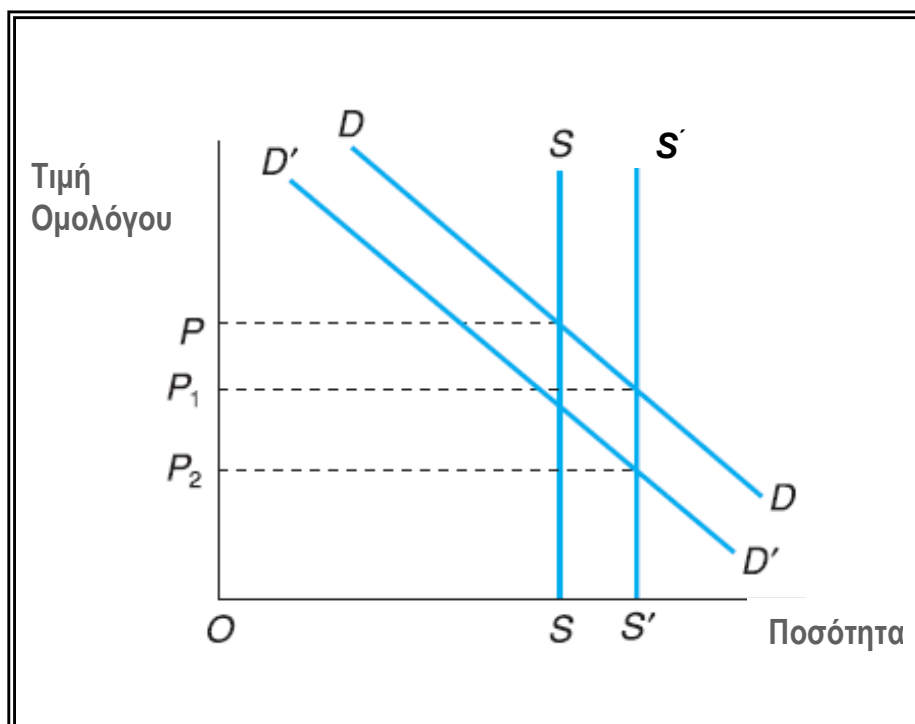
Σε μια αναπτυσσόμενη οικονομία όταν, το επίπεδο του πραγματικού πλούτου και το μέγεθος του χαρτοφυλακίου των χρηματοοικονομικών στοιχείων αυξάνονται σταθερά, χωρίς να μεταβληθούν τα επιτόκια είναι αναμενόμενο ότι οι άνθρωποι θα είναι πρόθυμοι να διακρατήσουν περισσότερα χρηματοοικονομικά στοιχεία από κάθε κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των κρατικών χρεογράφων. Επομένως, όσο υπάρχει ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας, η πραγματική αύξηση των εισοδημάτων υποβοηθά την χρηματοδότηση ενός υψηλότερου χρέους χωρίς να προκληθεί αύξηση των επιτοκίων. Στο Διάγραμμα (4.1) εμφανίζεται η μετατόπιση της καμπύλης της ζήτησης για ομόλογα προς τα επάνω με την αύξηση του εισοδήματος και του πλούτου, που επιτρέπει στην καμπύλη προσφοράς ομολόγων την μετατόπιση προς τα δεξιά, χωρίς κατά ανάγκη να προκαλείται αύξηση των αποδόσεων και πτώση των τιμών ισορροπίας.

Διάγραμμα 4.1



Η καμπύλη ζήτησης των ομολόγων είναι πιθανόν να μετατοπιστεί βάσει των βραχυχρόνιων προσδοκιών για τα μελλοντικά επιτόκια. Ξεκινώντας από το σημείο της ισορροπίας των ομολογιακών τιμών P , το δημόσιο θα πωλήσει περισσότερα ομόλογα για να χρηματοδοτήσει το δημοσιονομικό έλλειμμα (Διάγραμμα 4.2). Το ομολογιακό απόθεμα αυξάνεται και η καμπύλη προσφοράς $S'S'$ μετατοπίζεται οδηγώντας σε πτώση των τιμών στο P_1 . Στη συνέχεια οι προσδοκίες των ομολογιακών επενδυτών για την τάση των τιμών μπορεί να τους ωθήσει να είναι λιγότερο πρόθυμοι να κατέχουν ομόλογα και η καμπύλη ζήτησης μετατοπίζεται στην θέση $D'D'$ όπως εμφανίζεται στο Διάγραμμα 4.2. Όπως είναι εμφανές, αυτή η κίνηση ωθεί την τιμή σε μια νέα ισορροπία στο P_2 .

Διάγραμμα 4.2



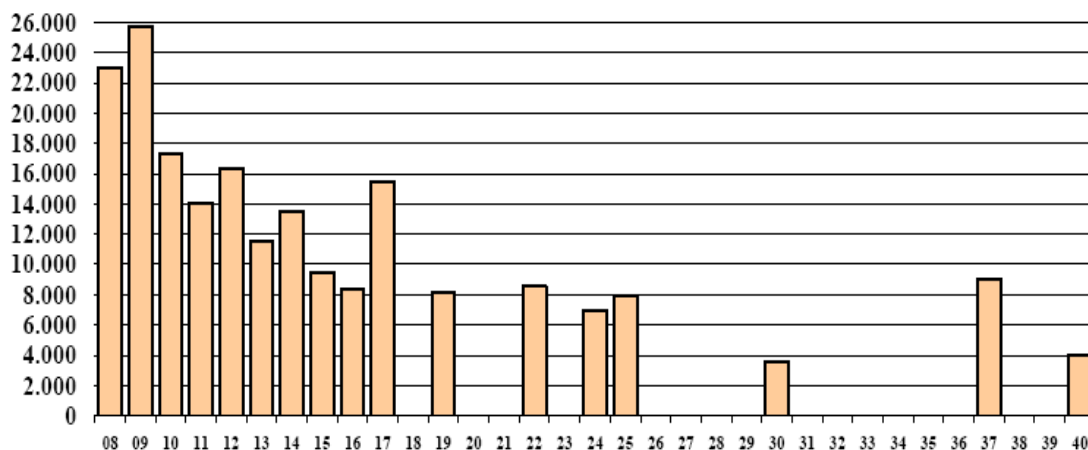
Ωστόσο, η ύπαρξη του δημόσιου χρέους αποτελεί πρόβλημα για τις δημόσιες αρχές καθώς οι προηγούμενες εκδόσεις κρατικών τίτλων, αργά ή γρήγορα θα λήξουν ή θα πρέπει να εξοφληθούν, οπότε και θα πρέπει να αντικατασταθούν από νέους τίτλους με σκοπό την αναχρηματοδότηση του υφιστάμενου δημόσιου χρέους. Επομένως το δημόσιο για κάθε οικονομικό έτος θα εκδίδει χρεόγραφα για να καλύψει το επιπλέον δημοσιονομικό χρέος καθώς και τις εκδόσεις και τα τοκομερίδια που λήγουν. Έτσι οι αρχές θα πρέπει να δημιουργήσουν ένα χρονοδιάγραμμα από ληκτότητες που να αποτρέπει την πιθανότητα να λήξει την ίδια στιγμή ένα πολύ υψηλό ποσοστό του υφιστάμενου χρέους. (Βλέπε Διάγραμμα 4.3). Λαμβάνοντας υπόψη αυτόν τον περιορισμό ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους θα προσπαθήσει να ισορροπήσει την διάρθρωση των εκδόσεων μεταξύ των βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων επιτοκίων βάσει των οικονομικών συγκυριών.

Ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (Ο.Δ.ΔΗ.Χ.) αποτελεί Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου, το οποίο ιδρύθηκε σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου 2628/6.7.1998 (ΦΕΚ 151 Α') και εποπτεύεται από τον Υπουργό Οικονομικών. Σκοπός του Οργανισμού είναι η μέριμνα για τη χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου, η βελτίωση του κόστους δανεισμού και η επίτευξη της καλύτερης δυνατής διάρθρωσης του δημοσίου χρέους ανάλογα με τις ανάγκες της χώρας και τις διεθνείς οικονομικές συνθήκες (βλέπε Ο.Δ.ΔΗ.Χ. 2009).

Συγκεκριμένα, λαμβάνοντας υπόψη το εγκεκριμένο από τον Υπουργό Οικονομικών ετήσιο πρόγραμμα κάλυψης των δανειακών αναγκών του Δημοσίου, ο Ο.Δ.ΔΗ.Χ. αναλαμβάνει δράσεις αναφορικά με: 1) Κατάρτιση και υλοποίηση δανειακού προγράμματος, 2) Διαχείριση του χαρτοφυλακίου του χρέους 3) Σύνταξη εκθέσεων και υποβολή προτάσεων προς το Υπουργείο Οικονομικών σχετικά με την πολιτική διαχείρισης και διάρθρωσης του δημόσιου χρέους. 4) Παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών για σύναψη δανείων και διαχείριση χαρτοφυλακίου σε οργανισμούς και φορείς του ευρύτερου δημόσιου τομέα (βλέπε Ο.Δ.ΔΗ.Χ. 2009).

Διάγραμμα 4.3

Λήξεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου (Ομολόγων, Εντόκων Γραμματίων και βραχυπρόθεσμων τίτλων) την 31/12/2007 (ποσά σε εκατ. Ευρώ).



Παρατηρήσεις:

1. Δεν περιλαμβάνονται οι εκδόσεις ομολόγων στο εξωτερικό και οι τιτλοποιήσεις.
2. Οι λήξεις τίτλων εξομαλύνονται με προαγορές χρέους και πράξεις διαχείρισης.

Πηγή: Ο.Δ.ΔΗ.Χ. Δελτίο Δημοσίου Χρέους (2007)

4.2 Χαρακτηριστικά της προσφοράς χρεογράφων

Οι τράπεζες εκδίδουν *χρεόγραφα κεφαλαίου* (capital securities) για να ενισχύσουν τους εποπτικούς δείκτες κεφαλαίων οι οποίοι υπολογίζονται ως ποσοστά των βάσει κινδύνου σταθμισμένων στοιχείων (Risk – Weighted Assets, RWA). Συνεπώς η προσφορά των χρεογράφων κεφαλαίου από τις τράπεζες, σχετίζεται άμεσα με την ανάπτυξη των RWA. Κάτω από τις οδηγίες της Βασιλείας I και της Βασιλείας II, οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν το ελάχιστο ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων τους πάνω από 8% και τα βασικά ίδια

κεφάλαια (Tier 1) από το 4%¹³. Στην πράξη, οι τράπεζες διατηρούν μεγαλύτερα ποσοστά από τα εποπτικά προβλεπόμενα. Ακόμα, η ανάγκη για Tier 1 κεφάλαια στηρίζεται και στην εσωτερική δημιουργία κεφαλαίου (retained profits).

Παράλληλα, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις παίζουν σημαντικό ρόλο στο ρυθμό εκδόσεως των τραπεζικών ομολόγων, μιας και η αύξηση τους επηρεάζει άμεσα την αύξηση της συχνότητας εκδόσεως. Ακόμα, ένας άλλος παράγοντας που επηρεάζει τον ρυθμό των εκδόσεων είναι η συχνότητα των επαναγορών.

Η ιεράρχηση των τραπεζικών κεφαλαίων βάσει των εποπτικών διαβαθμίσεων συμπεριλαμβάνει τις παρακάτω κατηγορίες¹⁴:

Κατηγορία 3 (Tier 3): Σε αυτή την κατηγορία συμπεριλαμβάνονται βραχυχρόνιοι τίτλοι παρεπόμενου χρέους, οι οποίοι πρέπει να έχουν ελάχιστη λήξη πάνω από δύο χρόνια ώστε να συμπεριληφθούν σε αυτή την κατηγορία. Αυτοί οι τίτλοι δεν έχουν την δυνατότητα απομείωσης κεφαλαίου ή/και την επιλογή αυξομείωσης της λήξης μέσω ανακλήσεως τους. Παράλληλα, τα αξιόγραφα της βαθμίδας 3 ιεραρχούνται στην ίδια σειρά με τους τίτλους της κατηγορίας 2 όσο αφορά την αποπληρωμή τους σε περίπτωση αθέτησης.

Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό αυτής της κατηγορίας, είναι η δυνατότητα που παρέχεται στον εκδότη να μεταφέρει σε μεταγενέστερη χρονική περίοδο τις πληρωμές των τοκομεριδίων και κεφαλαίων των τίτλων αυτής της βαθμίδας, αν υπάρχει ο κίνδυνος να πέσει το ποσοστό των Βασικών Ιδίων κεφαλαίων κάτω από το ελάχιστο απαιτούμενο. Θα πρέπει, όμως, να αναφερθεί ότι για την άσκηση από τον εκδότη της παραπάνω δυνατότητας, πρέπει να δοθεί η έγκριση

¹³ Η Επιτροπή της Βασιλείας συστάθηκε το 1974 με την συμμετοχή των διοικητών των Κεντρικών Τραπεζών της Ομάδας των 10 (*Group of Ten*). Θα πρέπει να αναφερθεί ότι η Επιτροπή δεν έχει υπερεθνικές εξουσίες ή αρμοδιότητες έναντι αυτών των κρατών μελών και τα πορίσματα που εκδίδει καθώς και οι κατευθυντήριες οδηγίες δεν μπορούν να δεσμεύσουν νομικά τις αρμόδιες εθνικές αρχές. Όμως ο ρόλος της Επιτροπής από εποπτικής απόψεως είναι σημαντικός μιας και στοχεύει στην δημιουργία γενικών εποπτικών αρχών ως προς την εδραίωση κοινών εποπτικών πρακτικών από τις Κεντρικές Τράπεζες.

¹⁴ Για μια συνοπτική παρουσίαση των χαρακτηριστικών των τραπεζικών αξιογράφων βάσει των εποπτικών διαβαθμίσεων βλέπε Πίνακα 4.1 του Παραρτήματος.

της εποπτεύουσας αρχής του τραπεζικού συστήματος, της Τράπεζας της Ελλάδος.

Το χαρακτηριστικό που διαφοροποιεί την Κατηγορία 3 από την Χαμηλή Κατηγορία 2 (Lower Tier 2) είναι η απαιτούμενη ρήτρα “*lock-in*”. Συγκεκριμένα, τα χρεόγραφα αυτής της κατηγορίας πρέπει να συμπεριλαμβάνουν στους όρους τους την δυνατότητα αναβολής των πληρωμών. Όμως, λόγω της βραχυχρόνιας διάρκειας τους και της ιεράρχησης τους σε περίπτωση ρευστοποίησης, αυτά τα χρεόγραφα δεν αποτελούν ένα «ισχυρό» μέρος του τραπεζικού κεφαλαίου.

Χαμηλή Κατηγορία 2 (Lower Tier 2): Πρόσθετα στοιχεία Συμπληρωματικών Ιδίων Κεφαλαίων: Αυτή η βαθμίδα συμπεριλαμβάνει παρεπόμενο χρέος (subordinated debt), που συνήθως δεν έχει ρήτρες για μεταφορά των τόκων στο μέλλον (interest deferral) και περιορίζεται στο 50% του κεφαλαίου της κατηγορίας 1. Συγχρόνως, οι περισσότερες εκδόσεις συμπεριλαμβάνουν το δικαίωμα ανάκλησης και αύξησης των τοκομεριδίων σε περίπτωση μη-άσκησης αυτού του δικαιώματος.

Σημαντικό χαρακτηριστικό των τίτλων αυτής της κατηγορίας είναι ότι, όταν πλησιάζουν στη λήξη τους για τα τελευταία πέντε χρόνια, το μέρος της αρχικής ονομαστικής αξίας που μπορεί να συμπεριληφθεί ως «συμπληρωματικό κεφάλαιο», μειώνεται κατά 20% ετησίως. Όμως, αυτό το κεφάλαιο που δεν συμπεριλαμβάνεται από εποπτικής απόψεως στα συμπληρωματικά κεφάλαια, μπορεί να συνυπολογισθεί ως “*προνομιούχο χρέος*” (*senior debt*). Αυτή η μεταχείριση αναφέρεται στο κεφάλαιο αλλά και στους τόκους της εκδόσεως.

Μια συνήθης πρακτική που ακολουθείται από τους εκδότες ομολογιακών δανείων μειωμένης εξασφάλισης, ώστε να αποφύγουν την «διαγραφή» τους από τα πρόσθετα συμπληρωματικά κεφάλαια, είναι η ενσωμάτωση ενός δικαιώματος ανάκλησης της έκδοσης με την δυνατότητα άσκησης του πέντε χρόνια πριν της λήξεως των ομολόγων. Έτσι, οι τράπεζες επιτυγχάνουν την συμμετοχή του 100%

της εκδόσεως στα συμπληρωματικά κεφάλαια, διατηρώντας την δυνατότητα της αντικατάστασης της εκδόσεως όταν μειωθεί η «εποπτική» αξία τους.

Παράλληλα, λόγω του ότι η δυνατότητα τους να απορροφήσουν τυχόν ζημιές περιορίζεται μόνο στην περίπτωση της πτώχευσης, τα κεφάλαια της Χαμηλής Κατηγορίας 2 κατηγοριοποιούνται από τις εποπτικές αρχές έχοντας χαμηλότερη ποιότητα. Συγχρόνως, μειονέκτημα τους αποτελεί και η έλλειψη ευελιξίας έναντι των κεφαλαίων της Υψηλής Κατηγορίας 2 (Upper Tier 2) και της Κατηγορίας 1 (Tier 1) όσο αφορά την μεταφορά των τόκων στο μέλλον.

Κύρια στοιχεία Συμπληρωματικών Ιδίων Κεφαλαίων (Upper Tier 2 Capital): Τα χρεόγραφα αυτής της κατηγορίας αποτελούν δάνεια μειωμένης εξασφάλισης και προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος με αόριστη διάρκεια. Το δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος αναφέρεται στην δυνατότητα του εκδότη να καθυστερήσει την πληρωμή των τοκομεριδίων, σε περίπτωση που η πληρωμή τους οδηγήσει τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας χαμηλότερα από τα επιτρεπόμενα επίπεδα. Συγχρόνως, η άσκηση του δικαιώματος είναι επιτρεπτή, αν η τράπεζα δεν έχει διανείμει μέρισμα προνομιούχων και κοινών μετοχών για την συγκεκριμένη χρονιά και κατόπιν της εγκρίσεως του εποπτικού οργάνου, της Τράπεζας της Ελλάδος.

Πρόσθετα Στοιχεία Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων (Lower Tier 1 Capital). Σε αυτή την κατηγορία συμπεριλαμβάνονται οι υβριδικοί τίτλοι εκδόσεως θυγατρικών του πιστωτικού ιδρύματος εταιρειών που περιλαμβάνονται στα βασικά Ίδια κεφάλαια σε ενοποιημένη ή/και ατομική βάση. Τα κεφάλαια αυτής της κατηγορίας, έχουν καλή ποιότητα. Η έννοια της «ποιότητας» συνδέεται, από εποπτικής πλευράς, με την δυνατότητα απορρόφησης ζημιών.

Οι Ελληνικές τράπεζες εκδίδουν “υβριδικούς τίτλους” σύμφωνα με τις αρχές που ορίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, τους οποίους τίτλους περιλαμβάνουν ως πρόσθετα στοιχεία στα ενοποιημένα βασικά ίδια κεφάλαια τους μέχρι του ορίου του 15% των «συμβατικών» βασικών ιδίων κεφαλαίων (Upper Tier 1 Capital) του πιστωτικού ιδρύματος. Συγχρόνως, ο συντελεστής των

«συμβατικών» βασικών ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας προς τα Σταθμισμένα Στοιχεία Ενεργητικού – Σ.Σ.Ε. (RWA) θα πρέπει να ξεπερνάει το 5%, ώστε να προχωρήσει η Τράπεζα της Ελλάδος στην έγκρισή τους¹⁵. Συνεπώς, η προσφορά των υβριδικών τίτλων στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στην ανάπτυξη των σταθμισμένων στοιχείων ενεργητικού καθώς οι δείκτες εποπτικών κεφαλαίων υπολογίζονται ως ποσοστό των Σ.Σ.Ε. Παράλληλα με την ανάπτυξη των Σ.Σ.Ε. ένας άλλος παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει την προσφορά των υβριδικών τίτλων είναι η δυναμική δημιουργίας κεφαλαίου μέσα από την τράπεζα ή αλλιώς, τα παρακρατηθέντα κέρδη. Στην πράξη, οι τράπεζες διατηρούν υψηλότερα επίπεδα στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας από τα ελάχιστα εποπτικά απαιτούμενα.

Αυτοί οι καινοτόμοι τίτλοι έχουν την μορφή προνομιούχων μετοχών αόριστης διάρκειας με δικαίωμα απόληψης μερίσματος υπό μορφή τόκου. Παράλληλα, αυτοί οι τίτλοι μπορούν να συμπεριλαμβάνουν δικαίωμα ανάκλησης τους, καθώς και να ενσωματώνουν δικαίωμα προσαύξησης της αποδόσεως τους (step up clause) κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

Κύρια στοιχεία των Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων (Upper Tier 1 Capital):
Στα κύρια στοιχεία των Βασικών Ιδίων Κεφαλαίων, συμπεριλαμβάνονται κυρίως το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο και η διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο, τα αποθεματικά και διαφορές αναπροσαρμογής της αξίας στοιχείων του ισολογισμού, καθώς και τα αποτελέσματα εις νέον. Αυτά τα κεφάλαια έχουν και την καλλίτερη ποιότητα όσο αφορά την εποπτική αξιολόγηση τους.

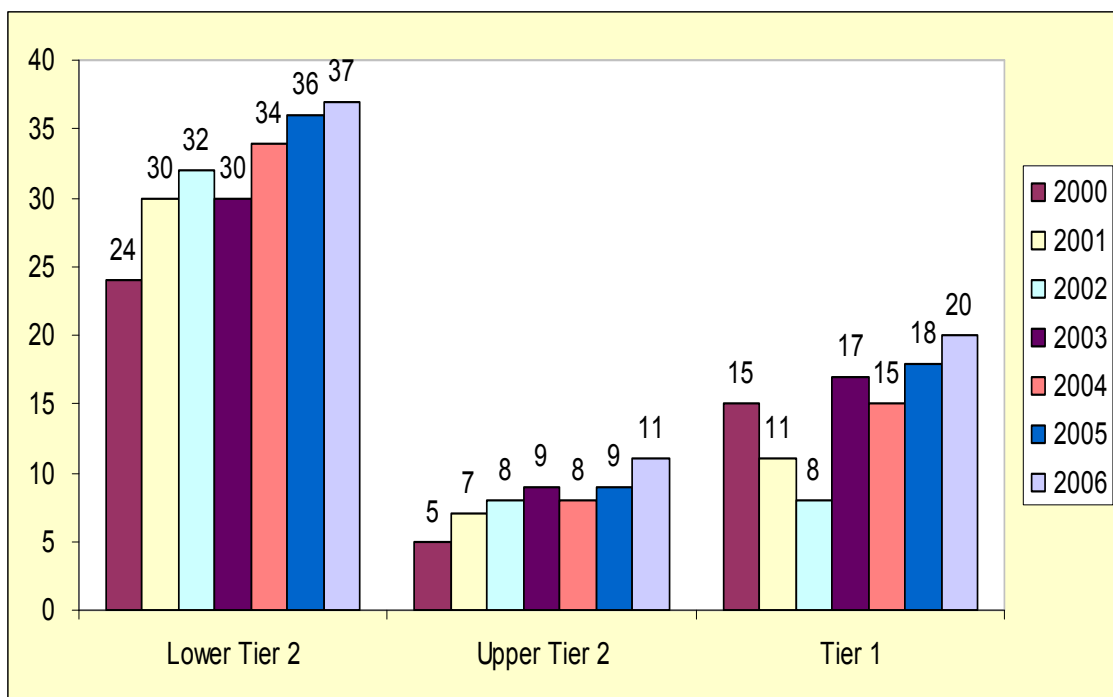
Λαμβανομένων υπόψη των παραπάνω κατηγοριοποιήσεων είναι άμεσα αντιληπτό όπως εμφανίζεται και στο Γράφημα 4.4, ότι το μεγαλύτερο μέρος των εκδόσεων των ευρωπαϊκών τραπεζών το καταλαμβάνουν τα ομόλογα που ανήκουν στη κατηγορία των πρόσθετων στοιχείων συμπληρωματικών ιδίων κεφαλαίων (Lower Tier 2). Παρόμοια παρατήρηση ισχύει και για την ελληνική

¹⁵ Βλέπε: Εγκύκλιος Διοίκησης της Τράπεζας της Ελλάδος 17/21.09.2002 και Εγκύκλιος Διοίκησης της Τράπεζας της Ελλάδος 21/22.09.2004.

αγορά, καθώς φαίνεται ότι η εξέλιξη των μεγεθών των ελληνικών τραπεζών και η εναρμόνιση με τους κανόνες της Βασιλείας II οδηγεί σε παρόμοιες τακτικές έκδοσης ομολογιακού χρέους (βλέπε Πίνακα 4.2 & 4.3 του Παραρτήματος).

Γράφημα 4.4

Ομολογιακές Εκδόσεις των Ευρωπαϊκών Τραπεζών (Ετησίως, δις ευρώ)

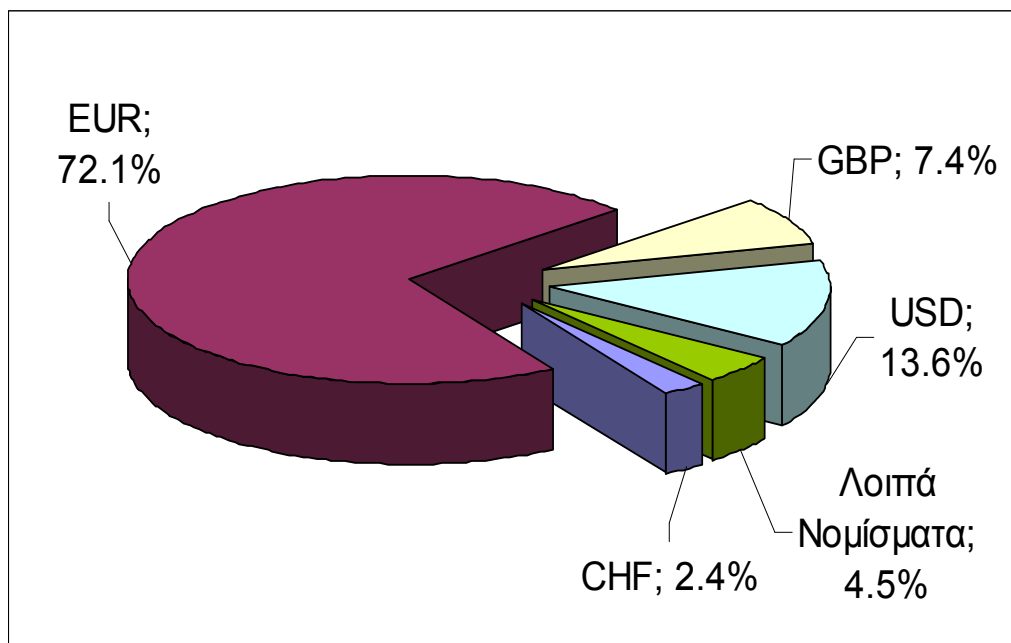


Πηγή: BIS, ECB και μετρήσεις του συγγραφέα

Ακόμα είναι σαφές ότι, η συντριπτική πλειοψηφία των ομολόγων ευρωπαϊκών τραπεζών εκδίδεται σε ευρώ (βλέπε Γράφημα 4.5). Αυτή η παρατήρηση είναι σημαντική γιατί αναδεικνύει την ισχυροποίηση του ευρώ ως νόμισμα αναφοράς και μέσο άσκησης νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ .

Γράφημα 4.5

Εκδόσεις Ομολόγων των Ευρωπαϊκών Τραπεζών ανά Νόμισμα (%) (2000 - 2006) (Μέσος όρος βάσει ονομαστικών αξιών)

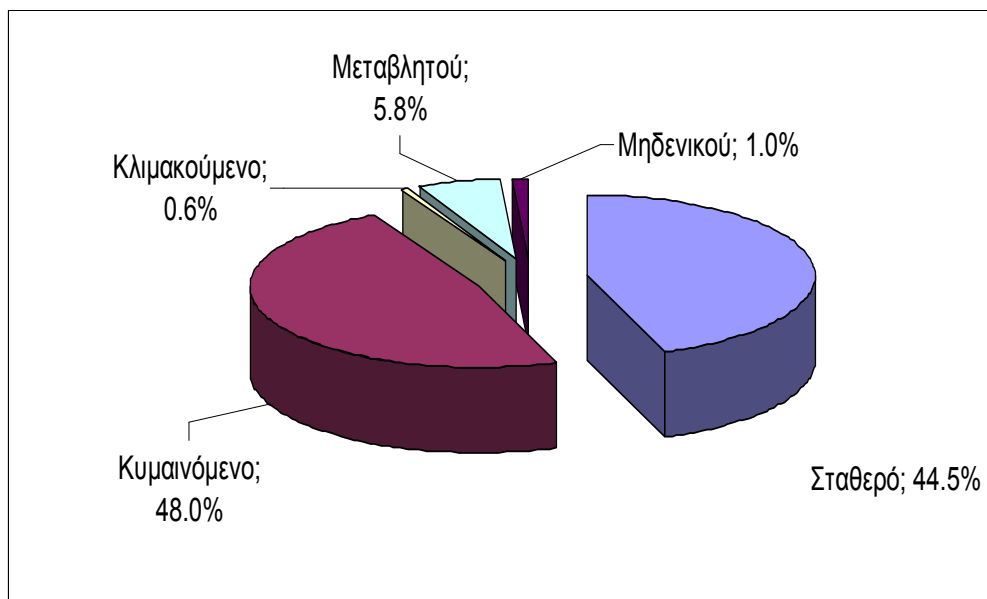


Πηγή: BIS, ECB και μετρήσεις του συγγραφέα

Ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό της ευρωπαϊκής αγοράς τραπεζικών ομολόγων που την διαφοροποιεί από την αντίστοιχη των κυβερνητικών ομολόγων, είναι η μορφή των τοκομεριδίων. Στην πρώτη αγορά, τα ομόλογα με τοκομερίδια κυμαινόμενου επιτοκίου καταλαμβάνουν την πρώτη θέση, αντίθετα με τις πρακτικές που παρατηρούνται στην δεύτερη αγορά των ομολόγων δημοσίου όπου η πλειονότητα των εκδόσεων ακολουθεί τον τύπο των τοκομεριδίων σταθερού επιτοκίου.

Γράφημα 4.6

**Εκδόσεις Ομολόγων των Ευρωπαϊκών Τραπεζών ανά Τύπο Τοκομεριδίου (%)
(2006, βάσει ονομαστικών αξιών)**



Πηγή: BIS, ECB και μετρήσεις του συγγραφέα

Παράλληλα με τα παραπάνω χρεόγραφα ομολογιακής μορφής, οι τράπεζες εκδίδουν και άλλου είδους χρεόγραφα βραχυχρόνιας διάρκειας για να καλύψουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες τους.

Τα πιστοποιητικά καταθέσεων (Certificates of Deposit) είναι χρηματοοικονομικά προϊόντα που εκδίδονται από ένα καταθετικό ίδρυμα και προσδιορίζουν ότι ένα συγκεκριμένο ποσό έχει καταθέσει σε αυτό το ίδρυμα. Το ποσό που αναφέρεται στο πιστοποιητικό καταθέσεως επιστρέφεται εντόκως στον κάτοχο του στη λήξη της τοκοφόρου περιόδου. Σημαντική διαφορά αυτών των πιστοποιητικών από τις απλές καταθέσεις είναι ότι τα CDs μπορούν να είναι διαπραγματεύσιμα και επομένως να πωληθούν δευτερογενώς.

Οι *εγγυητικές επιστολές των τραπεζών* (Bankers' acceptances) αποτελούν συναλλαγματικές που εκδίδει μια τράπεζα προς μια εταιρία με την υποχρέωση ότι η εταιρία θα φέρει τις αντίστοιχες καταθέσεις στην ημερομηνία λήξης. Αυτές οι επιστολές αποτελούν προϊόν διαπραγμάτευσης όπου ο τελικός κάτοχος του τίτλου κατά την ημερομηνία λήξεως μπορεί να απαιτήσει την πληρωμή απευθείας από την τράπεζα που έχει εκδώσει την επιστολή.

Τα *εμπορικά χρεόγραφα* (commercial papers) είναι χρηματοοικονομικά εργαλεία βραχυχρόνιας διάρκειας των οποίων η απόδοση υπολογίζεται στην έναρξη σε προεξοφλητική βάση. Οι εκδόσεις εμπορικών χρεογράφων μπορούν να αποτελούν μέρος ενός Προγράμματος Ευρω-εμπορικών Χρεογράφων (European Commercial Paper Program). Αυτή η τακτική είναι και η πιο συνηθισμένη καθώς επιτρέπει στον εκδότη την συχνή και χωρίς πολλές διεργασίες έκδοση νέων χρεογράφων.

4.3 Χαρακτηριστικά της ζήτησης χρεογράφων

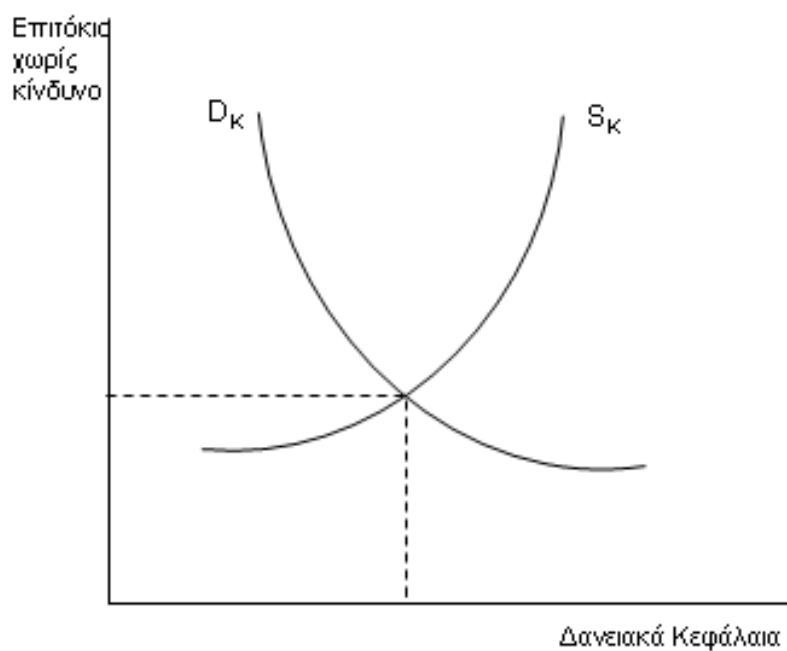
Η ζήτηση των δανειακών κεφαλαίων (D_k) αντιπροσωπεύει την συμπεριφορά των δανειοληπτών και προσδιορίζεται από τις πιστωτικές ανάγκες των επιχειρήσεων, των ιδιωτών και των κυβερνητικών οργανισμών. Η προσφορά των δανειακών κεφαλαίων (S_k) αντικατοπτρίζει την συμπεριφορά των δανειστών, που πηγάζει από την αποταμιευτική δυναμική των ιδιωτών και των εταιριών και την δημιουργία χρήματος του κράτους και του τραπεζικού συστήματος.

Στο Διάγραμμα 4.7 εμφανίζεται η προσφορά και η ζήτηση των δανειακών κεφαλαίων, όπου το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ορίζει τον κάθετο άξονα και το ποσό των δανειακών κεφαλαίων προσδιορίζει τον οριζόντιο άξονα. Η ζήτηση δανειακών κεφαλαίων έχει καθοδική κλίση, καθώς για κάθε μείωση του επιτοκίου η ζητούμενη ποσότητα από τους δανειολήπτες αυξάνεται. Αντιθέτως, για κάθε αύξηση των προσφερόμενων δανειακών κεφαλαίων, οι δανειστές

απαιτούν στο σύνολο τους μεγαλύτερη «αμοιβή» άρα και επιτόκιο, ωθώντας κατά αυτό τον τρόπο την καμπύλη προσφοράς σε ανοδική κλίση.

Διάγραμμα 4.7

Προσφορά και ζήτηση των δανειακών κεφαλαίων



Οι παράγοντες που επηρεάζουν την ζήτηση των δανειακών κεφαλαίων σχετίζονται, κυρίως, με τις απαιτήσεις των δανειοληπτών για κεφάλαια και την φύση των εναλλακτικών λύσεων που υπάρχουν στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Οι παράγοντες που επιδρούν πάνω στην προσφορά των δανειακών κεφαλαίων, αναφέρονται κυρίως στην μελλοντική απόδοση που προσδοκούν οι αποταμιευτές από τα δανειακά τους κεφάλαια, έναντι των εναλλακτικών επενδύσεων, καθώς και η διαφοροποίηση του επενδυτικού κινδύνου αυτών των επενδύσεων.

Σε αυτό το σημείο, θα πρέπει να αναφερθεί ότι υπάρχουν σημαντικές δομικές διαφορές μεταξύ του αμερικάνικου και του ευρωπαϊκού τραπεζικού κλάδου. Συγκεκριμένα, το αμερικάνικο χρηματοοικονομικό σύστημα μπορεί να χαρακτηριστεί ως “αγορά – κεντρικό”, ενώ το ευρωπαϊκό είναι περισσότερο “τραπεζικό – κεντρικό”. Αυτή η διαφοροποίηση γίνεται πιο ξεκάθαρη κάτω από το πρίσμα των συνολικών επιχειρηματικών χορηγήσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ, όπου για την Ευρωπαϊκή Ένωση αντιστοιχούν, για το 2006, στο 130% του αθροιστικού ΑΕΠ ενώ για τις ΗΠΑ είναι μόνο το 20% του ΑΕΠ. Παράλληλα, ο ρυθμός αποταμίευσης είναι αρκετά χαμηλός στις ΗΠΑ πλησιάζοντας το 3%, την στιγμή που στην Ευρωπαϊκή Ένωση κυμαίνεται κοντά στο 12%. Αυτά τα χαρακτηριστικά των δύο αγορών έχουν ως αποτέλεσμα την διαφοροποίηση των επενδυτικών προτιμήσεων των κατοίκων τους. Αυτοί είναι και οι πιο σημαντικοί λόγοι για τους οποίους οι Αμερικανοί επενδυτές προτιμούν να επενδύουν τα διαθέσιμα τους απευθείας σε μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια, ενώ οι ευρωπαίοι στρέφονται προς τα τραπεζικά καταθετικά προϊόντα.

Οι τράπεζες αντιμετωπίζουν την ίδια *καμπύλη οριακών εσόδων των δανείων* (R_L), η οποία μπορεί να θεωρηθεί ότι έχει καθοδική κλίση, καθώς οι τράπεζες ασκούν επιρροή πάνω στην τιμή των δανείων. Παράλληλα, οι τράπεζες λαμβάνουν κεφάλαια μέσω ασφαλισμένων καταθέσεων και ανασφάλιστων ομολόγων. Όμως το *οριακό κόστος χρηματοδότησης* (R_i) είναι διαφορετικό για αυτές τις δύο επιλογές. Το οριακό κόστος των καταθέσεων έχει ανοδική κλίση, καθώς για να προσελκύσει η τράπεζα περισσότερες καταθέσεις θα πρέπει να αυξήσει το προσφερόμενο επιτόκιο. Αρχικά οι τράπεζες θα προτιμήσουν την κατοχή κεφαλαίων μέσω ασφαλισμένων καταθέσεων, γιατί είναι φθηνότερες από την έκδοση ομολόγων, αλλά καθώς το κόστος προσέλκυσης καταθέσεων αυξάνεται, τότε η τράπεζα θα προτιμήσει την έκδοση ομολόγων.

Στην θεωρία τουλάχιστον, το περιθώριο παρεπόμενου χρέους αποτελεί μέτρο του τραπεζικού κίνδυνου, οριζόμενο ως η αναμενόμενη απώλεια των επενδυτών (expected loss) δηλαδή η πιθανότητα αθέτησης επί την απώλεια δεδομένης της αθέτησης (Βλέπε Campbell, R. και Huisman, 2003). Δομικό

χαρακτηριστικό του *παρεπόμενου τραπεζικού χρέους* (subordinated debt) είναι ότι δεν είναι ασφαλισμένο από το δημόσιο. Δηλαδή, εάν μια τράπεζα δεν έχει την δυνατότητα να εξοφλήσει τις οφειλές της, τότε οι κάτοχοι παρεπόμενου χρέους θα χάσουν την επένδυσή τους, γιατί το δημόσιο δεν θα τους αποζημιώσει για την αρχική τους επένδυση. Δηλαδή, οι μέτοχοι, όπως και οι επενδυτές σε παρεπόμενο χρέος, δεν φέρουν την προστασία του δημοσίου έναντι της επενδύσεώς τους, όμως έχουν ως μέτοχοι το κίνητρο να αυξήσουν το “ρίσκο” των τραπεζών και επομένως δεν επιθυμούν στο ίδιο βαθμό με τους ομολογιούχους την αυστηρότερη θεσμοθέτηση των κινδύνων που αναλαμβάνουν οι τράπεζες.

Παράλληλα, το περιθώριο απόδοσης αντικατοπτρίζει όλες τις δημόσιες πληροφορίες σχετικά με την τράπεζα. Επομένως, μέσα από το πρίσμα της θεωρίας αντισταθμιστικής κερδοσκοπίας, ένας επενδυτής που αντιλαμβάνεται ότι η απόδοση ενός ανασφάλιστου ομολόγου είναι υψηλότερη από την θεωρητικά αποδεκτή βάσει του ρίσκου του, τότε θα επιλέξει να επενδύσει σε αυτό. Αυτή η αύξηση της ζητούμενης ποσότητας θα αυξήσει την τιμή του ομολόγου οδηγώντας στην μείωση της απόδοσης. Η απόδοση θα μειωθεί μέχρι που ο λόγος κέρδος/κινδύνου να βρεθεί ξανά σε ισορροπία. Επομένως, το περιθώριο απόδοσης συμπεριλαμβάνει την γνώση της αγοράς για το επίπεδο του τραπεζικού ρίσκου.

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι για τους οποίους μια τράπεζα μπορεί να θέλει να εκδώσει εργαλεία ομολογιακού χρέους, που διαφέρουν σε σχέση με την ιεράρχηση τους σε περίπτωση αθέτησης του εκδότη (insolvency). Ορισμένοι ερευνητές έχουν υποστηρίξει ότι η διαφοροποίηση στο περιθώριο του παρεπόμενου χρέους οφείλετε στην “*υπόθεση του ενήμερου επενδυτή*” (informed investor hypothesis). Συγκεκριμένα, οι Birchler και Hancock (2000) υποστηρίζουν ότι κάποιοι επενδυτές έχουν καλλίτερη πληροφόρηση. Μέσα από το πρίσμα της “*υπόθεσης του ενήμερου επενδυτή*” μια τράπεζα θα εκδώσει παρεπόμενο τραπεζικό χρέος (“*subordinated debt*”) με την ύπαρξη καλών νέων και προνομιούχο χρέος (“*senior debt*”) με την λήψη μη ευνοϊκών νέων. Αυτό

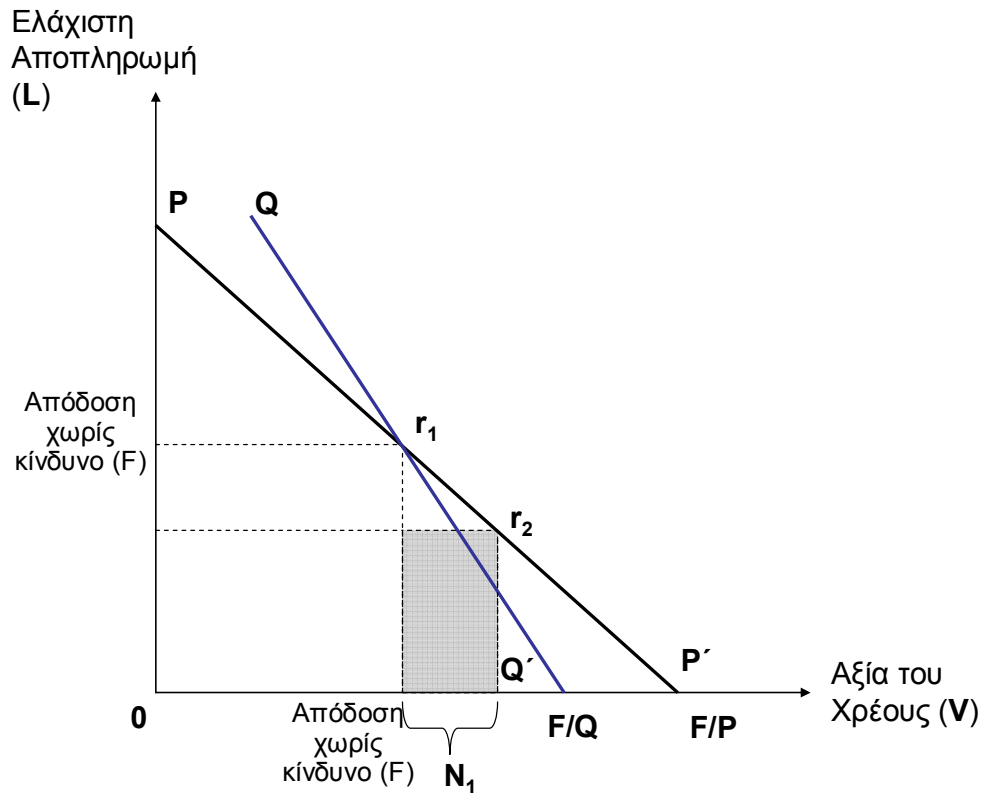
θεωρητικά οφείλεται στο ότι η τράπεζα θα εκδώσει χρέος με διαφορετική προτεραιότητα αποπληρωμής σε περίπτωση ύπαρξης γεγονότος αθέτησης (default event), λόγω υπάρξεως επενδυτών με διαφορετικές προτιμήσεις ανάληψης κινδύνου. Σε συνάρτηση με τα παραπάνω, ερευνητές έχουν προτείνει την θεσμική επιβολή μιας «οροφής» στο περιθώριο απόδοσης του παρεπόμενου χρέους (βλέπε Calomiris 1999) με στόχο τον ορθότερο έλεγχο της αγοράς.

Θεωρούμε ότι η τράπεζα μπορεί να προσφέρει δύο ειδών συμβόλαια χρέους, ώστε να διαχωρίσει τους ενημερωμένους από τους μη-ενημερωμένους επενδυτές. Συγκεκριμένα, βάσει της θεωρητικής αντίληψης, οι μη-ενημερωμένοι επενδυτές θα προτιμήσουν την κατοχή των προνομιούχων (senior) συμβολαίων τα οποία εξυπηρετούνται πρώτα κατά την περίπτωση αθέτησης πληρωμών, ενώ οι ενημερωμένοι επενδυτές θα προτιμήσουν το παρεπόμενο (subordinated) συμβόλαιο το οποίο πληρώνει μεγαλύτερη αξία όταν η τράπεζα δεν αποτύχει και συνεχίσει να είναι λειτουργικά εύρωστη.

Όπως εμφανίζεται στο Διάγραμμα 4.8 οι γραμμές P και Q είναι οι καμπύλες αδιαφορίας των επενδυτικών προτιμήσεων των ανενημέρωτων και των ενήμερων δανειστών αντίστοιχα. Η παραδοχή που γίνεται είναι ότι οι ανενημέρωτοι επενδυτές προτιμούν τα προνομιούχα ομόλογα (senior bonds), λόγω της προτεραιότητας που έχουν στην περίπτωση πιστωτικού γεγονότος αθέτησης, ενώ οι ενήμεροι επενδυτές θα προτιμήσουν το παρεπόμενο ομόλογο (subordinated bond) γιατί πληρώνει περισσότερο δεδομένης της βιωσιμότητας της τράπεζας.

Διάγραμμα 4.8

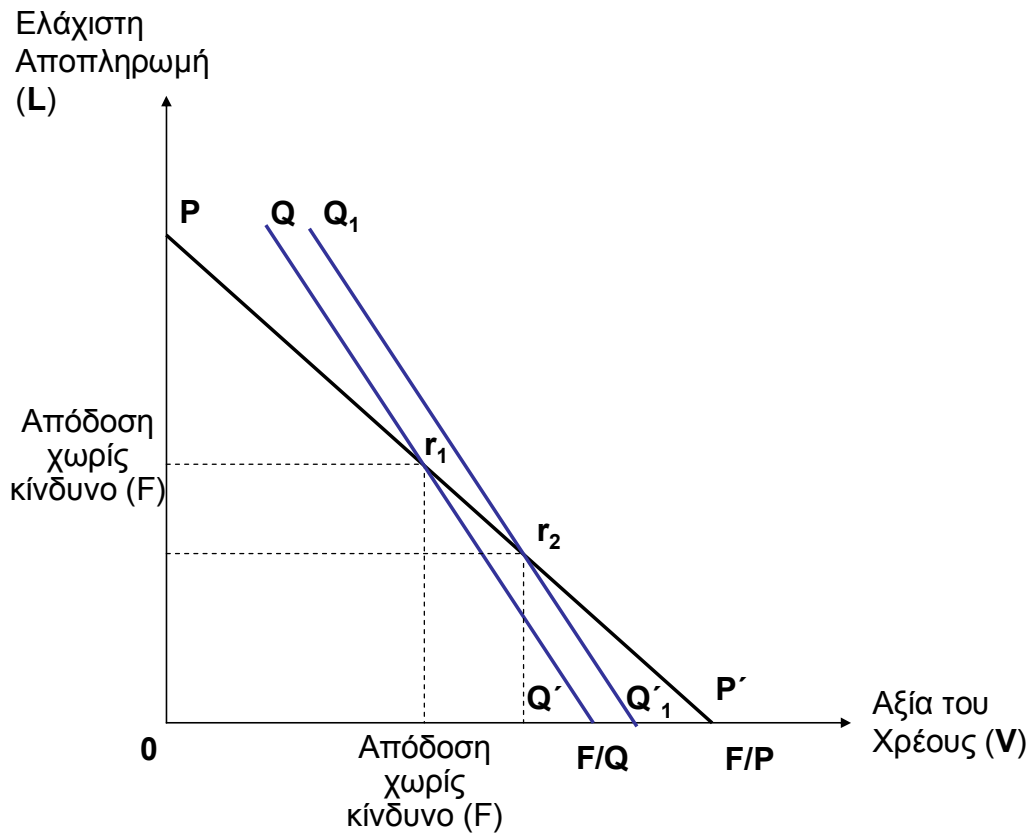
Παρεπόμενα και προνομιούχα ομόλογα εκτός ισορροπίας.



Οι δύο κατηγορίες επενδυτών εμφανίζουν απόκλιση των επιλογών τους από το σημείο του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο και προς τα δεξιά καθώς για τα υπόλοιπα σημεία που ενέχουν κίνδυνο η δυνατότητα πληροφόρησης σχετίζεται και με την αύξηση της απαιτούμενης απόδοσης. Έτσι, οι επενδυτές σε παρεπόμενο χρέος αναμένουν όφελος ίσο με F/Q ενώ οι επενδυτές προνομιούχων ομολόγων θα ισορροπήσουν στο r_2 καθώς η απόδοση θα είναι μικρότερη (βλέπε Διάγραμμα 4.9).

Διάγραμμα 4.9

Παρεπόμενα και προνομιούχα ομόλογα εντός ισορροπίας



4.4 Τάσεις της αγοράς

Για να μπορέσουμε να εξάγουμε βάσιμες πληροφορίες από τις αποδόσεις των παρεπόμενων ομολόγων, όσο αφορά στην επενδυτική αντίληψη του κινδύνου, θα πρέπει να διαχωρίσουμε τον πιστωτικό κίνδυνο από τα υπόλοιπα πληροφοριακά στοιχεία όπως είναι ο επιτοκιακός κίνδυνος. Για να καταστεί αυτό

δυνατό μπορούμε να υπολογίσουμε το πιστωτικό περιθώριο (credit spread), το οποίο μπορεί να παραμετροποιηθεί ως η διαφορά μεταξύ της απόδοσης ενός ομολόγου με κίνδυνο και της απόδοσης ενός ακίνδυνου ομολόγου – συνήθως κυβερνητικού ομολόγου – με την ίδια διάρκεια. Αυτό το περιθώριο συνήθως μεταφράζεται ως αμοιβή που δίνεται στους κατόχους του ομολόγου για την ανάληψη κινδύνου πιθανής μη-αποπληρωμής. Όμως, οι αποδόσεις των δύο κατηγοριών θα πρέπει να παραμετροποιηθούν κατά τέτοιο τρόπο ώστε να διορθωθούν διάφορες ασυμμετρίες μεταξύ τους, όπως είναι οι διαφοροποιήσεις περιόδων τοκομεριδίων, προσαρτήσεις δικαιωμάτων ανάκλησης και άλλα χαρακτηριστικά που μπορούν να αντικατοπτριστούν στο πιστωτικό περιθώριο. Κάτω από αυτή την οπτική γωνία, οι Gordon και Santomero (1990) βρήκαν ότι δείκτες μέτρησης κινδύνου βάσει λογιστικών στοιχείων μόνο οριακά μπορούν να εξηγήσουν τα περιθώρια αποδόσεως των παρεπομένων χρεών.

Υπάρχουν όμως υποστηρικτές της άποψης ότι οι εκδόσεις παρεπόμενου χρέους δεν χρειάζονται γιατί θεωρούνε ότι το μετοχικό κεφάλαιο αρκεί ως τοίχος προστασίας των καταθετών έναντι του πιστωτικού κινδύνου.

Θα μπορούσαμε βεβαίως να αντιπαραθέσουμε σε αυτή την κριτική το επιχείρημα ότι το μετοχικό κεφάλαιο μιας τράπεζας συνήθως αυξάνεται όταν τα κέρδη μεγαλώνουν και ωθούν κατά αυτό τον τρόπο την διοίκηση να προωθήσει την ανάληψη μεγαλύτερων κινδύνων. Αντίθετα, οι ομολογιακές εκδόσεις ως επενδυτικό προϊόν επωφελούνται από την ανάληψη χαμηλότερων κινδύνων ώστε να μειωθεί ο κίνδυνος μη αποπληρωμής τους. Επομένως οι κάτοχοι παρεπόμενου χρέους έχουν το ίδιο κίνητρο με τους καταθέτες για μειωμένο κίνδυνο της τράπεζας.

Έχοντας το παραπάνω επιχείρημα ως εφελύγιο, πολλές εποπτικές αρχές έχουν σκεφθεί την επιβολή πειθαρχίας στην χρηματοοικονομική αγορά μέσω του καναλιού της περιοδικής έκδοσης παρεπόμενων ομολόγων των τραπεζών σε άμεση συνάρτηση και με την εξέλιξη των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (για

μια εκτενή παρουσίαση των επιπτώσεων των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων στο τραπεζικό σύστημα βλέπε Τσάμης, 2002).

Βασική προϋπόθεση, για την επιτυχία αυτού του μέτρου, είναι η ορθή τιμολόγηση των εκδόσεων παρεπόμενου χρέους, ώστε να εμφανίζεται ότι οι τράπεζες σε επικινδυνότητα πρέπει να πληρώσουν υψηλότερους τόκους από ότι οι σχετικά ασφαλείς τράπεζες.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι οι κάτοχοι παρεπόμενου χρέους θα πληρωθούν σε περίπτωση κήρυξης πτώχευσης μετά τους καταθέτες, αποτελούν το πρώτο ανάχωμα για την απορρόφηση των ζημιών. Σε αντίθεση με τους καταθέτες, οι κάτοχοι παρεπόμενου χρέους δεν γνωρίζουν κατά πόσο θα έχουν την δυνατότητα να ανακτήσουν τα κεφάλαια τους σε περίπτωση που η φερεγγυότητα της τράπεζας τεθεί υπό αμφισβήτηση. Επομένως, η απόδοση των παρεπόμενων ομολόγων θα πρέπει να μεταβάλλεται βάσει τις επικινδυνότητας της τράπεζας.

Θα πρέπει να αναφερθεί, βέβαια, ότι είναι δύσκολο να εξετάσουμε άμεσα τα πιστωτικά περιθώρια των πτωχευμένων τραπεζών, τούτο γιατί σε γενικότερο επίπεδο οι πτωχεύσεις τραπεζών επικεντρώνονται στα μικρότερα ιδρύματα όπου δεν είναι σύνηθες να έχουν εκδώσει διαπραγματεύσιμες παρεπόμενες ομολογίες και γιατί τα στοιχεία των τελευταίων ετών δεν συμπεριλαμβάνουν περιπτώσεις αποτυχιών τραπεζών.

Η πολιτική της “πειθαρχίας αγοράς” στηρίζεται κυρίως στο προγραμματισμό της ροής εκδόσεων και στο πως αυτός ο προγραμματισμός επηρεάζεται από τις αποδόσεις των ομολόγων. Επομένως, το μεγαλύτερο μέρος των ερευνών με αντικείμενο τα ομόλογα παρεπόμενου χρέους, εστιάζει στο κατά πόσο η αγορά, έχει την ικανότητα να πειθαρχεί τις τράπεζες. Οι Bliss και Flannery (2000) βρίσκουν ότι η επίδραση που έχει η αγορά όσο αφορά τον αριθμό εκδόσεων παρεπόμενου χρέους στις ΗΠΑ, στηρίζεται στην «υγεία» της οικονομίας. Σε περιόδους ευημερίας βρίσκουν ότι η προσπάθεια πειθαρχίας της αγοράς έχει μικρότερο αποτέλεσμα από το αντίστοιχο σε περιόδους κρίσης.

Η κατανόηση των δυνάμεων που κινούν τα πιστωτικά περιθώρια, μπορεί να βοηθήσει στην δημιουργία ενήμερων αποφάσεων για το πώς να κατασκευασθεί ένα σύστημα υποχρεωτικών εκδόσεων παρεπόμενου χρέους. Σε ένα τέτοιο σύστημα εποπτικής παρακολούθησης, η δημιουργία μιας καμπύλης πιστωτικών περιθωρίων υψηλής πληροφόρησης, απαιτεί αρκετές εναπομένουσες εκδόσεις παρεπόμενου χρέους για ένα μεγάλο εύρος χρονικών περιόδων. Παράλληλα, η συχνή έκδοση παρεπόμενου χρέους καθίσταται σημαντική, καθώς η πληροφόρηση που λαμβάνει η αγορά για το πιστωτικό κίνδυνο την στιγμή της έκδοσης, είναι κρίσιμη.

Για τους παραπάνω λόγους, η εποπτική αρχή θα πρέπει να ισορροπήσει ανάμεσα σε δύο αντίρροπες καταστάσεις, όπου από την μια πλευρά έχει την δυνατότητα να χρησιμοποιήσει την περιοδική έκδοση χρέους, για να μειώσει την πιθανότητα πτώχευσης των τραπεζών ή να χρησιμοποιήσει τα πιστωτικά περιθώρια των ομολόγων ως σινιάλο κινδύνου για την αγορά. Αν σκοπός είναι η δημιουργία ενός αναχώματος έναντι των πιθανών ζημιών, ώστε να προστατευτούν οι μη – ασφαλισμένες πιστοδοτήσεις ως προς την τράπεζα, τότε η τακτική μη – περιοδικής έκδοσης μακροχρόνιων ομολόγων μοιάζει ως η πιο συμφέρουσα. Αντίθετα, αν ο στόχος της έκδοσης παρεπόμενου χρέους είναι να παρέχει ένα σινιάλο αγοράς για τις αλλαγές στο “προφίλ” κινδύνου της τράπεζας τότε το πρόγραμμα έκδοσης θα πρέπει να σχεδιαστεί με γνώμονα την ενίσχυση αυτού του μηνύματος της αγοράς.

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 5

Η ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

5.1 Η αγορά διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων (asset management)

Η αγορά διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων (Asset Management) είναι ένα από πιο δυναμικά τμήματα του σύγχρονου χρηματοοικονομικού συστήματος. Η διαχείριση θεσμικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων είναι μια υπηρεσία που ασχολείται με την διοίκηση ενός συνόλου επενδύσεων (μετοχών, ομολόγων, παραγώγων κ.λ.π.) εκ μέρους μίας ομάδας πελατών.

Ως επενδύσεις χαρτοφυλακίου (portfolio investment) η ΕΚΤ ορίζει τις καθαρές συναλλαγές ή/και θέσεις κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε τίτλους εκδοθέντες από μη κατοίκους της ζώνης του ευρώ (απαιτήσεις) και τις καθαρές συναλλαγές ή/και θέσεις μη κατοίκων της ζώνης του ευρώ σε τίτλους εκδοθέντες από κατοίκους της ζώνης του ευρώ (υποχρεώσεις) συμπεριλαμβάνοντας τους μετοχικούς τίτλους και τα χρεόγραφα (ομόλογα, γραμμάτια και τίτλοι της αγοράς χρήματος)¹⁶.

Τα τελευταία χρόνια ο τομέας της διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων έχει ενισχύσει σημαντικά τον διαχωρισμό μεταξύ του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της επένδυσης και του ελέγχου αυτής. Αυτή η τάση έχει ως αποτέλεσμα την ανάγκη εύρεσης αποτελεσματικών μεθόδων μέτρησης των αποδόσεων των επενδυτικών χαρτοφυλακίων.

¹⁶ Βλέπε ECB, (2006), Μηνιαίο Δελτίο, Δεκέμβριος.

Στην Ελλάδα, ο κλάδος των θεσμικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων, έχει υποστεί σημαντικές μεταβολές τα τελευταία έτη σε σχέση με την διεύρυνση των θεσμικά οριζόμενων επενδυτικών επιλογών, καθώς και σε σχέση με την προώθηση των συναλλαγών σε επενδυτικά προϊόντα¹⁷. Λαμβάνοντας υπόψη ότι ο κλάδος βρίσκεται σε ανάπτυξη, τυχόν δομικές αλλαγές θα έχουν ως αποτέλεσμα τον επηρεασμό της επενδυτικής συμπεριφοράς των θεσμικών επενδυτών.

Η ελληνική αρθογραφία που ασχολείται με το θέμα του προσδιορισμού των κινητήριων δυνάμεων του κλάδου της θεσμικής διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων (asset management) ασχολείται κυρίως με την εξέταση των παραγόντων ανάπτυξης των αμοιβαίων κεφαλαίων¹⁸. Είναι όμως χαρακτηριστικό ότι τα αμοιβαία κεφάλαια παρόλο που αποτελούν μια σημαντική κατηγορία του κλάδου θεσμικής επενδυτικής διαχείρισης δεν είναι παρά μόνο μια επενδυτική επιλογή στο ευρύτερο περιβάλλον των θεσμικών επενδύσεων.

Σε αυτό το τμήμα εξετάζονται τα χαρακτηριστικά που βρίσκονται πίσω από την ανάπτυξη της ελληνικής αγοράς διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων και αναδεικνύονται πιθανές επιπτώσεις στην διάρθρωση του κλάδου θεσμικής επενδυτικής διαχείρισης, καθώς και στους παράγοντες που αλληλεπιδρούν πάνω στις επενδυτικές επιλογές των θεσμικών διαχειριστών στην Ελλάδα και γενικότερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

¹⁷ Βλέπε την Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 3/378/14.4.2006 “Χρήση παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων και τίτλων επιλογής από αμοιβαία κεφάλαια και ανώνυμες εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και διαχείριση κινδύνων χαρτοφυλακίου”, καθώς και την “Ευρωπαϊκή Σύμβαση Πλαίσιο για Χρηματοπιστωτικές Συναλλαγές σε Παράγωγα Προϊόντα” σε πρωτοβουλία της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών.

¹⁸ Για λεπτομερέστερη ανάλυση της σχετικής βιβλιογραφίας βλέπε Μυλωνάς (1999) και Μαλινδρέτου (2002).

5.2 Διάρθρωση του κλάδου Διαχείρισης Επενδυτικών Χαρτοφυλακίων

Η έννοια της επένδυσης κεφαλαίων (asset allocation) συμπεριλαμβάνει δύο οπτικές γωνίες, η πρώτη είναι η στατική εικόνα της απόφασης κατανομής των χρημάτων σε επιμέρους επενδύσεις όπως θα μπορούσαν να είναι οι μετοχές, τα ομόλογα κ.λ.π. και η δεύτερη είναι η δυναμική εικόνα της απόφασης μεταβολής του “επενδυτικού μείγματος” βάσει των κοινωνικών οικονομικών μεταβολών και των ατομικών προτιμήσεων.

Λαμβανομένων υπόψη των παραπάνω, ο κλάδος διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων δεν είναι εύκολα αντιληπτός από την οπτική γωνία της κλαδικής διάρθρωσής του, κυρίως λόγω της συχνά μη διακριτής διαφοροποίησης μεταξύ του ρόλου της διαχείρισης και του ρόλου της ιδιοκτησίας των επενδυτικών κεφαλαίων, όπως εμφανίζεται χαρακτηριστικά στον παρακάτω Πίνακα 5.1.

Πίνακας 5.1

Περιγραφή του Κλάδου Διαχείρισης Επενδυτικών Χαρτοφυλακίων

Τύπος Επενδυτή / Οργανισμού	Ιδιοκτήτες των Κεφαλαίων	Διαχειριστές των Κεφαλαίων	Κάτοχος του Επενδυτικού Κινδύνου
Αμοιβαία Κεφάλαια	Νοικοκυριά	Εσωτερικός Διαχειριστής	Νοικοκυριά
Επενδυτικές Εταιρίες Χαρτοφυλακίου	Θεσμικοί Επενδυτές	Εσωτερικός Διαχειριστής	Θεσμικοί επενδυτές
Συνταξιοδοτικά Ταμεία	Δικαιούχοι, Σπώνσορες των προγραμμάτων	Εσωτερικός ή εξωτερικός Διαχειριστής	Δικαιούχοι
Ασφαλιστικές Εταιρίες	Ασφαλιστική Εταιρία	Εσωτερικός ή εξωτερικός Διαχειριστής	Ασφαλιστική Εταιρία, Δικαιούχοι
Ιδιωτικοί Επενδυτές/ (Νοικοκυριά)	Νοικοκυριά	Νοικοκυριά	Νοικοκυριά

Πηγή: *Committee on the Global Financial System, Ο.Ο.Σ.Α., Ε.Κ.Τ.*

Στον επενδυτικό χώρο, όμως, αυτές οι δύο ομάδες δεν έχουν πάντα ταυτόσημα συμφέροντα, καθότι και οι επενδυτές έχουν ως στόχο την μεγιστοποίηση των κερδών τους βάσει του ελάχιστου δυνατού επενδυτικού κινδύνου, ενώ οι διαχειριστές των χαρτοφυλακίων μπορεί να στοχεύουν στην υψηλότερη δυνατή κερδοφορία αναλαμβάνοντας σημαντικά υψηλότερους επενδυτικούς κινδύνους. Αυτό είναι και το λεγόμενο “πρόβλημα αντιπροσωπείας” (agency problem) και βασίζεται στην σύγκρουση ανάμεσα στα συμφέροντα του ιδιοκτήτη των επενδυτικών κεφαλαίων (μετόχου, μεριδιούχου κ.λ.π.) και του διαχειριστή αυτών των κεφαλαίων¹⁹.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, οι διαχειριστές χρημάτων ωθούνται να λαμβάνουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις σε σχέση με κάποιον δείκτη τον οποίο θεωρούν ως γνώμονα της αποδόσεως που πρέπει να επιτύχουν, στηρίζοντας την απόφαση της επένδυσης των κεφαλαίων σε επιλογές όπως είναι η σχέση κινδύνου και απόδοσης, οι βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτικές ανάγκες και η επιλογή ανάμεσα σε ρευστοποιήσιμες έναντι μη ρευστοποιήσιμων επενδύσεων. Οι παραπάνω επιλογές αποτελούν και τους κύριους παράγοντες που καθορίζουν τις συμβατικές υποχρεώσεις του διαχειριστή έναντι του ιδιοκτήτη των επενδυμένων κεφαλαίων.

Ο κλάδος βάσει του ιδιοκτησιακού καθεστώτος του επενδυτικού οχήματος απαρτίζεται κυρίως από τα συλλογικά επενδυτικά σχήματα (όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια), τα ασφαλιστικά ταμεία και τα συνταξιοδοτικά σχήματα. Όμως παρατηρείται συχνά η “εξαγωγή” της διαχειριστικής δραστηριότητας από τα ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία προς τα συλλογικά επενδυτικά σχήματα δημιουργώντας κατά αυτό τον τρόπο νέες δομικές αλληλεξαρτήσεις.

Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.) όπως ορίζονται από τις Κοινοτικές Οδηγίες²⁰ είναι “ειδικά χαρτοφυλάκια

¹⁹ Για μια παρουσίαση της ανάλυσης του “προβλήματος του αντιπροσώπου” βλέπε Committee on the Global Financial System (2003).

²⁰ Οδηγία 85/611/ΕΟΚ της 20^{ης} Δεκεμβρίου 1985 (ΕΕ L 375 της 31.12.1985, σ.3) όπως τροποποιήθηκε από την οδηγία 2001/107/ΕΚ («οδηγία για την εταιρεία διαχείρισης») της 21^{ης} Ιανουαρίου 2002 (ΕΕ L 41

συλλογικών επενδύσεων που έχουν σαν αποκλειστικό σκοπό την επένδυση των περιουσιακών στοιχείων που συγκεντρώνουν από επενδυτές²¹. Σύμφωνα με τις κοινοτικές οδηγίες οι σχετικοί Ο.Σ.Ε.Κ.Α. μπορούν να έχουν συμβατική μορφή (καλύπτοντας τα αμοιβαία κεφάλαια διαχειριζόμενα από εταιρεία διαχείρισης) είτε καταστατική μορφή (καλύπτοντας την εταιρεία επενδύσεων).

Όσο αφορά την Ελληνική αγορά στις διατάξεις του Νόμου 3283/2004 υπάγονται οι ΟΣΕΚΑ που έχουν την μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου και που εδρεύουν στην Ελλάδα²². Με τον νόμο αυτό ενσωματώθηκαν οι Οδηγίες της Ευρωπαϊκής ένωσης αναφορικά στην λειτουργία των ΟΣΕΚΑ²³.

Οι Ο.Σ.Ε.Κ.Α. όμως όπως ορίζονται στο ευρωπαϊκό περιβάλλον αναφέρονται σε επενδυτικά χαρτοφυλάκια “ανοιχτού τύπου” και αποτελούν ένα μόνο μέρος των θεσμικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων αφού δεν συμπεριλαμβάνουν περίπου το 22% της υπόλοιπης ευρωπαϊκής αγοράς επενδυτικών χαρτοφυλακίων (επιπλέον δεν συμπεριλαμβάνονται σε αυτό το ποσοστό τα κεφάλαια των ασφαλιστικών και συνταξιοδοτικών ταμείων – Βλέπε Διάγραμμα 5.1 και Πίνακα 5.2 του Παραρτήματος). Συγχρόνως, δεν συμπεριλαμβάνεται και ο τομέας των εναλλακτικών επενδύσεων – ο οποίος κυρίως περιλαμβάνει τα επενδυτικά κεφάλαια διαχείρισης κινδύνου (hedge funds) και τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private equity funds). Η διαφοροποίηση των επενδυτικών κεφαλαίων διαχείρισης κινδύνου (hedge funds) έναντι των υπόλοιπων θεσμικών χαρτοφυλακίων επικεντρώνεται κυρίως γύρω από το θέμα της αποτίμησης αυτών, καθότι δεν υπάρχει ακόμα μια κοινά αποδεκτή μέθοδος αποτιμήσεως του κινδύνου που φέρουν χαρτοφυλάκια αυτού

της 13.2.2002, σ. 20) και 2001/1/108/ΕΚ («οδηγία για τα προϊόντα») της 21^{ης} Ιανουαρίου (ΕΕ L 41 της 13.2.2002, σ. 35), που εφεξής αναφέρονται και οι δύο ως «ΟΣΕΚΑ ΙΙΙ» («UCITS ΙΙΙ»).

²¹ Βλέπε: “Πράσινη Βίβλος” για την ενίσχυση του πλαισίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης που διέπει τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, Βρυξέλες 12.07.2005 (COM 2005 314).

²² Νόμος 3283/2004 “Ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλες διατάξεις” ΦΕΚ Α΄ 210, 2.11.2004

²³ Για αναλυτική παρουσίαση της νομοθεσίας των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων στην Ελλάδα βλέπε Μούζουλας (2000)

του είδους. Για αυτούς τους λόγους, καθώς και άλλους παρεμφερείς λόγους, έχει τεθεί σε Ευρωπαϊκό επίπεδο, το θέμα της διεύρυνσης του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των Ο.Σ.Ε.Κ.Α.

Διάγραμμα 5.1

Καθαρά Κεφάλαια των Ευρωπαϊκών Επενδυτικών Χαρτοφυλακίων (ευρώ δις)



Πηγή: EFAMA (2008)

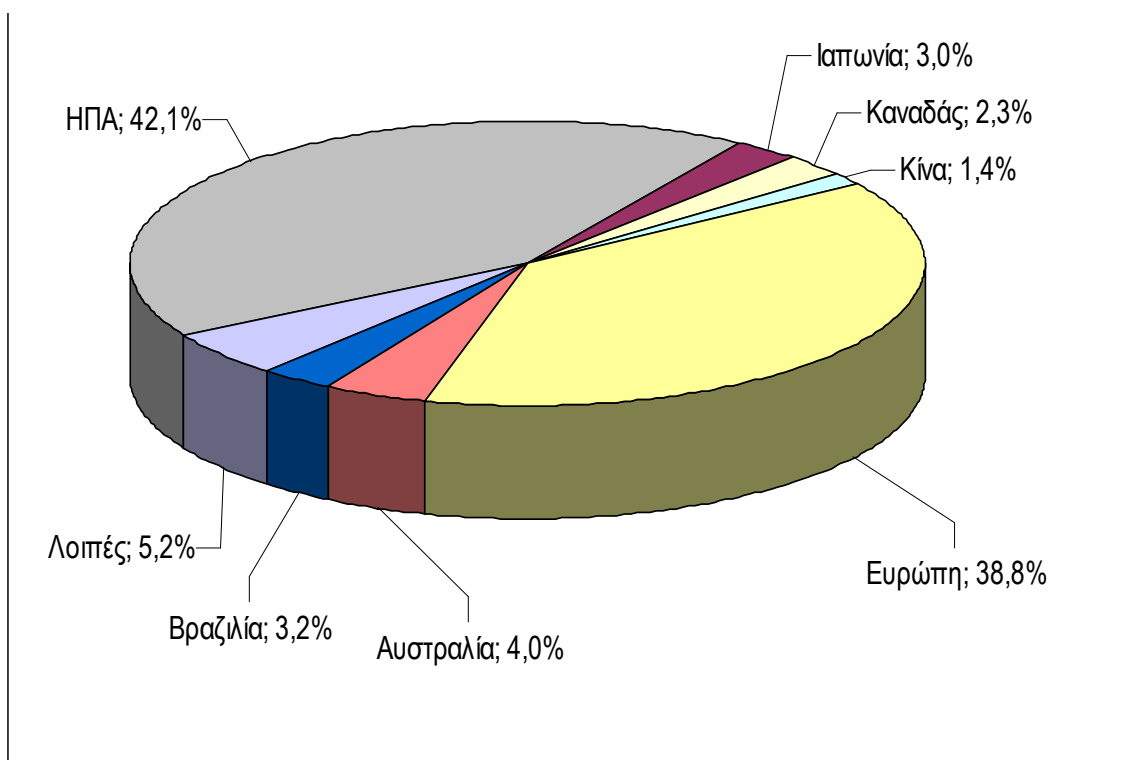
Προς το παρόν δεν υπάρχουν καθολικά αποδεκτά στοιχεία για το μέγεθος της αγοράς διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων στην Ευρώπη. Μία εκτίμηση δίνεται από στοιχεία του Ο.Ο.Σ.Α. για τις χώρες μέλη του οργανισμού, σύμφωνα με τα οποία για το 2004 τα επενδυμένα κεφάλαια υπό διαχείριση από: συνταξιοδοτικά ταμεία κατά μέσο όρο αντιστοιχούν στο 28 % του Α.Ε.Π. της Ευρωπαϊκής Ένωσης, από ασφαλιστικά ταμεία στο 46% και από τα επενδυτικά

ταμεία το 43%, χωρίς όμως να διαχωρίζεται το ποσοστό επικάλυψης από την διαχείριση κεφαλαίων των δύο πρώτων κατηγοριών από την τρίτη²⁴.

Το συνολικό μέγεθος της Ευρωπαϊκής αγοράς θεσμικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων δεν μπορεί να θεωρηθεί αμελητέο αφού σε παγκόσμιο επίπεδο εμφανίζεται να κατέχει την δεύτερη θέση με ποσοστό κοντά στο 39 % έναντι του πρώτου που είναι η αγορά των Η.Π.Α. με ποσοστό μεγαλύτερο του 42% (βλέπε Διάγραμμα 5.2).

Διάγραμμα 5.2

Η παγκόσμια αγορά θεσμικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων (2007)



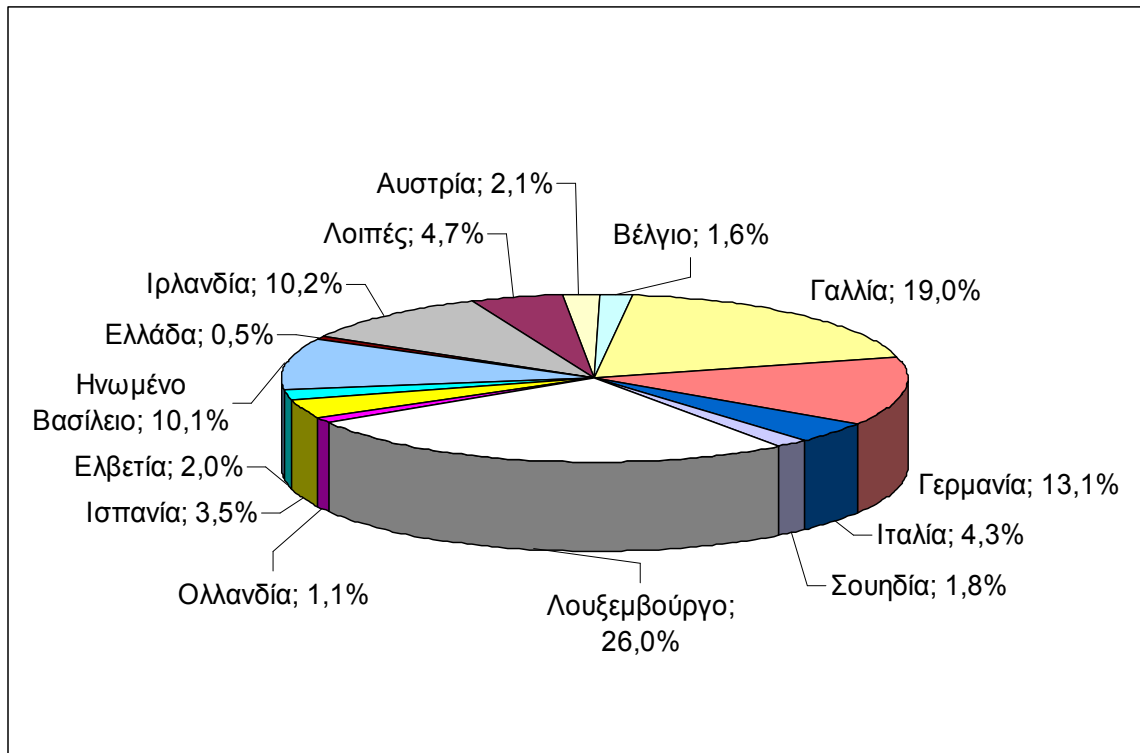
Πηγή: EFAMA (2008)

²⁴ Βλέπε Ο.Ε.С.Д. (2005), “National Accounts of OECD countries – Volume III 1993-2004”

Για την Ελλάδα ο κλάδος της θεσμικής επενδυτικής διαχείρισης είναι στρατηγικής σημασίας όχι μόνο για τον ρόλο που διαδραματίζει ως “διαμεσολαβητής” των επενδυτικών κεφαλαίων στο ελληνικό χρηματοοικονομικό σύστημα αλλά και λόγω του μεγέθους και της δυναμικής που παρουσιάζει. Ο κλάδος των θεσμικών διαχειριστών επενδυτικών χαρτοφυλακίων που έχουν την έδρα τους στην Ελλάδα διαχειρίζεται κεφάλαια ύψους κοντά στα 30 δις ευρώ (χωρίς να συμπεριλαμβάνονται ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία), ποσό το οποίο έχει αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Όμως αυτά τα κεφάλαια δεν αποτελούν παρά μόνο το 0.5% του Ευρωπαϊκού χώρου, στοιχείο το οποίο υποδηλώνει την δυνατότητα μεγαλύτερης ανάπτυξης του κλάδου σε σχέση με το μέγεθος της Ελληνικής οικονομίας (βλέπε Διάγραμμα 5.3 και Πίνακα 5.3 του Παραρτήματος)

Διάγραμμα 5.3

Η ευρωπαϊκή αγορά θεσμικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων (2007)



Πηγή: EFAMA (2008)

Η κατανομή των κεφαλαίων των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, σχετίζεται άμεσα με την κατηγοριοποίηση αυτών των χαρτοφυλακίων βάσει της επενδυτικής τους πολιτικής. Οι βασικές κατηγορίες στην Ελλάδα είναι τα μετοχικά, ομολογιακά, ισοσταθμισμένα και βραχυχρόνια χαρτοφυλάκια (money market) καθώς και τα νεοεισερχόμενα στην ελληνική αγορά “Fund of Funds”, με τα μετοχικά και ομολογιακά χαρτοφυλάκια να κατέχουν την “μερίδα του λέοντος” της επενδυτικής αγοράς (βλέπε Πίνακες 5.4 και 5.5 του Παραρτήματος)²⁵. Ένα “Fund of Funds” διαφοροποιείται έναντι των κλασικών αμοιβαίων κεφαλαίων κυρίως λόγω της δυνατότητας του να επενδύει σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα βασικά πλεονεκτήματα των “Fund of Funds” είναι ότι επιτυγχάνουν μεγαλύτερη διασπορά σε κατηγορίες επενδυτικών προϊόντων από τα αμοιβαία κεφάλαια, καθώς και μεγαλύτερη ευελιξία όσο αφορά την επενδυτική στρατηγική που ακολουθούν.

5.3 Τάσεις της Αγοράς σε συνάρτηση με την Ευρωπαϊκή πραγματικότητα

Ο έντονος προβληματισμός όσο αφορά στην οικονομική βιωσιμότητα των συνταξιοδοτικών συστημάτων σε συνάρτηση με την δημογραφική γήρανση του πληθυσμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ειδικότερα της Ελλάδος, καθώς και η συνεχιζόμενη τάση προς την επαγγελματική διαχείριση των αποταμιευτικών κεφαλαίων των νοικοκυριών μέσω συλλογικών οργανισμών, αποτελούν τους βασικούς παράγοντες για την ανταγωνιστική αναδιάρθρωση του κλάδου.

Συγκεκριμένα, όσο αφορά στα συνταξιοδοτικά σχήματα, οι δημογραφικές αλλαγές που λαμβάνουν χώρα στην Ελλάδα και γενικότερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, έχουν αναδείξει το πρόβλημα των συνταξιοδοτικών ταμείων που στηρίζονται σε σταθερές εισφορές. Συγχρόνως παρατηρείται, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η έντονη αντιπαράθεση μεταξύ των ασφαλιστικών ταμείων τα οποία

²⁵ Η παράθεση των στοιχείων γίνεται βάσει των στατιστικών στοιχείων της EFAMA, και της Ελληνικής Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών. Παρόμοια στατιστικά στοιχεία παρουσιάζουν για διαφορετικές κατηγοριοποιήσεις και ο Ο.Ο.Σ.Α και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (βλέπε Πίνακα 2.5 του Παραρτήματος).

στηρίζονται στην εξασφάλιση υπηρεσιών συγκεκριμένης απόδοσης, και των ασφαλιστικών σχημάτων που στηρίζονται σε συγκεκριμένες εισφορές, ώστε να εξυπηρετήσουν τα ασφαλισμένα μέλη τους.

Η χρηματοδότηση των συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων έρχεται στο προσκήνιο για πολλές Ευρωπαϊκές χώρες, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδος, καθότι και αυτές οι χώρες, δεδομένης της συνέχισης της παρούσας δημογραφικής τάσης, θα πρέπει να αντιμετωπίσουν αυξημένα χρέη ως προς τους συνταξιοδοτούμενους. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ο πληθυσμός που είναι πάνω από 65 χρόνων σαν ποσοστό του ενεργού εργατικού δυναμικού ήταν 35.1% το 2000, αλλά αυτό αναμένεται να αυξηθεί στο 45.1% μέχρι το 2020²⁶. Ο αντίστοιχος δείκτης για την Ελλάδα – γνωστός και ως λόγος δημογραφικής εξάρτησης – ήταν στο 41.4% το 2000 και προβλέπεται να φτάσει και μέχρι το 47.2% έως το 2020.

Συνεπώς, αν το απασχολούμενο εργατικό δυναμικό δεν αυξάνεται με τουλάχιστον τον ίδιο ρυθμό με τον οποίο αυξάνεται το συνταξιοδοτούμενο μέρος του πληθυσμού, τότε οι κυβερνήσεις έχουν να αντιμετωπίσουν ένα αυξανόμενο συνταξιοδοτικό κόστος. Η τάση αυτή οδηγεί στην δημιουργία ενεργητικά διαχειριζόμενων συνταξιοδοτικών ταμείων.

Παράλληλα, ο προβληματισμός σε σχέση με την αποτελεσματική διαχείριση του παθητικού των συνταξιοδοτικών ταμείων, έχει ως αποτέλεσμα την στροφή της επενδυτικής ζήτησης αυτών των συνταξιοδοτικών σχημάτων προς τους ομολογιακούς τίτλους μεγάλης διάρκειας, καθώς και σε ομόλογα που οι αποδόσεις τους συνδέονται με δείκτες πληθωρισμού. Όμως, όσο οι ρυθμιστικές αρχές, οι οίκοι πιστοληπτικής διαβάθμισης και οι επενδυτές, αρχίζουν να βλέπουν ότι το παθητικό των συνταξιοδοτικών ταμείων βρίσκεται πιο κοντά στη ομολογιακή μορφή, η βέλτιστη εικόνα του χρέους (βραχυπρόθεσμο έναντι μακροπρόθεσμο), μπορεί να αλλοιωθεί, και γι' αυτόν

²⁶ Βλέπε ΟΟΣΑ (2005α) και OECD (2005c).

τον λόγο τα συνταξιοδοτικά ταμεία θα απαιτήσουν στο μέλλον πιο εξειδικευμένες λύσεις από τους διαχειριστές των κεφαλαίων τους.

Όσο αφορά στον ασφαλιστικό κλάδο, η πιθανή εν μέρη αντικατάσταση – όπως προωθείται σε ευρωπαϊκό επίπεδο – της δημόσιας χρηματοδότησης των φορέων κοινωνικής ασφάλισης με την ιδιωτική χρηματοδότηση τους, σε συνάρτηση με το γεγονός ότι τα ασφάλιστρα ως ποσοστό του Α.Ε.Π. (για το έτος 2004) για την Ελλάδα αντιστοιχούν στο 2.2% έναντι 7.9% για την Ευρωπαϊκή Ένωση, προσδίδουν μια ιδιαίτερη δυναμική στον κλάδο της επενδυτικής διαχείρισης των ασφαλιστικών σχημάτων²⁷.

Σύμφωνα με τον νόμο Ν.3586/2007 για το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τις επενδύσεις των ασφαλιστικών Ταμείων, οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης (ΦΚΑ) μπορούν να επενδύσουν, χωρίς όριο επένδυσης, τα διαθέσιμα τους σε κινητές αξίες και συγκεκριμένα σε τίτλους Ελληνικού Δημοσίου (σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου) και σε τίτλους Ελληνικού Δημοσίου ως αγορά με σύμφωνο επαναγοράς (πράξεις REPOS)²⁸.

Συγκεκριμένα, οι ΦΚΑ σύμφωνα με το άρθρο 4. Ν.3586/2007 μπορούν να επενδύσουν, με προϋποθέσεις, τα διαθέσιμα τους:

α. σε ακίνητα για στέγαση ή εκμετάλλευση

β. σε κινητές αξίες και συγκεκριμένα σε, μετοχές και άλλα χρεόγραφα εισηγμένων στο Χ.Α., μετοχές εταιριών που διατίθενται σε δημόσια εγγραφή για εισαγωγή στο Χ.Α. μετοχές και άλλα χρεόγραφα εταιριών των κρατών-μελών της Ευρωζώνης, εισηγμένων σε χρηματιστήρια κρατών-μελών της Ευρωζώνης, διαπραγματεύσιμων σε Ευρώ, με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαια τα 500 εκατ. Ευρώ, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων του Ν.3283/2004, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων κρατών-μελών της Ευρωζώνης (που πληρούν τις προϋποθέσεις των

²⁷ Για στατιστικά στοιχεία βλέπε Comite Europeen des Assurances (2005):

²⁸ Οι πράξεις REPOS (Repurchase Agreements) έχουν ως σκοπό την πώληση με συμφωνία επαναγοράς από τον αρχικό πωλητή αξιογράφων. Στις συναλλαγές repos, κατά κανόνα η πώληση των τίτλων γίνεται με ειδική συμφωνία, που προσδιορίζει την επαναγορά των πωλούμενων τίτλων.

διατάξεων του άρ. 19 της Οδηγίας ΕΚ 85/611/ΕΟΚ), καθώς και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας Ν. 2778/1999.

γ. σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης του Χ.Α. (Παράγωγα)

δ. σε κρατικά ομόλογα κρατών-μελών της Ευρωζώνης, πλην των σύνθετων ομολόγων.

ε. σε συγχρηματοδοτήσεις έργων Ελληνικού Δημοσίου, σε συμπράξεις ιδιωτικού και δημοσίου τομέα και σε συγχρηματοδότηση Οργανισμών που εποπτεύονται από το Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας.

στ. σε δικαιώματα από χρηματοδοτική μίσθωση.

Οι παραπάνω επενδύσεις επιτρέπονται μέχρι ποσοστού 23% του ποσού που προκύπτει από το συνυπολογισμό των στοιχείων της παρ. 4 του άρ. 4 Ν.3586/2007. Παράλληλα, οι Φ.Κ.Α. μπορούν με αποφάσεις του Δ.Σ. τους να επενδύουν σε ποσοστό 3% σε προθεσμιακές καταθέσεις σε Ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα, μέχρι 1%, και σε σύνθετα ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου, όπως αυτά ορίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, μέχρι ποσοστού 2%.

Το γεγονός, όμως, ότι οι ασφαλιστικές εταιρίες – όπως και τα συνταξιοδοτικά ταμεία – διαχειρίζονται κεφάλαια για μακρά χρονικά διαστήματα, τις καθιστά ευάλωτες έναντι διαχειριστικών κινδύνων. Συγχρόνως, οι ελληνικές ασφαλιστικές εταιρίες, προσπαθούν να αντισταθμίσουν μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις με βραχυχρόνιες απαιτήσεις (επενδύσεις). Είναι όμως αναμενόμενο ότι η αναγνώριση της ανάγκης καλύτερης αντιστοίχισης του παθητικού τους με το ενεργητικό τους, πιθανότατα θα τις ωθήσει στο να επενδύσουν σε μακροπρόθεσμα κυβερνητικά ομόλογα σταθερού επιτοκίου.

Θα πρέπει να αναφερθεί, όμως, πως η συνταξιοδοτική και ασφαλιστική μεταρρύθμιση κινείται με αργούς ρυθμούς στην Ελλάδα, αλλά και στην Ευρώπη,

και πρέπει ακόμα να γίνουν συντονισμένα βήματα, μέχρι την επίτευξη της μεταστροφής προς επενδυτικά σχήματα ενεργητικής διαχείρισης (βλέπε Alpha Bank, 2000).

Σε σχέση με τον τομέα των συλλογικών επενδυτικών χαρτοφυλακίων, και συγκεκριμένα των ΟΣΕΚΑ, ο κύριος προβληματισμός σχετίζεται με το ότι οι περισσότερες από τις σχετικές μελέτες έχουν αποδείξει ότι, σε μέσο όρο, οι αποδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων στις διεθνείς αγορές, δεν ξεπερνούν τις αναμενόμενες από την αγορά ώστε να δικαιολογούν τα διαχειριστικά κόστη τους²⁹. Για αυτόν τον λόγο, παρατηρείται μια μεταστροφή του “επενδυτικού μίγματος” (investment mix) από τις κλασσικές μετοχικές και ομολογιακές τοποθετήσεις, σε πιο διαφοροποιημένα προϊόντα, όπως τα παράγωγα πάνω σε δείκτες και σύνθετα χρεόγραφα (structured notes). Αυτή η μεταστροφή έχει ασκήσει σημαντική πίεση στα περιθώρια κέρδους των παραδοσιακών διαχειριστών, θέτοντας ως επιτακτική ανάγκη την αλλαγή πλεύσης της διαχειριστικής τους πολιτικής. Συγχρόνως, ο περιορισμός του κόστους παραμένει μια στρατηγική προτεραιότητα, μιας και τα λειτουργικά περιθώρια στην Ελλάδα παραμένουν υψηλότερα από τα αντίστοιχα της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ακόμα, η δυνατότητα των διαχειριστών επενδυτικών χαρτοφυλακίων να χρησιμοποιούν παράγωγα προϊόντα πάνω στις υποκείμενες αξίες των χαρτοφυλακίων τους, τους επιτρέπει να διαχειρίζονται καλλίτερα τις εισροές και εκροές μεριδιούχων και επιτρέπει την μείωση του κόστους συναλλαγών για την εφαρμογή μιας στρατηγικής.

Συγχρόνως, το γεγονός ότι τα κόστη που σχετίζονται με την διασπορά χαρτοφυλακίου είναι συνήθως υψηλά, δίνει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα στους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων έναντι των ατομικών χαρτοφυλακίων,

²⁹ Βλέπε Sharpe (1966), καθώς και τους προβληματισμούς των μελετών των Baker (1998) και Gompers, (2001). Για βιβλιογραφική επισκόπηση βλ. Μυλωνά (1999).

μιας και οι πρώτοι παρουσιάζουν οικονομίες κλίμακας σε σχέση με τα προαναφερόμενα κόστη.

Παράλληλα, τα επενδυτικά κεφάλαια που πηγάζουν από τον ιδιωτικό τομέα παραμένουν σε υψηλά επίπεδα έναντι των άλλων πηγών, αλλά υπάρχει μεγάλη απόκλιση των χωρών από τον μέσο όρο της Ευρώπης (βλέπε Διάγραμμα 5.4 του Παραρτήματος). Για τον λόγο αυτό παρόλο που υπάρχει σημαντικό ανεκμετάλλευτο περιθώριο ανάπτυξης της αγοράς, οι κοινές επενδυτικές λύσεις για όλοι την Ευρωζώνη δεν μπορούν να έχουν μεγάλη απήχηση. Συνεπώς, οι διαχειριστές επενδυτικών χαρτοφυλακίων, για να διατηρήσουν την ανταγωνιστικότητά τους, θα πρέπει να διευρύνουν τις παρεχόμενες υπηρεσίες τους ώστε να καλύψουν και τις ανάγκες στην υποστήριξη πωλήσεων, marketing, ως και την εκπαίδευση των πελατών.

Οι παραδοσιακοί διαχειριστές, βέβαια, θα χάνουν έδαφος από καινούργιους παίκτες στην μάχη για την διακράτηση των επενδυτικών κεφαλαίων, μιας και οι δεύτεροι θα επαναπροσδιορίσουν το περιβάλλον της θεσμικής διαχείρισης. Ένας βασικός λόγος είναι ότι πολλοί διαχειριστές δεν έχουν τις απαιτούμενες δυνατότητες πάνω στην διαχείριση του κινδύνου και στη δημιουργία νέων προϊόντων ώστε να καλύψουν τις μεταβαλλόμενες ανάγκες των επενδυτών, οι οποίοι δεν αξιολογούν τα επενδυτικά σχήματα μόνο βάσει ποσοτικών αλλά και ποιοτικών κριτηρίων.

Θα πρέπει να αναφερθεί, όμως, ότι η δυνατότητα των θεσμικών διαχειριστών να αντιλαμβάνονται ανισορροπίες στις χρηματοοικονομικές αγορές, και να δρουν προς εξισορρόπηση τους, ενισχύει την λειτουργικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών και πιθανότατα να έχει ως αποτέλεσμα την βελτίωση των αποδόσεων των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, αυξάνοντας έτσι τον ατομικό πλούτο του επενδυτή.

Οι προαναφερόμενες τάσεις, σε συνάρτηση με την αύξηση των επενδυτικών κατηγοριών που παρέχονται στους τελικούς αποδέκτες των διαχειριστικών υπηρεσιών, προσδίδουν μια δυναμική στην αγορά θεσμικών

διαχειριστών επενδυτικών κεφαλαίων, που θα επηρεάσει σημαντικά τις διαθέσιμες επενδυτικές επιλογές στο ελληνικό χρηματοοικονομικό σύστημα.

Συνεπώς, η ραγδαία ανάπτυξη της θεσμικής διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων, θα έχει σημαντική επιρροή στην λειτουργία του ελληνικού χρηματοοικονομικού συστήματος, υποβοηθώντας την αύξηση της ρευστότητας, καθώς και την διεύρυνση των διαθέσιμων επενδυτικών επιλογών. Συγχρόνως, η αύξηση της αλληλοεπίδρασης των επιμέρους επενδυτικών σχημάτων, όπως είναι τα ασφαλιστικά ταμεία, τα συνταξιοδοτικά σχήματα και οι Ο.Σ.Ε.Κ.Α., θα φέρουν νέες διοικητικές δομές στα διαχειριστικά οχήματα έναντι του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των επενδυτικών κεφαλαίων.

Είναι λοιπόν εμφανές ότι, στην Ελλάδα καθώς και στην Ευρώπη, η αύξηση του ανταγωνισμού για την διαχείριση των διαθέσιμων επενδυτικών κεφαλαίων, ωθεί την στρατηγική αναδιάρθρωση του κλάδου θεσμικής διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων, ως και την ανάδειξη των βέλτιστων επενδυτικών σχημάτων που κατέχουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, προς όφελος των τελικών επενδυτών και του συνολικού χρηματοοικονομικού συστήματος.

5.4 Η διαχείριση Χαρτοφυλακίων Εταιρικών Ομολόγων

Ο ακρογωνιαίος λίθος της διαχείρισης χαρτοφυλακίου είναι η ιδέα ότι οι επενδυτές ζητούν υψηλότερες αποδόσεις για υψηλότερους κινδύνους. Ως αντιστάθμιση για ένα ευρύ φάσμα κινδύνων, οι επενδυτές αποζητούν χαρτοφυλάκια εταιρικών ομολόγων που έχουν υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση από τα χαρτοφυλάκια ομολόγων με χαμηλότερους κινδύνους.

Οι επενδυτικές στρατηγικές σε ομόλογα μπορούν να κινούνται από την απλή απόφαση αγοράς και διακράτησης ενός ομολόγου μέχρι τις πολύπλοκες τακτικές διαπραγμάτευσης μέσω αντισταθμιστικών πράξεων σε ομολογιακούς τίτλους. Η κατανόηση των τρόπων μέτρησης της απόδοσης και του κινδύνου αποτελεί προϋπόθεση για τη ορθή λήψη αποφάσεων σχετικά με την αξία του

ομολογιακού χαρτοφυλακίου. Στο πλαίσιο ενός χαρτοφυλακίου, το περιθώριο της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου υπολογίζει την υπερβάλλουσα απόδοση πάνω από ένα σημείο αναφοράς, όπως είναι η απόδοση ενός ομολόγου ή ενός σωρευτικού ομολογιακού δείκτη.

Αφού επιλεγθεί η στρατηγική που θα ακολουθήσει το χαρτοφυλάκιο, το επόμενο βήμα είναι η επιλογή των συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών εργαλείων που θα συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιο. Αυτό απαιτεί την αξιολόγηση του κάθε αξιόγραφου ώστε να δημιουργηθεί ένα αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο (efficient portfolio). Αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο είναι αυτό το οποίο παρέχει τη μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου, ή αντίστοιχα, τον χαμηλότερο κίνδυνο για μια δεδομένη αναμενόμενη απόδοση.

Όταν ο επενδυτής δημιουργεί ένα χαρτοφυλάκιο παθητικής στρατηγικής σκοπός του είναι να ευθυγραμμίσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου του με την απόδοση ενός δείκτη. Ένας τρόπος να επιτευχθεί αυτή η στρατηγική είναι να αγοράσει ο επενδυτής όλες τις υποκείμενες αξίες του δείκτη κατά τις αντίστοιχες ποσοτώσεις συμμετοχής αυτών των αξιόγραφων στον δείκτη.

Σε μια *στρατηγική ενεργητικής διαχείρισης* χαρτοφυλακίου, ο επενδυτής προσπαθεί να υπερκεράσει τις αποδόσεις του δείκτη αναφοράς. Αυτό μπορεί να το επιτύχει με την ανάλυση των παραγόντων που ιστορικά καθόρισαν την απόδοση του δείκτη και την διαφοροποίηση του προφίλ κινδύνου του χαρτοφυλακίου έναντι αυτού του δείκτη με την αποδοχή μιας μεγαλύτερης ή μικρότερης έκθεσης σε έναν ή περισσότερους από τους προαναφερόμενους παράγοντες.

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 6

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

6.1 Πρόσφατες αλλαγές στο εποπτικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού τομέα

Σε σχέση με το θεσμικό πλαίσιο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, βασική κατεύθυνση του είναι η σταδιακή προσαρμογή του με τα δεδομένα του ευρωπαϊκού δικαίου κεφαλαιαγοράς.

Όσο αφορά στην δημιουργία κανόνων στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό δίκαιο και την ενσωμάτωση αυτού στην ελληνική θεσμική πραγματικότητα, βασικό “εργαλείο” αποτελεί η διαδικασία Lamfalussy που λειτουργεί σε τέσσερα επίπεδα ως προς την βελτίωση του κανονιστικού πλαισίου των κεφαλαιαγορών. Σε πρώτο στάδιο, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο θεσμοθετούν την “Οδηγία – Πλαίσιο” μετά από εισήγηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Σε δεύτερο στάδιο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, βάσει γνωμάτευσης της *Ευρωπαϊκής Επιτροπής Αξιών* (ΕΕΑ), αιτείται την γνωμοδότηση επί των μέτρων εφαρμογής της Οδηγίας από την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR)³⁰. Κατόπιν η γνωμοδότηση της CESR υποβάλλεται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία την παραπέμπει στην ΕΕΑ. Μετά την απάντηση της ΕΕΑ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υιοθετεί τα μέτρα εφαρμογής τα οποία διαμορφώνονται σε Οδηγίες ή

³⁰ Η CESR (Committee of European Securities Regulators) ιδρύθηκε ως η ανεξάρτητη Επιτροπή σύμφωνα με τους όρους της Απόφασης της 6ης Ιουνίου 2001 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (2001/1501/EC) και ο ρόλος της είναι: (α) η βελτίωση του συντονισμού μεταξύ των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς, (β) η δράση της ως συμβουλευτική ομάδα με σκοπό την επιβοήθηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ιδιαίτερα στην προετοιμασία σχεδίων μέτρων υλοποίησης που αφορούν στον τομέα των κινητών αξιών, και (γ) η εργασία της για τη διασφάλιση της συνεπέστερης και έγκαιρης εφαρμογής της κοινοτικής νομοθεσίας στα κράτη-μέλη. Κάθε κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης εκπροσωπείται με ένα μέλος στην CESR. Τα μέλη ορίζονται από τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και είναι οι επικεφαλές των εθνικών δημόσιων αρχών που είναι οι αρμόδιες για την εποπτεία της αγοράς κινητών αξιών. Η CESR υποβάλλει την ετήσια έκθεση πεπραγμένων της στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, καθώς και στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και στο Συμβούλιο.

Κανονισμούς. Στο επόμενο στάδιο, η CESR προτείνει τυχόν διαφοροποιήσεις και τεχνικά μέτρα προς επίτευξη της πλήρους αποδοχής της ρύθμισης και στο τελευταίο στάδιο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιβλέπει την εφαρμογή της ρύθμισης στα κράτη- μέλη, και εισηγείται την λήψη περιοριστικών μέτρων σε περίπτωση απόκλισης από την προβλεπόμενη διαδικασία. Η παραπάνω διαδικασία έχει ως απώτερο σκοπό την σταδιακή προσαρμογή των άτυπων κανόνων που αναπτύσσονται εμπειρικά μέσα από τις συναλλακτικές λειτουργίες αλλά και των νομικά προσδιοριζόμενων που επικυρώνονται με εποπτικές και διοικητικές πράξεις.

Συγκεκριμένα, όσο αφορά στην λειτουργία και εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, ο Νόμος 2076/1992 για τη λειτουργία των τραπεζικών ιδρυμάτων καταργήθηκε και αντικαταστήθηκε από τον Ν. 3601/2007 (ΦΕΚ Α'178/01.08.2007), ο οποίος ενσωματώνει στο χρηματοπιστωτικό δίκαιο, δύο Οδηγίες του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου. Η πρώτη Οδηγία 2006/48/EK, αφορά την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων, και η δεύτερη Οδηγία 2006/49/EK, αφορά την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων, ενσωματώνοντας κατά αυτό τον τρόπο το νέο πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας γνωστό και ως “*Βασιλεία ΙΙ*” της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών³¹.

Ακόμα, στο πλαίσιο του νόμου για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών Ν.3606/2007 (γνωστός και ως “MiFiD” – Markets in Financial Instruments) η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει εκδώσει εννέα κανονιστικές πράξεις, ενώ η Τράπεζα της Ελλάδος έχει προχωρήσει στην έκδοση Πράξης Διοικητή αντίστοιχα, για τις τράπεζες με στόχο την προστασία του επενδυτικού κοινού και

³¹ Η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements – BIS) ιδρύθηκε το 1930 στη Συνδιάσκεψη της Χάγης με κύριο μέλημα της την βελτίωση της συνεργασίας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και την παροχή υπηρεσιών διακανονισμού στο διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Οι κύριες επιτροπές της που συντελούν στην προώθηση του έργου της Τράπεζας είναι, η επιτροπή της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία (Basel Committee on Banking Supervision), η επιτροπή συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού (Committee on Payment and Settlement Systems) και η επιτροπή για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

την ενίσχυση της αξιοπιστίας των φορέων που παρέχουν υπηρεσίες διαχείρισης διαθεσίμων³².

Συγκεκριμένα, όλοι οι εμπλεκόμενοι χρηματοπιστωτικοί φορείς υποχρεούνται μετά από την αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης και τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη, να του προτείνουν χρηματοοικονομικά προϊόντα που ταιριάζουν στο επενδυτικό προφίλ του, καθώς και να αρνηθούν την διάθεση προϊόντων αν ο πελάτης δεν είναι σε θέση να κατανοήσει τους επενδυτικούς κινδύνους.

Ένα ιδιαίτερο θέμα για την ομολογιακή αγορά είναι ότι, λόγω των αυστηρών προϋποθέσεων που θέτει ο Νόμος 3606/2007 για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, ο ανάδοχος του ομολογιακού δανείου φέρει μεγάλη ευθύνη όσο αφορά την ενημέρωση των ομολογιούχων πριν και μετά την δημόσια εγγραφή.

Σε σχέση με την λειτουργία και εποπτεία των κεφαλαιαγορών, η ενσωμάτωση στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό δίκαιο της *Οδηγίας 2004/39/EK* για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων έχει ως αποτέλεσμα την κατάργηση του κανόνα συγκέντρωσης των συναλλαγών και την εδραίωση των θεσμικών βάσεων για την λειτουργία των εναλλακτικών μηχανισμών διαπραγμάτευσης, όπως είναι οι πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης (Multilateral Trading Facility – “MTF”).

Σε άμεση σχέση με τα παραπάνω, η υπ. Αριθμ. 2598/2007 Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος καθώς και ο νόμος 3601/2007 έρχονται να καθορίζουν τις προϋποθέσεις που πρέπει να τηρούν οι ομολογιακοί τίτλοι με εξασφαλίσεις επί περιουσιακών στοιχείων που εκδίδουν άμεσα οι τράπεζες ή μέσω θυγατρικής εταιρίας ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle), ώστε να αναγνωρίζονται ως καλυμμένες ομολογίες (covered bonds).

³² Η συγκεκριμένη νομοθεσία δεν συμπεριλαμβάνει τις ασφαλιστικές εταιρίες και τα ασφαλιστικά ταμεία, ως υπόχρεους για την εφαρμογή των διατάξεων του, χωρίς όμως να στερούνται των δικαιωμάτων που απολαμβάνουν ως πελάτες χρηματοπιστωτικών προϊόντων.

Παράλληλα, η έκδοση του νόμου 3556/2007, που ενσωμάτωσε στο ελληνικό δίκαιο την Οδηγία 2004/109/EK και αφορά τις προϋποθέσεις διαφάνειας που πρέπει να πληρούνται για την πληροφόρηση σε σχέση με τους εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες είναι διαπραγματεύσιμες σε οργανωμένη αγορά, θα βοηθήσει ως προς την ομαλή λειτουργία της αγοράς.

Συγχρόνως, η ψήφιση του Ν.3604/2007, που αναθεωρεί τον κ.ν.2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών, έχει ως αποτέλεσμα μια σειρά από αλλαγές που αφορούν τις διοικητικές ευθύνες, τις μετοχικές εκδόσεις, τις δυνατότητες εξαγοράς κ.α.

Επομένως, η εισαγωγή νέων θεσμικών κανόνων προς όφελος της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, καθώς και η μεγαλύτερη διασφάλιση των επενδυτών μέσω της ενσωμάτωσης μιας σειράς από κοινοτικές οδηγίες, βοήθησε την προσέγγιση της ελληνικής χρηματοοικονομικής αγοράς προς την Ευρωπαϊκή πραγματικότητα.

Με βάση το άρθρο 55Α του Καταστατικού της, η Τράπεζα της Ελλάδος “ασκεί την εποπτεία στα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και στις ακόλουθες κατηγορίες επιχειρήσεων και οργανισμών του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας: (α) εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, (β) εταιρίες πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων, (γ) εταιρίες αμοιβαίων εγγυήσεων, (δ) ταμεία αντεγγύησης, (ε) ανταλλακτήρια συναλλάγματος, και (στ) εταιρίες διαμεσολάβησης στις διατραπεζικές αγορές”. Παράλληλα, η Τράπεζα της Ελλάδος προωθεί και επιβλέπει την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών, καθώς και συστημάτων διαπραγμάτευσης, διακανονισμού και εκκαθάρισης εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών επί τίτλων και λοιπών χρηματοπιστωτικών μέσων και, ενεργώντας σύμφωνα με τις εκάστοτε ισχύουσες διατάξεις που διέπουν το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών, δύναται να θέτει τους κανόνες λειτουργίας τους³³.

³³ Αξίζει παράλληλα να σημειωθεί ότι τα πλεονάζοντα κεφάλαια των Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης, που συσσωρεύονται πέρα από τις τρέχουσες υποχρεώσεις τους, μεταφέρονται στο λογαριασμό διαθεσίμων στην Τράπεζα της Ελλάδος και η διαχείριση των μη επενδύομενων κεφαλαίων του

Ειδικότερα, ο έλεγχος από την Τράπεζα της Ελλάδος γίνεται βάσει προκαθορισμένων κανόνων και αναφορών που υποβάλλουν οι τράπεζες στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Ο εποπτικός έλεγχος θεωρείται ως ένας σημαντικός παράγοντας εξασφάλισης της εμπιστοσύνης του κοινού όσο αφορά την διαχείριση των δανειακών χαρτοφυλακίων. Παράλληλα, η αδυναμία των αποταμιευτών να γνωρίζουν με πληρότητα την ποιότητα του επενδυτικού χαρτοφυλακίου των τραπεζών, είναι εύλογο να οδηγήσει σε μια τάση των τραπεζών να ακολουθούν τολμηρές στρατηγικές ανάληψης κινδύνων. Αυτή η ασυμμετρία της πληροφόρησης γίνεται ακόμη μεγαλύτερη στην περίπτωση τραπεζικών ιδρυμάτων με μεγάλο μέγεθος σε σχέση με την υπόλοιπη αγορά, καθώς αυτά τα ιδρύματα το ευρύ κοινό θεωρεί ότι είναι δύσκολο να καταρρεύσουν, γιατί νομίζει ότι οι νομισματικές αρχές, οι οποίες παίζουν ρόλο δανειστή ύστατης προσφυγής, θα παρέχουν σε κάθε περίπτωση την απαραίτητη ρευστότητα.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω η Επιτροπή της Βασιλείας δημιούργησε ένα σύστημα κανόνων για το τραπεζικό περιβάλλον³⁴. Το έργο της Επιτροπής της Βασιλείας αποβλέπει κυρίως στη διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και στη διαμόρφωση ισοδύναμων όρων ανταγωνισμού.

Το ισχύον σύστημα κανόνων της Επιτροπής της Βασιλείας αναφορικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των διεθνών τραπεζών διαμορφώθηκε σταδιακά από τον Ιούλιο του 1988, όταν δημοσιεύτηκε το Σύμφωνο της Βασιλείας για την Κεφαλαιακή Επάρκεια με τίτλο «Διεθνής Σύγκληση της Κεφαλαιακής Μέτρησης και των Κεφαλαιακών Προτύπων» (International Convergence of Capital

λογαριασμού διαθεσίμων γίνεται από την Τράπεζα της Ελλάδος και συγκεκριμένα μέσω του Κοινού Κεφαλαίου των Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ασφαλιστικών Φορέων.

³⁴ Η Επιτροπή της Βασιλείας συστάθηκε το 1974 από τους Διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών των κρατών-μελών της «Ομάδας των 10» (G-10) και συνεδριάζει τακτικά 4 φορές το χρόνο. Μέλη της είναι οι Κεντρικές Τράπεζες και άλλες εποπτικές αρχές από χώρες-μέλη της Ομάδας των 10, την Ελβετία και το Λουξεμβούργο. Η Επιτροπή της Βασιλείας δεν είναι διεθνής διακυβερνητικός οργανισμός, αλλά μια de facto οργάνωση, χωρίς νομική προσωπικότητα, που λειτουργεί στο πλαίσιο της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements). Τα συμπεράσματά της δεν έχουν νομική ισχύ αλλά αποσκοπούν στη διαμόρφωση γενικών εποπτικών κατευθύνσεων και βέλτιστων πρακτικών.

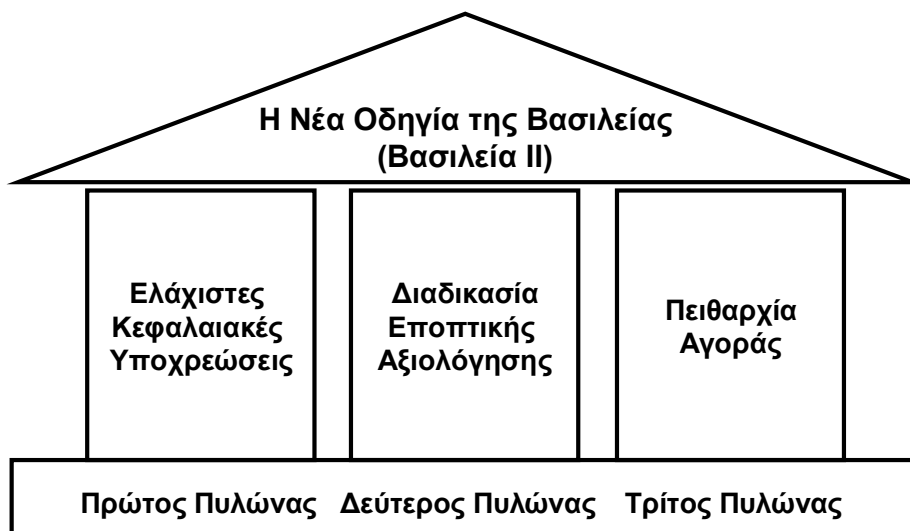
Measurement and Capital Standards). Το κείμενο αυτό, το οποίο αφορούσε τον πιστωτικό κίνδυνο, τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε πολλές φορές στο παρελθόν με σημαντικότερη τροποποίηση εκείνη του 1996 προκειμένου να συμπεριληφθούν και οι κίνδυνοι αγοράς. Η εισαγωγή της Βασιλείας I επηρέασε άμεσα τη συμπεριφορά των πιστωτικών ιδρυμάτων καθότι η εφαρμογή συντελεστών στάθμισης κινδύνου σε διαφορετικές κατηγορίες στοιχείων του ενεργητικού οδήγησε τα πιστωτικά ιδρύματα να αναζητήσουν, αφενός περιουσιακά στοιχεία υψηλότερου ή χαμηλότερου κινδύνου και αφετέρου, μεθόδους αποφυγής κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Τελικά, η Επιτροπή της Βασιλείας εξέδωσε στις 26 Ιουνίου 2004 το νέο Σύμφωνο για την Κεφαλαιακή επάρκεια, “Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework” (βλέπε, BIS 2004).

Οι νέες προτάσεις της Επιτροπής της Βασιλείας βασίζονται σε τρεις πυλώνες (Διάγραμμα 6.1). Ο πρώτος πυλώνας συμπεριλαμβάνει τις αρχές για την επιβολή ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη των αναλαμβανόμενων κινδύνων και εισαγωγή μέτρησης του λειτουργικού κινδύνου. Ο δεύτερος πυλώνας ορίζει τις εποπτικές διαδικασίες ανασκόπησης και αξιολόγησης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Ο τρίτος πυλώνας παρουσιάζει τις αρχές για την πειθαρχία της αγοράς μέσω της δημοσιοποίησης στοιχείων σχετικά με τη διάρθρωση των αναλαμβανόμενων κινδύνων και της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Διάγραμμα 6.1

Οι πυλώνες της Βασιλείας II



Όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο, η Επιτροπή της Βασιλείας κάτω από τον πυλώνα I προτείνει δύο προσεγγίσεις υπολογισμού των κεφαλαίων που ένα πιστωτικό ίδρυμα πρέπει να διακρατά για εποπτικούς σκοπούς: την *Τυποποιημένη Προσέγγιση* (Standardised Approach), και την *Προσέγγιση των Εσωτερικών Συστημάτων Διαβάθμισης* (Internal Ratings Based Approach).

Η τυποποιημένη προσέγγιση, η οποία είναι και η απλούστερη, αποτελεί ουσιαστικά βελτίωση της ισχύουσας, αντανακλώντας με μεγαλύτερη ακρίβεια τις μεταβολές του πιστωτικού κινδύνου. Η στάθμιση των απαιτήσεων ενός πιστωτικού ιδρύματος εξαρτάται από τη φύση του αντισυμβαλλόμενου, το είδος της απαίτησης και την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του οφειλέτη από εξωτερικούς οίκους αξιολόγησης.

Η προσέγγιση των εσωτερικών συστημάτων διαβάθμισης θεμελιώνεται στις εσωτερικές πρακτικές αντιμετώπισης του πιστωτικού κινδύνου που

χρησιμοποιούνται από ορισμένα πιστωτικά ιδρύματα κατά την εκτίμηση του ύψους του απαιτούμενου οικονομικού κεφαλαίου για την κάλυψη έναντι των κινδύνων που αναλαμβάνουν κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους. Σε αντίθεση με την διακριτή συνάρτηση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας η προσέγγιση της διαβάθμισης χρησιμοποιεί μία συνεχή συνάρτηση συντελεστών στάθμισης.

Παράλληλα, η Επιτροπή της Βασιλείας προτείνει τρεις εναλλακτικές προσεγγίσεις για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων έναντι του λειτουργικού κινδύνου, οι οποίες παρουσιάζουν βαθμιαία αυξανόμενη πολυπλοκότητα, ενώ αναμένεται να επιφέρουν κλιμακούμενα μικρότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις: (α) Προσέγγιση του Βασικού Δείκτη, (β) Τυποποιημένη Προσέγγιση, (γ) Εξελιγμένες Μεθόδους Μέτρησης. Κάτω από αυτό το πλαίσιο, ο λειτουργικός κίνδυνος ορίζεται ως ο κίνδυνος πραγματοποίησης ζημιών, είτε από ανεπαρκείς ή εσφαλμένες εσωτερικές διαδικασίες, συστήματα ή ανθρώπινο παράγοντα, είτε από εξωτερικά αίτια.

Αντίστοιχα, οι αρχές του Δευτέρου Πυλώνα αφορούν την ανάπτυξη μιας συνεπούς διαδικασίας εποπτικής αξιολόγησης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων διεθνώς. Έτσι, η εποπτική διαδικασία αξιολόγησης έχει δύο βασικούς στόχους: να διασφαλίσει την κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων και να τους παρέχει κίνητρα για τη βελτίωση της ποιότητας διαχείρισης κινδύνων, καθώς το κεφάλαιο σε καμιά περίπτωση δεν πρέπει και δεν μπορεί να θεωρηθεί ως υποκατάστατο της συνεπούς και σωστής διαχείρισης κινδύνων.

Ο 3ος Πυλώνας της Βασιλείας II στοχεύει στη βελτίωση της πειθαρχίας της αγοράς μέσω της αποτελεσματικής δημόσιας πληροφόρησης για τη συμπλήρωση των απαιτήσεων του πυλώνα 1 και του πυλώνα 2. Προς αυτή την κατεύθυνση, ο πυλώνας III εισάγει σημαντικές νέες απαιτήσεις δημοσιοποίησης, και προωθεί μια αύξηση του ποσού των πληροφοριών που τίθενται στη διάθεση του κοινού από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις επενδυτικές εταιρείες γύρω από την

κεφαλαιακή επάρκεια, τη μέτρηση και τη διαχείριση των κινδύνων. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ενστερνιστεί τις απαιτήσεις του 3ου πυλώνα της Βασιλείας II στις οδηγίες για τις κεφαλαιακή επάρκεια (Capital Requirements Directive – CRD) με τις οποίες όλες οι τράπεζες στην επικράτεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης πρέπει να εναρμονιστούν. Οι απαιτήσεις γνωστοποίησης που θεσπίστηκαν με τον Πυλώνα III είναι σημαντικές και για τα περισσότερα ιδρύματα θα αντιπροσωπεύει μια σημαντική αύξηση της ποσότητας των πληροφοριών που θέτουν στη διάθεση του κοινού.

6.2 Επιπτώσεις από τις αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο

Όσο αφορά στην θεσμική διαχείριση χαρτοφυλακίων, η ολοκλήρωση της Οδηγίας Ο.Σ.Ε.Κ.Α. IV, φαίνεται να αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα καθώς η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εμφανίζει καθυστέρηση στην ολοκλήρωση του σχεδίου. Ως το πιο αμφισβητήσιμο στοιχείο των προτάσεων διαφαίνεται να είναι η ιδέα του διαβατηρίου της εταιρίας διαχείρισης, που θα επιτρέπει στους θεσμικούς διαχειριστές κεφαλαίων να πωλούν χαρτοφυλάκια σε ολόκληρη την περιοχή της Ευρωπαϊκής Ένωσης, χωρίς να χρειάζονται να εγκαθιδρύνουν διοικητικές υπηρεσίες σε κάθε μια από τις συμμετέχουσες χώρες.

Ακόμα, έχει υποστηριχτεί ότι τα γεγονότα που έχουν λάβει χώρα από τα μέσα του 2007 και ειδικότερα όσο αφορά στην κρίση της στεγαστικής πίστης στις ΗΠΑ, αλλά και στην Ευρώπη, υποδεικνύουν τυχόν αδυναμίες σημαντικών στοιχείων της Βασιλείας II. Συγκεκριμένα, οι ανάγκες που παρουσιάστηκαν για αύξηση κεφαλαίου πολλών ευρωπαϊκών και μη τραπεζών, αναδεικνύουν την ασθενή απόδοση των εσωτερικών μοντέλων μέτρησης κινδύνου και υποεκτιμούν σημαντικά την έκθεση των τραπεζών στους χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Πιθανά μια εξήγηση μπορεί να είναι η αδυναμία αυτών των μοντέλων για τον συνυπολογισμό των επιπτώσεων σημαντικών γεγονότων με μικρή πιθανότητα εμφάνισης.

Συγκεκριμένα, τα εσωτερικά συστήματα μέτρησης κινδύνου, που χρησιμοποιούνται βάσει της Βασιλείας II, επιτρέπουν μια σημαντική απόκλιση στις παραδοχές που κάνουν για τους βαθμούς κινδύνου, καθώς και για τις κεφαλαιακές χρεώσεις για ομοειδή χρηματοοικονομικά στοιχεία. Δηλαδή, επειδή επιτρέπεται στις τράπεζες να χρησιμοποιούν τα δικά τους μοντέλα εκτίμησης των κινδύνων και επομένως προσδιορισμού των απαιτούμενων εποπτικών κεφαλαίων, αποκτούν και εμμέσως το κίνητρο να υποβαθμίσουν την έκθεση τους στο κίνδυνο ώστε να μειώσουν τις απαιτήσεις τους σε κεφάλαια και συνεπώς να αυξήσουν την απόδοση των κεφαλαίων τους. Παράλληλα, η Οδηγία εμφανίζεται να είναι αρκετά προσαρμοστική για κάποιες κατηγορίες κινδύνου, όπως είναι ο διαπραγματευτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος κάποιων κατηγοριών υποθηκευμένων δανείων.

Συγχρόνως, υπάρχει μια ενδογενή προ-κυκλικότητα στο τρόπο που εφαρμόζεται η Οδηγία, αυξάνοντας την μεταβλητότητα των κεφαλαιακών μετρήσεων κατά τις διαφορετικές περιόδους του οικονομικού κύκλου. Συγκεκριμένα, το πλαίσιο της Βασιλείας II θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι δημιουργεί σε μια οικονομία πιο έντονους ή παρατεταμένους οικονομικούς κύκλους, καθώς οι τράπεζες βάσει των εσωτερικών μοντέλων μέτρησης κινδύνου θα περιορίζαν την δανειοδότηση σε περιόδους ύφεσης, ενώ θα αύξαναν την ανάληψη πιστωτικού κινδύνου σε περιόδους ακμής. Βεβαίως θα πρέπει να αναφερθεί ότι κάτω από τις συνθήκες του Πυλώνα II της Οδηγίας της Βασιλείας οι εποπτικές αρχές έχουν την δυνατότητα να ζητήσουν την ενίσχυση των τραπεζικών κεφαλαίων. Παρόλα αυτά, οι αρχές που θέτει η Βασιλεία II για την διαχείριση χαρτοφυλακίου αποτελούν ένα ιδανικό σημείο εκκινήσεως για μια πιο εξειδικευμένη ανάλυση των υποκείμενων κινδύνων.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, οι προτεινόμενες βελτιώσεις του εποπτικού πλαισίου της Βασιλείας II, τις οποίες έχουν εισηγηθεί οι εποπτικές αρχές, αφορούν τις εσωτερικές μετρήσεις του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου αγοράς. Συγκεκριμένα, οι τράπεζες θα πρέπει να δικαιολογούν τους παράγοντες που χρησιμοποιούν για τις μετρήσεις της αξίας-σε-κίνδυνο (value-at-

risk), καθώς και τις τυχόν εξαιρέσεις παραγόντων που χρησιμοποιούνται για την τιμολόγηση πιστωτικών προϊόντων αλλά δεν συμπεριλαμβάνονται στις μετρήσεις του κινδύνου. Παράλληλα, θα απαιτείται από τις τράπεζες να χρησιμοποιούν υποθετικές ιστορικές εξετάσεις των υποδειγμάτων τους για τον κίνδυνο αγοράς και να επανεξετάζουν περιοδικά αυτά τα σενάρια υπολογισμών. Συγχρόνως, σημαντική αλλαγή που έχει φέρει η Βασιλεία II είναι η μετατροπή του τρόπου υπολογισμού της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Σε σχέση με το τραπεζικό κλάδο, ευνοημένες από τις αλλαγές που φέρει η εφαρμογή των νέων κανόνων της Βασιλείας II εμφανίζονται να είναι οι τράπεζες που θα ακολουθήσουν την εξελιγμένη μέθοδο μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου (μέθοδος εσωτερικών διαβαθμίσεων “I.R.B.”) έναντι των τραπεζών που θα χρησιμοποιήσουν την πιο απλή μέθοδο (τυποποιημένη), καθώς στη πρώτη περίπτωση υπάρχει ευνοϊκότερη εποπτική μεταχείριση όσο αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια.

Ακόμα, θα πρέπει να αναφερθεί ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση εξετάζει την επιβολή νέων κανόνων που θα υποχρεώνουν τις τράπεζες να έχουν στην διάθεση τους περισσότερα κεφάλαια όταν πωλούν πιστωτικά προϊόντα, όπως είναι τα εξασφαλισμένα με υποθήκες χρεόγραφα (Mortgage Backed Securities). Συγκεκριμένα, οι ρυθμιστικές αρχές της Ευρωπαϊκής Ένωσης, μέσα από αυτή την διαδικασία, έχουν ως στόχο την εξισορρόπηση των κινήτρων των πωλητών και αγοραστών προϊόντων τιτλοποιήσεων ενεργητικού, με το να καταστήσουν πιο ακριβή τη διαδικασία της οργάνωσης σε πακέτα και πώλησης προϊόντων όπως είναι τα ενυπόθηκα χρεόγραφα.

Παράλληλα, ο Πυλώνας 3 της Βασιλείας έχει ως στόχο να διευκολύνει την εποπτεία των τραπεζών, με τη δημοσιοποίηση πληροφοριών που στοχεύουν στη βελτίωση της πειθαρχίας αγοράς στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), από την άλλη πλευρά, όπως έχουν δημιουργηθεί από το IASB³⁵ (International Accounting Standards Board) έχουν ως σκοπό την

³⁵ Το IASB (ΣΔΛΠ) έχει έδρα το Λονδίνο και άρχισε να λειτουργεί το 2001. Χρηματοδοτείται από εισφορές που εισπράττονται από τους Trustees, το IASC Foundation, από τα μεγάλα λογιστικά γραφεία,

παροχή πληροφοριών προς τους ενδιαφερόμενους ώστε να κατανοήσουν την οικονομική θέση της εταιρείας. Επειδή το πεδίο εφαρμογής των Δ.Λ.Π. επιτρέπει μόνο την εξέταση των γνωστοποιήσεων που πρέπει να συμπεριληφθούν στις οικονομικές καταστάσεις, οι γνωστοποιήσεις αυτές υπόκεινται στην αρμοδιότητα του εξωτερικού ελέγχου. Τα δύο πλαίσια δεν είναι ασυμβίβαστα αλλά οι διαφορετικοί τους στόχοι πιθανότατα να οδηγήσουν τελικά σε επικάλυψη. Οπότε είναι αναγκαίο τα θεσμικά όργανα να έρθουν σε συνεργασία ώστε να αποφευχθεί τυχόν σύγχυση για τα στοιχεία που ανακοινώνονται.

6.3 Η ρύθμιση της “πειθαρχίας της αγοράς”

Το θεωρητικό επιχειρήμα για την ύπαρξη ενός ρυθμιστικού πλαισίου στηρίζεται στην έννοια της αποτυχίας της αγοράς και των παρεμποδίσεων του πλήρους ανταγωνισμού που ενδέχεται να προκύψουν από την παρουσία εξωτερικών παραγόντων, της ελλιπούς ενημέρωσης, και άλλων παραγόντων. Επομένως, το επίπεδο και η μορφή της ρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών σχετίζεται με την πιθανότητα αποτυχίας της αγοράς και με την πολιτική ευαισθησία των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Ωστόσο, υπάρχουν επιχειρήματα κατά του ρυθμιστικού πλαισίου που σχετίζονται με τις αδυναμίες των κανονισμών. Για παράδειγμα, μπορεί να προκαλέσει τους επενδυτές να συμπεριφέρονται με αντιπαραγωγικό τρόπο η πεποίθηση ότι, το κράτος θα διασφαλίσει τις καταθέσεις σε όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ωθώντας τους αποταμιευτές να καταθέτουν τα χρήματά τους, χωρίς να σκέφτονται την φερεγγυότητα της τράπεζας. Ομοίως, αν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, πιστεύουν ότι πάντα θα διασώζονται από την κατάρρευση, ωθούνται να λαμβάνουν μεγαλύτερους κινδύνους όσον αφορά τις δανειοδοτικές τους πολιτικές με στόχο την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων.

από τα ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, καθώς και από άλλες διεθνείς και επαγγελματικές οργανώσεις. Η IASB έχει 16 μέλη τα οποία προέρχονται από εννέα χώρες, επί του παρόντος και έχουν μια ποικιλία από διαφορετικές επαγγελματικές προϋπηρεσίες.

Συγχρόνως, η συμμόρφωση με το κανονιστικό πλαίσιο δημιουργεί ένα κόστος για τους παραγωγούς το οποίο κόστος αν είναι σε θέση να το μετακυλήσουν στους καταναλωτές θα έχει ως αποτέλεσμα σε πολλές περιπτώσεις την αύξηση των τιμών ή την μείωση της παραγωγής. Στο ίδιο κλίμα με τα παραπάνω, η ανάγκη συμμόρφωσης με τους κανονισμούς μπορεί να αυξήσει το κόστος της εισόδου και εξόδου από τις αγορές βοηθώντας σε κάποιες περιπτώσεις την διατήρηση της μονοπωλιακής θέσης και την ύπαρξη των καρτέλ.

Ωστόσο, ακόμη και αν δεχθούμε ότι το ρυθμιστικό πλαίσιο περιορίζει τον ανταγωνισμό, δεν είναι ασφαλώς ο μοναδικός παράγοντας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών αγορών που μπορεί να λειτουργήσει προς αυτή την κατεύθυνση και δεν υπάρχει καμία εγγύηση ότι ο περιορισμός του κανονιστικού πλαισίου θα οδηγήσει σε αύξηση του ανταγωνισμού. Από τις επικρίσεις ενάντια της υπάρξεως ρυθμιστικού πλαισίου καμία δεν παρέχει επαρκή στοιχεία όσο αφορά στην ύπαρξη οικονομιών κλίμακας από την πλήρη απόρριψη του κανονιστικού πλαισίου στρέφοντας έτσι την συζήτηση στο ζήτημα ποια είναι η ιδανική μορφή και το βέλτιστο επίπεδο λειτουργίας ενός ρυθμιστικού πλαισίου.

Η πειθαρχία της αγοράς μπορεί να οριστεί με διάφορους τρόπους. Κάποιος θα μπορούσε να εξομοιώσει την πειθαρχία της αγοράς με τις κλασικές συνθήκες για τέλειες αγορές, που συμπεριλαμβάνουν την τέλεια πληροφόρηση, τον πλήρη ανταγωνισμό, την έλλειψη διαμεσολαβητικών προβλημάτων και εξωτερικοτήτων. Αλλά αυτές οι "τέλειες" συνθήκες σπανίως παρατηρούνται στις περισσότερες αγορές στον πραγματικό κόσμο, ακόμα και σε αυτές που δεν υπόκεινται σε ρύθμιση. Ομοίως, τα διαμεσολαβητικά κόστη υπάρχουν για όλες τις επιχειρήσεις, είτε υπόκεινται σε ρυθμιστικό πλαίσιο είτε όχι. Είναι δύσκολο να αποδοθούν οι αποτυχίες τις εταιρικής διακυβέρνησης στο γεγονός ότι οι επιχειρήσεις λειτουργούσαν κάτω από ρυθμιστικό πλαίσιο. Αυτό δεν σημαίνει ότι η έλλειψη ορθής εταιρικής διακυβέρνησης, όπως μετράται από ανεξάρτητες ελεγκτικές επιτροπές και συμβούλια, δεν είναι πρόβλημα για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Αντιθέτως, δεν είναι ένα πρόβλημα μόνο για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αλλά και για τις άλλες επιχειρήσεις.

Η πειθαρχία αγοράς προϋποθέτει έναν μηχανισμό μέσω του οποίου η αγορά μπορεί να ποινικοποιήσει την υπερβολική ανάληψη κινδύνων. Κανονικά, τέτοια πειθαρχία έρχεται από την απώλεια ή την τελική αποτυχία της επιχείρησης. Δεν είναι προφανές γιατί θα μπορούσε κανείς να απαιτήσει από τον εκδότη να έχει χρηματοπιστωτικά μέσα που να διαπραγματεύονται στην αγορά. Εξάλλου, πολλές επιχειρήσεις μπορεί να λειτουργούν σε απολύτως ανταγωνιστικές αγορές όπου τιμωρείται η ανάληψη υπερβολικών κινδύνων και δεν υπάρχει λόγος για να εκδώσουν χρηματοπιστωτικά εργαλεία. Οι τράπεζες και το δημόσιο, όμως, είναι διαφορετικές περιπτώσεις. Με δεδομένο το ενδιαφέρον μας για τις πιθανές συνέπειες μιας συστημικής ανεπάρκειας του τραπεζικού συστήματος και των ζημιών στη δημόσια ασφάλιση αποσκοπώντας στην ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου, πρέπει να έχουμε εμπιστοσύνη ότι η αγορά παρέχει επαρκείς ενδείξεις για την φερεγγυότητα των εταιριών έτσι ώστε οι κάτοχοι των χρηματοπιστωτικών τίτλων να μπορούν να απαιτήσουν διαχειριστικές αλλαγές ή οι ρυθμιστικές αρχές να είναι σε θέση να παρέμβουν πριν τα κεφάλαια των τραπεζών γίνουν αρνητικά.

Σε αντίθεση με τις τράπεζες, το δημόσιο γενικά είναι λιγότερο δεκτικό σε ιδιωτικά κίνητρα για την αποφυγή απωλειών. Επίσης, σε αντίθεση με τις τράπεζες, δεν υπάρχει εναλλακτική στη ρύθμιση του δημοσίου σε περίπτωση που η πειθαρχία αγοράς αποτύχει. Κατά συνέπεια, είναι ακόμη πιο σημαντική η πειθαρχία της αγοράς για τα δημόσια ιδρύματα από ότι για τις τράπεζες.

Η πειθαρχία αγοράς μέσω των κεφαλαιαγορών θα μπορούσε να λειτουργήσει μέσω των ομολογιακών αλλά και των μετοχικών επενδύσεων. Όμως, είναι τα ομολογιακά χρεόγραφα που παρέχουν πιο άμεσα σήματα για τον κίνδυνο αθέτησης μέσω των επιτοκιακών αποδόσεων τους. Παρόλο που ο κίνδυνος αθέτησης θεωρητικά θα μπορούσε να εξαχθεί από τις τιμές των μετοχών (βλέπε Gropp, 2002), στη πράξη αυτό είναι δύσκολο.

Η πειθαρχία αγοράς σε σχέση με τα χρεόγραφα απαιτεί να προσδιορίζονται βάσει του ρίσκου οι βασικοί όροι της έκδοσης στην πρωτογενή

και στην δευτερογενή αγορά. Για να επιτευχθεί το παραπάνω πρέπει το χρηματοπιστωτικό εργαλείο να είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης και συνεχούς τιμολόγησης, αποκλείοντας έτσι, για παράδειγμα, μια μακροπρόθεσμη δανειακή διευκόλυνση (credit facility) που μπορεί να διοργανωθεί μεταξύ ενός εταιρικού δανειολήπτη και μιας πιστωτικής τράπεζας.

Συνεπώς, θα πρέπει να υπάρχουν διαφορετικές κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων και εγγυητικές διατάξεις που να βοηθούν την παραπάνω διαδικασία. Αυτοί οι παράγοντες θεωρούν ως δεδομένο ότι οι προμηθευτές πίστωσης διαθέτουν επαρκείς γνώσεις σχετικά με τον πιστοληπτικό κίνδυνο ώστε να είναι σε θέση να σχεδιάσουν και να τιμολογήσουν εργαλεία που ελαχιστοποιούν αυτό το ρίσκο. Αυτό δεν απαιτεί τέλεια πληροφόρηση, δεδομένου ότι η αγορά συνήθως κάνει προσαρμογές επί των τιμών και των εξασφαλίσεων, για να αντισταθμιστεί η έλλειψη ενημέρωσης. Αυτό που χρειάζεται είναι η αγορά να έχει μια αρκετά καλή ιδέα για το τι λείπει, έτσι ώστε οι εκπτώσεις ή το επίπεδο της απαιτούμενης ασφάλειας να μην είναι υπερβολικό.

Η πειθαρχία της αγοράς στοχεύει στο να ωθήσει τις τραπεζικές διοικήσεις να ενεργούν με γνώμονα το συμφέρον όλων των ενδιαφερομένων μερών, και κυρίως των σημερινών και των μελλοντικών κατόχων μετοχών και ομολόγων. Παράλληλα, στοχεύει στο να ωθήσει τα τραπεζικά ιδρύματα να γνωστοποιούν τις επαρκείς πληροφορίες ώστε να μπορούν αυτοί οι ενδιαφερόμενοι να κάνουν συνειδητές αποφάσεις ως προς το αν η τράπεζα ενεργεί προς όφελός τους.

Όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αναλαμβάνουν υπερβολικό κίνδυνο σε σχέση με την αναμενόμενη απόδοση και το κόστος κεφαλαίου τους αυξάνεται, τότε θα πρέπει και η πίεση προς την διοίκηση του ιδρύματος να αυξάνεται ώστε να προσαρμόσει την συμπεριφορά της ως προς την ανάληψη κινδύνων. Με αυτό τον τρόπο, η αγορά παρέχει μια πειθαρχία στις τραπεζικές δραστηριότητες που ενέχουν κίνδυνο. Για να λειτουργήσει αποτελεσματικά ο μηχανισμός της πειθαρχίας αγοράς αποτελεί επιτακτική ανάγκη η συχνή λήψη

χρήσιμων πληροφοριών σχετικά με το προφίλ κινδύνου και τη διαχείριση των τραπεζών.

Η πηγή του προβλήματος των χρηματοπιστωτικών κρίσεων μπορεί να βρίσκεται στο ότι οι τράπεζες δεν έχουν μεγάλα κίνητρα για να συνυπολογίσουν τα κόστη που μπορεί να δημιουργήσουν στην ευρύτερη οικονομία σε μια τυχόν χρεοκοπία τους. Η Βασιλεία II αγνοεί τον συστημικό κίνδυνο (systemic risk) καθώς αναλύει τον κίνδυνο αποτυχίας της εκάστοτε τράπεζας ξεχωριστά. Προσπαθεί να μειώσει την πιθανότητα αποτυχίας θεωρώντας πως ο συστημικός κίνδυνος είναι άμεσα συνυφασμένος με τον μεμονωμένο κίνδυνο χρεοκοπίας. Η κίνηση πολλών τραπεζών να μοχλεύσουν τους ισολογισμούς τους με το να αγοράσουν τα ίδια σύνθετα και τιτλοποιημένα προϊόντα υπήρξε πιο επικίνδυνη από το να είχαν δώσει δάνεια σε διαφορετικούς δανειολήπτες.

Μια ιδέα αποφυγής χρηματοοικονομικών κρίσεων θα μπορούσε να αποτελέσει η θέσπιση μιας ποσοτικοποίησης του συστημικού κινδύνου βάσει του οικονομικού κεφάλαιου (economic capital) της εκάστοτε τράπεζας. Έτσι, ο εποπτικός φορέας των τραπεζών θα μπορεί να έχει μια εκτίμηση της έκθεσης στον συστημικό κίνδυνο για την κάθε μια από τις τράπεζες και να καθορίζει αναλόγως τους συντελεστές κεφαλαίου. Ο συστημικός κίνδυνος μιας τράπεζας θα μπορούσε να ορισθεί ως το μέγεθος της έκθεσης που έχει στην γενικότερη χρηματοοικονομική κρίση.

Μια άλλη χρήσιμη προσθήκη στον πυλώνα της πειθαρχίας αγοράς θα ήταν η προώθηση της ανάπτυξης ρευστών αγορών τραπεζικών ομολόγων με μεγάλη διασπορά επενδυτών, δημιουργώντας κατά αυτό τον τρόπο τις προϋποθέσεις για πιο αποτελεσματικό έλεγχο των τραπεζικών διαχειριστών από τους ομολογιακούς επενδυτές. Υπάρχουν ήδη μια σειρά από προτάσεις που υποστηρίζουν την υποχρεωτική έκδοση παρεπόμενου τραπεζικού χρέους (subordinated debt) (βλέπε, για παράδειγμα, Evanoff και Wall (2001), Bliss (2001), και Calomiris (1999)), και οι συντάκτες της Βασιλείας II θα προσφέρουν μεγάλη υπηρεσία στο χρηματοοικονομικό σύστημα αν δώσουν σε αυτές τις

προτάσεις μεγαλύτερη σημασία από ότι έχουν κάνει μέχρι τώρα οι υπεύθυνοι για την χάραξη πολιτικής.

Ακόμα και αν οι υπεύθυνοι χάραξης της Βασιλείας II καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι δεν δικαιολογείται προς το παρόν ένα πλαίσιο υποχρεωτικής διάθεσης παρεπόμενου χρέους, θα μπορούσαν να κάνουν πολύ καλό στο μέλλον με το να ενθαρρύνουν τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές να ξεκινήσουν μελέτες για το πώς τα σινιάλα της αγοράς θα μπορούσαν να συμπληρώσουν την εποπτική διαδικασία. Στοιχεία που έχουν εξεταστεί στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία (βλέπε VanHoose, 2007) υποδηλώνουν ότι οι πληροφορίες που παρέχονται από τα σήματα των αγορών για τις τράπεζες, τα ομόλογα και τις μετοχές θα μπορούσαν να αποτελέσουν χρήσιμο συμπλήρωμα των παραδοσιακών εποπτικών μέτρων.

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 7

ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

7.1 Νομισματική Πολιτική και Οικονομική Ολοκλήρωση

Μια χρηματοπιστωτική αγορά είναι μια αγορά όπου διαπραγματεύονται και ανταλλάσσονται χρηματοπιστωτικά εργαλεία. Αν και η ύπαρξη μιας χρηματοοικονομικής αγοράς δεν είναι αναγκαία προϋπόθεση για τη δημιουργία και την ανταλλαγή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, παρόλα αυτά στις περισσότερες οικονομίες τα χρηματοπιστωτικά μέσα δημιουργούνται και στη συνέχεια διατίθενται στο κοινό μέσω κάποιου είδους χρηματοπιστωτικής αγοράς. Η αγορά στην οποία ένα περιουσιακό στοιχείο διαπραγματεύεται για άμεση παράδοση ονομάζεται τρέχουσα αγορά (spot market) ή αγορά της μετρητοίς (cash market).

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές παρέχουν διάφορες σημαντικές οικονομικές λειτουργίες. Σε μια χρηματοπιστωτική αγορά η συναναστροφή των πωλητών με τους αγοραστές καθορίζει την τιμή του διαπραγματευόμενου προϊόντος και την απόδοση που απαιτείται για ένα χρηματοπιστωτικό μέσο. Επειδή το κίνητρο των επιχειρήσεων για άντληση κεφαλαίων εξαρτάται από την απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές, είναι αυτή η λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών που σηματοδοτεί τον τρόπο με τον οποίο τα κεφάλαια στις χρηματοοικονομικές αγορές θα πρέπει να κατανεμηθούν μεταξύ των χρηματοπιστωτικών μέσων προσδιορίζοντας κατά αυτό τον τρόπο τη διαδικασία ανακάλυψης της τιμής (price discovery).

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές παρέχουν στον επενδυτή ένα μηχανισμό για την πώληση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου. Σε περίπτωση έλλειψης αυτής της ρευστότητας, ο αγοραστής θα ήταν αναγκασμένος να διακρατήσει το

χρηματοπιστωτικό μέσο μέχρι την λήξη του και την τελική πληρωμή και ειδικότερα στην περίπτωση των μετοχών, μέχρι την εκκαθάριση της εταιρείας. Αυτός ο βαθμός ρευστότητας είναι ένα από τα ειδοποιά χαρακτηριστικά που διαφοροποιούν τις αγορές. Μια ακόμη σημαντική οικονομική λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η μείωση του κόστους συναλλαγών όπως αυτό αποτυπώνεται μέσα στις δαπάνες για αναζήτηση και πληροφόρηση.

Η νομισματική ολοκλήρωση έχει δύο βασικές συνιστώσες: την ένωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και την ενοποίηση των αγορών κεφαλαίου. Η συναλλαγματική ένωση εδραιώνεται όταν υπάρχει ένα νόμισμα ανάμεσα στις χώρες-μέλη. Ωστόσο, η πραγματική ύπαρξη ενός νομίσματος δεν είναι απαραίτητη, διότι, εάν χώρες έχουν μόνιμα και αμετάκλητα καθορισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων τους και επιτυγχάνουν την χωρίς ζημία ανταλλαγή των νομισμάτων τους στην ονομαστική τους αξία, τότε μπορούν να επιτύχουν τα ίδια αποτελέσματα.

Στην πράξη, η νομισματική ενοποίηση θα πρέπει να περιλαμβάνει τρία στοιχεία: τη ρητή εναρμόνιση της νομισματικής πολιτικής, μια κοινή ομάδα από συναλλαγματικά αποθέματα και μια ενιαία κεντρική τράπεζα ή νομισματική αρχή (βλέπε Eli-Agraa, 2006). Τα κλασσικά πλεονεκτήματα της νομισματικής ενοποίησης συμπεριλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, την ενθάρρυνση της διακίνησης κεφαλαίων μεταξύ των χωρών-μελών, και την ενίσχυση της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού προς τις περιοχές που υπάρχει η μεγαλύτερη ανάγκη.

Η νομισματική και χρηματοοικονομική σταθερότητα είναι αναπόσπαστες προϋποθέσεις για την οικονομική ανάπτυξη. Οι διάφορες πτυχές αυτών των δύο παραγόντων περιλαμβάνουν την προβλεψιμότητα των κινήσεων των τιμών, την αδιάκοπη ανακατανομή των κεφαλαίων και γενικότερα τη διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της οικονομίας. Κατά κανόνα, η νομισματική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα είναι στενά συνδεδεμένες μεταξύ τους. Η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό

από την ευρωστία του χρηματοπιστωτικού τομέα και τη λειτουργία των καναλιών του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Στην Ευρώπη, αν και η σταθερότητα των τιμών κατά κανόνα εμπίπτει στην αρμοδιότητα των κεντρικών τραπεζών, η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος συχνά ελέγχεται από ξεχωριστούς φορείς. Κατά συνέπεια, στην Ευρωζώνη η χρηματοπιστωτική εποπτεία εξακολουθεί να είναι εθνικό ζήτημα που απαιτεί την διακρατική συνεργασία για την επίτευξη ίσων όρων ανταγωνισμού σε ολόκληρη την περιοχή, ενώ η νομισματική πολιτική χαράσσεται κεντρικά σε περιφερειακό επίπεδο.

Στη ζώνη του ευρώ είναι ευθύνη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) η προστασία τόσο της εσωτερικής αξίας του νομίσματος έναντι των πληθωριστικών πιέσεων ή της μείωσης της αγοραστικής δύναμης του, όσο και της εξωτερικής αξίας του έναντι της συναλλαγματικής αστάθειας. Σύμφωνα με το άρθρο 2 του καταστατικού του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), το οποίο αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της Συνθήκης του Μάαστριχτ, η σταθερότητα των τιμών είναι ο πρωταρχικός στόχος της νομισματικής πολιτικής στην ζώνη του ευρώ και το άρθρο 107 της Συνθήκης εγγυάται την ανεξαρτησία της ΕΚΤ κατά την επιδίωξη αυτού του στόχου.

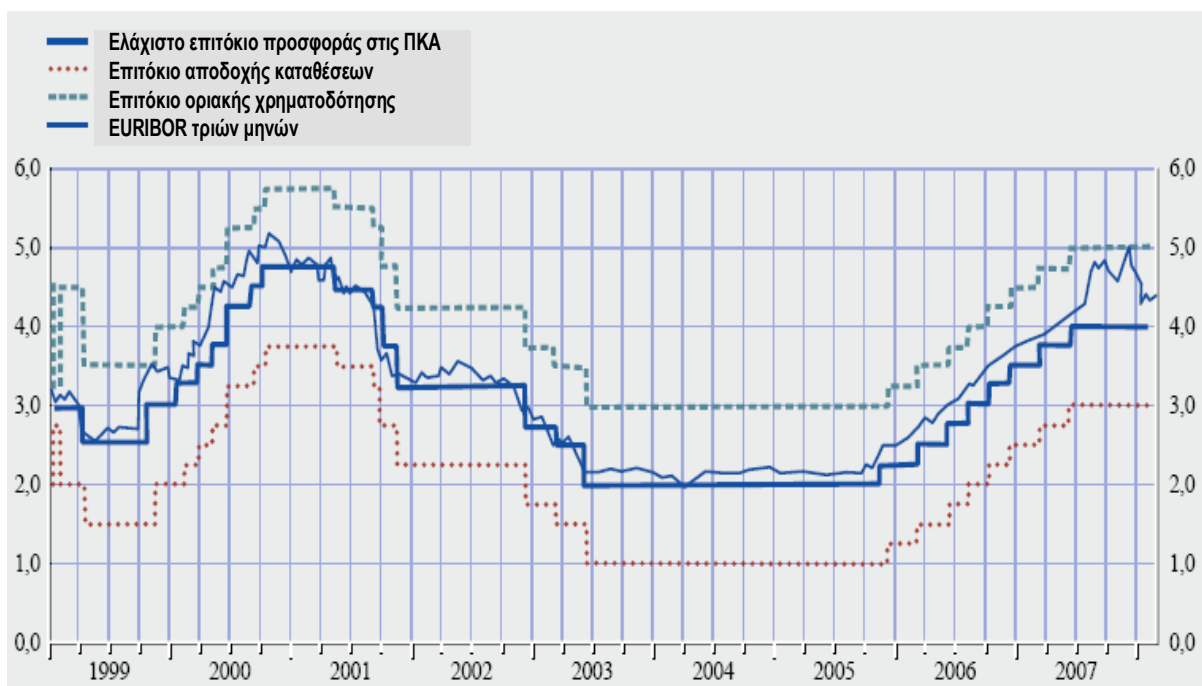
Η ΕΚΤ διατηρεί κάποια ευελιξία ώστε να ανταποκρίνεται με τον κατάλληλο τρόπο στις μεταβαλλόμενες συνθήκες, καθώς υπάρχουν σημαντικές καθυστερήσεις στην επίδραση της νομισματικής πολιτικής ως προς την εξέλιξη των τιμών που καθιστά πολύ δύσκολο για μια κεντρική τράπεζα να κρατήσει τον πληθωρισμό σε ένα συγκεκριμένο σημείο.

Ο μεσοπρόθεσμος προσανατολισμός της ΕΚΤ αντανακλάται επίσης στον τρόπο με τον οποίο ορίζεται η σταθερότητα των τιμών για τους σκοπούς της ευρωπαϊκής νομισματικής πολιτικής. Πρόκειται για την ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ κάτω από το 2%, επίπεδο το οποίο πρέπει να διατηρείται μεσοπρόθεσμα. Το κύριο κανάλι που χρησιμοποιεί η νομισματική πολιτική για να επιτύχει τον

στόχο της σταθερότητας των τιμών είναι μέσω του ελέγχου της προσφοράς της νομισματικής βάσης η οποία δίνει τη δυνατότητα στην ΕΚΤ να επηρεάσει τις συνθήκες της αγοράς χρήματος και των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων³⁶ (βλέπε Διάγραμμα 7.1).

Διάγραμμα 7.1

Επιτόκια της ΕΚΤ και των αγορών χρήματος (ποσοστά %)



Πηγή: ΕΚΤ (2007)

Σημείωση: Το επιτόκιο των ΠΚΑ είναι αυτό που εφαρμόζονταν στις δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου για τις πράξεις που διακανονίστηκαν πριν από τις 28/06/2000. Μετά την ημερομηνία αυτή είναι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις δημοπρασίες ανταγωνιστικού επιτοκίου.

Κάτω από κανονικές συνθήκες η ΕΚΤ προσαρμόζει την ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος κάθε εβδομάδα μέσω μιας προκαθορισμένης

³⁶ Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι ο μοναδικός εκδότης των τραπεζογραμματίων και ο μοναδικός πάροχος των τραπεζικών αποθεματικών στην Ευρωζώνη.

δημοπρασίας («main refinancing operations») καθώς και μέσω περιοδικών μηνιαίων προσφορών («long term refinancing operations»). Η προσφερόμενη ρευστότητα στην εβδομαδιαία δημοπρασία καθορίζεται από την ΕΚΤ βασιζόμενη στις προβλέψεις της για την απαιτούμενη ρευστότητα στην επόμενη εβδομάδα προσφέροντας το ποσό το οποίο θα διατηρήσει το ημερήσιο επιτόκιο της τράπεζας κοντά στο παρεμβατικό επιτόκιο. Στο ενδιάμεσο διάστημα των δημοπρασιών οι τράπεζες προσαρμόζουν την ρευστότητα μέσω της διατραπεζικής αγοράς ή μέσω της αγοράς γερο (βλέπε Πίνακα 7.1 του Παραρτήματος).

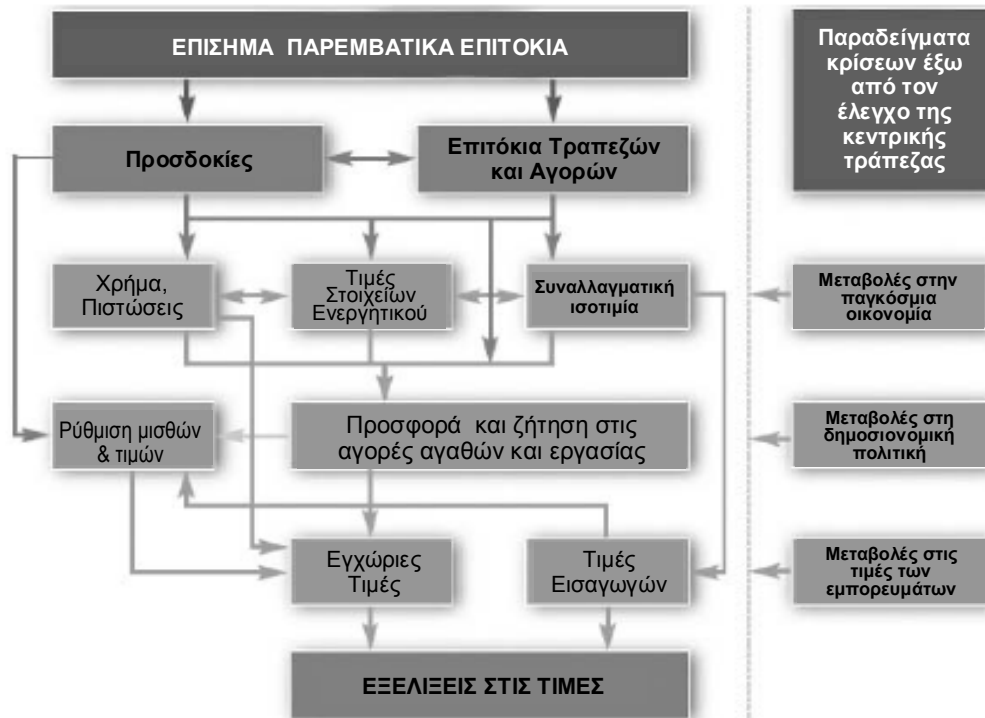
Στην οικονομική βιβλιογραφία, παρόλο που υπάρχει διαφωνία στον τρόπο με τον οποίο οι νομισματικές συνθήκες επηρεάζουν βραχυχρόνια την πραγματική οικονομία και το συνολικό επίπεδο των τιμών, ωστόσο υπάρχει ευρεία συμφωνία ότι σε μακροπρόθεσμη βάση, μετά από όλες τις προσαρμογές που έχουν πραγματοποιηθεί, οι αλλαγές στην προσφορά χρήματος αντικατοπτρίζονται στις μεταβολές του γενικού επιπέδου των τιμών.

Η ΕΚΤ έχει παρουσιάσει συνοπτικά την άποψή της για το μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, δηλαδή για τους διάφορους τρόπους με τους οποίους οι τιμές επηρεάζονται από τα παρεμβατικά επιτόκια, όπως εμφανίζονται στο Διάγραμμα (7.2).

Σύμφωνα με αυτή την διαγραμματική απεικόνιση, οι πιο άμεσες επιπτώσεις είναι επί των επιτοκίων αγοράς και των προσδοκίων με άμεση σύνδεση των τελευταίων στους μισθούς και στις διαδικασίες διαμόρφωσης των τιμών της οικονομίας. Άλλα κανάλια είναι η προσφορά και η ζήτηση χρήματος και πιστώσεων, τιμών των στοιχείων ενεργητικού και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Όλα τα παραπάνω μέσα επηρεάζουν την προσφορά και τη ζήτηση των αγαθών και των αγορών εργασίας και εν συνεχεία τις εγχώριες τιμές, τις τιμές των εισαγωγών και τελικά το γενικό επίπεδο τιμών.

Διάγραμμα 7.2

Ο μηχανισμός μετάδοσης από τα επιτόκια στις τιμές εντός της ευρωζώνης



Πηγή: EKT (2004): “Η Νομισματική Πολιτική της EKT”

Όπως αναφέρει η EKT (2004) μέσω αυτής της διαδικασίας, η κεντρική τράπεζα μπορεί να ασκήσει δεσπόζουσα επιρροή στις συνθήκες της αγοράς χρήματος και έτσι να κατευθύνει τα επιτόκια της χρηματαγοράς. Οι αλλαγές στις τιμές της αγοράς χρήματος με τη σειρά τους επηρεάζουν άλλα επιτόκια, αν και σε διαφορετικό βαθμό. Επιπλέον, η EKT αναφέρει ότι οι προσδοκίες για μελλοντικές μεταβολές των παρεμβατικών επιτοκίων επηρεάζουν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς, δεδομένου ότι αυτά τα επιτόκια αντικατοπτρίζουν τις προσδοκίες για τη μελλοντική εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.

Η ΕΚΤ απαριθμεί τρία παραδείγματα για τη φύση των διαταραχών που επηρεάζουν την σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ: αλλαγές στην παγκόσμια οικονομία, στη φορολογική πολιτική και στις τιμές των προϊόντων. Η εμπειρία έχει δείξει ότι, για παράδειγμα, στην περίπτωση των κρίσεων στην πλευρά της ζήτησης η παραγωγή και οι τιμές συχνά κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση και η άμεση αντίδραση της νομισματικής πολιτικής δεν είναι μόνο κατάλληλη για τη σταθεροποίηση των τιμών, αλλά μπορεί ταυτόχρονα να συμβάλει στη σταθεροποίηση της πραγματικής οικονομικής δραστηριότητας. Όμως υπάρχουν άλλες περιπτώσεις όπου η παραγωγή και οι τιμές κινούνται σε αντίθετες κατευθύνσεις – όπως για παράδειγμα σε μια αύξηση των τιμών του πετρελαίου - και η αντίδραση της νομισματικής πολιτικής στις μεταβολές των τιμών διακινδυνεύει την αυξανόμενη μεταβλητότητα της παραγωγής και της απασχόλησης, η οποία με τη σειρά της, μπορεί ακόμη και να επιδεινώσει την αστάθεια των τιμών μακροπρόθεσμα. Σε αυτές τις περιπτώσεις, μια προσεκτική σταδιακή αντίδραση συνήθως θεωρείται ως ανώτερη προσέγγιση.

Βεβαίως, παρά τα θετικά στοιχεία που παρέχει στην ΕΚΤ το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, αρκετοί είναι εκείνοι που επικρίνουν την ύπαρξη δημοσιονομικών κανόνων. Συγκεκριμένα, ο De Grauwe (2005) υποστηρίζει ότι η αποδυνάμωση του ρόλου της δημοσιονομικής πολιτικής λόγω έλλειψης ευελιξίας στον προϋπολογισμό, ο οποίος καλείται να αντιμετωπίσει υφέσεις, είναι πιθανό να δημιουργήσει εντάσεις ανάμεσα στις εθνικές κυβερνήσεις και τα ευρωπαϊκά όργανα. Κι αυτό, γιατί από τη στιγμή που οι χώρες δε θα μπορούν να χρησιμοποιήσουν τους προϋπολογισμούς τους ως αυτόματους σταθεροποιητές κατά τη διάρκεια υφέσεων θα αυξήσουν τις πιέσεις προς την ΕΚΤ για να χαλαρώσει τη νομισματική πολιτική. Επομένως, το Σύμφωνο Σταθερότητας, που δημιουργήθηκε κατά κύριο λόγο για την προστασία της ΕΚΤ από πολιτικές πιέσεις, μπορεί ουσιαστικά να αυξήσει τον κίνδυνο άσκησης τέτοιων πιέσεων.

Παράλληλα, για να εξετάσει την οικονομική σύγκλιση των κρατών-μελών τα οποία αξιολογούνται, η ΕΚΤ χρησιμοποιεί ένα πλαίσιο ανάλυσης κοινό για όλες τις χώρες και το εφαρμόζει για κάθε χώρα διαδοχικά. Το ενιαίο πλαίσιο

βασίζεται, πρώτον, στις διατάξεις της Συνθήκης και στην εφαρμογή τους εκ μέρους της ΕΚΤ όσον αφορά στην εξέλιξη των τιμών, τα δημοσιονομικά αποτελέσματα και τους λόγους του χρέους, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, σε συνδυασμό με άλλους συναφείς παράγοντες. Δεύτερον, βασίζεται σε μια σειρά από πρόσθετους οικονομικούς δείκτες που παρέχουν πληροφορίες για τις παρελθούσες ή τις μελλοντικές εξελίξεις και θεωρούνται χρήσιμοι για τη λεπτομερέστερη εξέταση της διατηρησιμότητας της σύγκλισης (Βλέπε ΕΚΤ Έκθεση για την Σύγκλιση – Μάιος 2008).

Κάτω από αυτό το πλαίσιο και σύμφωνα με το άρθρο 121 (1), της Συνθήκης, απαιτείται, “διάρκεια της σύγκλισης που έχει επιτευχθεί από το κράτος-μέλος και της συμμετοχής του στο μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος, αντανακλώμενη στα επίπεδα των μακροπρόθεσμων επιτοκίων”. Παράλληλα, το άρθρο 4 του Πρωτοκόλλου σχετικά με τα κριτήρια σύγκλισης που αναφέρονται στο άρθρο 121 της Συνθήκης ορίζει τα εξής: “Το κριτήριο της σύγκλισης των επιτοκίων, που αναφέρεται στο άρθρο 121 (1), τέταρτη περίπτωση, της παρούσας Συνθήκης σημαίνει ότι το υπό παρατήρηση κράτος-μέλος, επί διάστημα ενός έτους πριν από την εξέταση, έχει μέσο ονομαστικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο το οποίο δεν υπερβαίνει εκείνο των τριών, το πολύ, κρατών-μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών, περισσότερο από 2 εκατοστιαίες μονάδες. Τα επιτόκια υπολογίζονται βάσει μακροπρόθεσμων ομολόγων του Δημοσίου ή συγκρίσιμων χρεογράφων, λαμβανομένων υπόψη των διαφορών των εθνικών ορισμών.”

Λαμβανομένων υπόψη των παραπάνω η ΕΚΤ εφαρμόζει τις διατάξεις της Συνθήκης ως εξής: Πρώτον, όσον αφορά στο “μέσο ονομαστικό μακροπρόθεσμο επιτόκιο” που παρατηρείται “επί διάστημα ενός έτους πριν από την εξέταση”, το μακροπρόθεσμο επιτόκιο υπολογίζεται ως ο αριθμητικός μέσος όρος του τελευταίου δωδεκαμήνου για το οποίο υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία σχετικά με τον ΕνΔΤΚ. Δεύτερον, η έννοια των “τριών, το πολύ, κρατών-μελών με τις καλύτερες επιδόσεις από άποψη σταθερότητας τιμών”, που χρησιμοποιείται για

να προσδιοριστεί η τιμή αναφοράς, εφαρμόζεται με βάση τον απλό αριθμητικό μέσο όρο των μακροπρόθεσμων επιτοκίων των τριών χωρών που χρησιμοποιήθηκαν και κατά τον υπολογισμό της τιμής αναφοράς για το κριτήριο της σταθερότητας των τιμών. Τα επιτόκια υπολογίζονται με βάση τα διαθέσιμα εναρμονισμένα μακροπρόθεσμα επιτόκια που σχεδιάστηκαν με σκοπό να αξιολογείται η σύγκλιση. Εάν σε κάποια χώρα δεν υπάρχει εναρμονισμένο μακροπρόθεσμο επιτόκιο, διεξάγεται, κατά το μέτρο του δυνατού, ευρύτερη ανάλυση των χρηματοπιστωτικών αγορών, η οποία λαμβάνει υπόψη το ύψος του δημόσιου χρέους και άλλους συναφείς δείκτες, προκειμένου να αξιολογηθεί η διάρκεια της σύγκλισης που έχει επιτύχει το κράτος-μέλος (Βλέπε ΕΚΤ Έκθεση για την Σύγκλιση – Μάιος 2008).

7.2 Αρχές υποδειγμάτων αποτίμησης πιστωτικού κινδύνου εταιρικών ομολόγων

Ως γεγονός πιστωτικής αθέτησης (default event) μπορεί να οριστεί κάθε διαφυγή ή καθυστέρηση υποχρέωσης πληρωμής τόκου ή/και κεφαλαίου (βλέπε Guha και Hiris, 2002). Μια άλλη οπτική γωνία του πιστωτικού κινδύνου αντιστοιχεί στην εξέταση μιας οντότητας (εταιρία, τράπεζα, ιδιώτης) που δανείζεται διαθέσιμα, υπόσχεται να επιστρέψει αυτά τα διαθέσιμα κάτω από μια συγκεκριμένη συμβατική υποχρέωση και που μπορεί να αθετήσει την υποχρέωση της πριν αποπληρωθούν εξολοκλήρου τα διαθέσιμα.

Στην προσπάθεια αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου, έχουν αναπτυχθεί πολλά υποδείγματα που στηρίζονται σε μικροοικονομικά στοιχεία, όπως είναι οι δείκτες μόγλευσης, ρευστότητας και άλλων ειδών αριθμοδεικτών³⁷.

Το πιο συνηθισμένο υπόδειγμα αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου είναι το *Z-score model* που αναπτύχθηκε από τον Altman (1968). Το υπόδειγμα αυτό ορίζει ως εξαρτημένη μεταβλητή τον γενικό δείκτη φερεγγυότητας της υπό

³⁷ Για την πλήρη παρουσίαση αυτών των μέτρων βλέπε Νιάρχος (2004).

εξέταση εταιρείας και ως ανεξάρτητες μεταβλητές την αγοραία αξία κεφαλαίων προς τη λογιστική αξία συνολικού παθητικού, τα αδιανέμητα κέρδη προς το συνολικό κεφάλαιο, τα κέρδη προ φόρων και τόκων προς το συνολικό κεφάλαιο, το κεφάλαιο κίνησης προς το συνολικό κεφάλαιο και τις πωλήσεις προς το συνολικό κεφάλαιο.

Η αδυναμία αυτής της κατηγορίας υποδειγμάτων εντοπίζεται, κυρίως, στο γεγονός ότι οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται περιορίζονται στα στοιχεία του ισολογισμού. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την μειωμένη περιοδικότητα των στοιχείων, καθώς αυτά τα καθαρά «ενδογενή» υποδείγματα στηρίζονται στην συχνότερη μορφή τους σε τριμηνιαίες παρατηρήσεις.

Σε αντίθεση με τα παραπάνω υποδείγματα πιστοληπτικής αξιολόγησης, τα νεότερα υποδείγματα που στηρίζονται περισσότερο στην χρηματοοικονομική θεωρία λαμβάνουν υπόψη τους τις εκτιμήσεις της αγοράς και όχι μεμονωμένα τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη της εταιρίας. Συγκεκριμένα, αυτά τα υποδείγματα ανήκουν σε δύο κατηγορίες, στη *διαρθρωτική προσέγγιση θεωρητικών δικαιωμάτων* (structural approach of theoretical options) και στην *προσέγγιση ανοιχτής μορφής* (reduced form approach).

Επομένως, η θεωρητική βιβλιογραφία που ενασχολείται με την τιμολόγηση εταιρικών ομολόγων (αποτίμηση πιστωτικού κινδύνου), μπορεί να κατανεμηθεί σε δύο κατηγορίες: 1) «Διαρθρωτικά» υποδείγματα πιστωτικού κινδύνου (structural / contingent claim models) και 2) «ανοιχτής μορφής» υποδείγματα (reduced form models). Η κλασική «διαρθρωτική» μέθοδος αποτιμώσεως ομολόγων με κίνδυνο αθέτησης στηρίζεται στις εργασίες του Merton (1974), Longstaff και Schwartz (1995) και των Collin-Dufresne και Goldstein (2001), ενώ το πιο πρόσφατο υπόδειγμα «ανοιχτής μορφής» χρησιμοποιείται από τους Duffie και Singleton (1998) και Lando (1998).

Μια από τις καίριες διαφοροποιήσεις μεταξύ αυτών των μοντέλων είναι ότι, το πρώτο επιχειρεί να υποδειγματοποιήσει την αξία ενεργητικού και την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας, ενώ το δεύτερο υπόδειγμα χρησιμοποιεί

αντιπροσωπευτικές μεταβλητές (proxy variables) για την κεφαλαιακή δομή ώστε να παραμετροποιήσει τα περιθώρια αποδόσεων στην βάση διαφοροποιημένων πιθανοτήτων αθέτησης (default probabilities).

7.3 Διαρθρωτικά Υπόδειγματα (Structural Models)

7.3.1 Το κλασικό υπόδειγμα του Merton (1974)

Το αρχικό διαρθρωτικό υπόδειγμα αναπτύχθηκε από τον Merton (1974) πάνω στην δουλειά των Black & Scholes (1973). Σύμφωνα με το υπόδειγμα του Merton η αποπληρωμή στη λήξη από την διακράτηση ενός εταιρικού ομολόγου, το οποίο υπόκειται σε κίνδυνο αθέτησης, είναι το ίδιο με το να έχει ο επενδυτής πάρει θέση αγοράς σε ένα χωρίς κίνδυνο ομόλογο και μια θέση πώλησης ενός δικαιώματος πώλησης πάνω στην αγοραία αξία της εταιρίας με τιμή εξασκήσεως ίση με την ονομαστική αξία του ομολόγου.

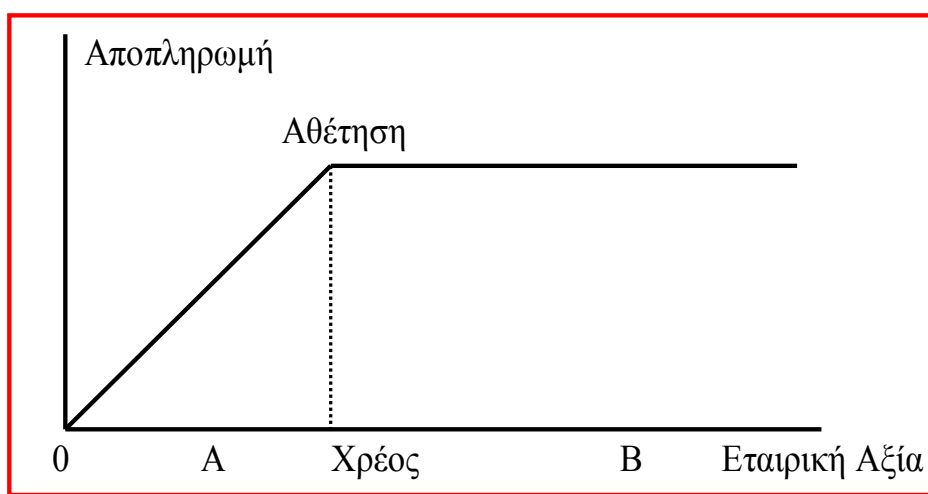
Συγκεκριμένα, αν θεωρήσουμε ότι μια εταιρία έχει εκδώσει ένα ομόλογο με μηδενικό τοκομερίδιο, η αποπληρωμή αυτού του ομολόγου ως προς τους κατόχους του καθορίζεται από το κατά πόσο η αγοραία αξία της εταιρίας είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την ονομαστική αξία του ομολόγου. Αν η εταιρική αγοραία αξία είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική ομολογιακή, τότε οι κάτοχοι του ομολόγου θα λάβουν ολόκληρο το ποσό επενδύσεως τους, ενώ αν είναι μικρότερη θα λάβουν μόνο το ποσό που αντιστοιχεί στην αγοραία αξία. Συνεπώς, αυτό το αποτέλεσμα αποπληρωμής προσομοιώνει την αποπληρωμή ενός δικαιώματος πάνω στην αγοραία αξία του ομολόγου. Με άλλα λόγια, ο κάτοχος του ομολόγου παραχωρεί στους ιδιοκτήτες της εταιρείας ένα δικαίωμα πώλησης το οποίο οι εταιρικοί ιδιοκτήτες θα εξασκήσουν μόλις η αξία της εταιρίας βρεθεί κάτω από την ονομαστική αξία του ομολόγου.

Δηλαδή, η αγορά ενός εταιρικού ομολόγου είναι το ίδιο με την διακράτηση του συνδυασμού ενός αντίστοιχης διάρκειας χωρίς κίνδυνο ομολόγου και μιας πώλησης δικαιώματος πώλησης πάνω στην αγοραία αξία της

εταιρίας με τιμή εξάσκησης ίση με την ονομαστική αξία του ομολόγου (βλέπε Διάγραμμα 7.3).

Διάγραμμα 7.3

Η προσέγγιση του Merton



22

Η τιμή του εταιρικού ομολόγου, συνεπώς, δίνεται από την τιμή του χωρίς – κίνδυνο ομολόγου με την ίδια διάρκεια μείον την τιμή του δικαιώματος. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την αξία του δικαιώματος, σύμφωνα με την θεωρία τιμολόγησης των δικαιωμάτων είναι: Η τιμή και η μεταβλητότητα του υποκείμενου τίτλου, η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος και το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Η διάρκεια του δικαιώματος είναι η ίδια με αυτή του ομολόγου οπότε μπορεί να παραβλεφθεί (βλέπε Χριστοδουλάκης, 2004),

Επομένως, κάτω από αυτή την οπτική γωνία η πιστωτική αθέτηση θα συμβεί όταν η αξία του αξιόγραφου υπολείπεται της αξίας του χρέους, με την πιθανότητα αθέτησης να αυξάνεται καθώς οι δύο μεταβλητές συγκλίνουν (βλέπε Διάγραμμα 7.4).

Διάγραμμα 7.4

Η δομική προσέγγιση για την πρόβλεψη και την τιμολόγηση της αθέτησης



Πιθανότητα Αθέτησης κατά το Μοντέλο του Merton.

23

Με άλλα λόγια, η δυναμική πίσω από την αξία της εταιρίας V , μέσα στο χρόνο, μπορεί να περιγραφεί ως μια στοχαστική διαδικασία όπου η διαφορική εξίσωση είναι:

$$dA_t = r d_t + \sigma_A dW, \quad (7.1)$$

όπου r είναι σταθερή παράμετρος του μέσου, σ_A είναι η στιγμιαία διακύμανση των αποδόσεων της εταιρίας ανά χρονική στιγμή και W είναι μια “standard Weiner” διαδικασία. Η μεταβλητή A_t δημιουργεί το βαθμό επικινδυνότητας που φέρει η εταιρία βάσει του συγκεκριμένου υποδείγματος.

Κάτω από αυτές τις παραδοχές, η αξία της μετοχής της εταιρίας μπορεί να θεωρηθεί ως ένα δικαίωμα αγοράς πάνω στην αξία της εταιρίας με τιμή εξάσκησης ίση με την ονομαστική αξία του ομολογιακού χρέους κατά την λήξη του, η οποία λήξη ταυτίζεται με την λήξη του δικαιώματος.

Από την στιγμή που η αξία της εταιρίας ακολουθεί μια γεωμετρική κίνηση Brown, μπορούμε να εκτιμήσουμε την μετοχική αξία της εταιρίας βασιζόμενοι στην θεωρία τιμολόγησης δικαιωμάτων όπως έχει αναπτυχθεί από τους Black and Scholes (1973). Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης των Black and Scholes ισχύει ότι η αξία της μετοχής μπορεί να δοθεί από την παρακάτω σχέση:

$$E = A_0 \cdot N(d_1) - e^{-rt} \cdot D \cdot N(d_2) \quad (7.2)$$

με

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{A_0}{D}\right) + \left(r + \frac{\sigma_A^2}{2}\right) \cdot T}{\sigma_A \cdot \sqrt{T}},$$

και

$$d_2 = \frac{\ln\frac{A_0}{D} + rT - \frac{1}{2}\sigma_A^2 T}{\sigma_A \sqrt{T}}$$

ή

$$d_2 = d_1 - \sigma_A \cdot \sqrt{T}, \quad (7.3)$$

όπου $N(d_1)$ και $N(d_2)$ είναι σωρευτικές συναρτήσεις πιθανότητας κανονικών κατανομών, σ_A είναι η ετησιοποιημένη μεταβλητότητα, r είναι το βραχυχρόνιο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και $\ln(A_0/D)$ είναι φυσικός λογάριθμος. Συγκεκριμένα, η $N(d_2)$ αντιπροσωπεύει την ουδέτερη από κίνδυνο πιθανότητα ότι το δικαίωμα ανάκλησης θα τελειώσει εντός της αξίας του (“in-the-money”) και η εταιρία δεν θα χρεοκοπήσει. Επομένως, η $1 - N(d_2)$ υποδεικνύει την πιθανότητα αθέτησης.

Η αξία της εταιρίας A_0 και η μεταβλητότητα της εταιρικής αξίας σ_A θεωρούνται σε αυτό το υπόδειγμα ως μη παρατηρήσιμα μεγέθη που μπορούν να υπολογισθούν λύνοντας το μη γραμμικό σύστημα των παρακάτω δύο εξισώσεων:

$$E_0 = A_0 \cdot N(d_1) - e^{-rt} \cdot D \cdot N(d_2)$$

και

$$\sigma_E = N(d_1) \sigma_A A_0 / E_0 \quad (7.4)$$

όπου σ_E είναι η μεταβλητότητα των μετοχικών αποδόσεων η οποία μπορεί να εκτιμηθεί βάσει των χρονολογικών σειρών ή των τιμών των μετοχικών δικαιωμάτων εάν υπάρχουν. Επομένως, εάν μπορούμε να εκτιμήσουμε τις παραμέτρους, D , E_0 , σ_E , r και T είναι δυνατή η επίλυση ως προς τους αγνώστους A_0 και σ_A .

7.3.2 Η επέκταση των Brennan και Schwartz (1980)

Τα προαναφερόμενα μοντέλα υποθέτουν ότι η αθέτηση συμβαίνει μόνο όταν η εταιρεία δεν μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της αποπληρωμής του χρέους. Λαμβανομένου υπόψη ότι αυτά τα υποδείγματα υποθέτουν ότι το

χρέος είναι ένα ομόλογο μηδενικού τοκομεριδίου με μόνο μια πληρωμή, τότε είναι αναμενόμενο ότι η εταιρεία μπορεί να αθετήσει τις πληρωμές τις μόνο σε μια στιγμή, στην λήξη του ομολόγου.

Οι Brennan και Schwartz (1980) έκαναν την επόμενη σημαντική προσπάθεια αποτίμησης του πιστωτικού κινδύνου βάσει της θεωρίας των διαρθρωτικών υποδειγμάτων. Επέκτειναν το υπόδειγμα του Merton ώστε να συμπεριλαμβάνει στοχαστικά επιτόκια εξετάζοντας την αγορά των μετατρέψιμων ομολόγων.

Το υπόδειγμα των Longstaff και Schwartz (1995) επιτρέπει στην εταιρεία να αθετήσει τις πληρωμές όποτε η αξία της πέφτει κάτω από ένα συγκεκριμένο επίπεδο $K(t)$. Με αυτό τον τρόπο, μπόρεσαν να χρησιμοποιήσουν τις εκτιμημένες πιθανότητες ανάκτησης και δεν χρειάστηκε να υποθέσουν ότι η αθέτηση πληρωμής θα συμβεί μόνο στην λήξη του ομολόγου.

7.4 Υποδείγματα Ανοιχτής Μορφής (Reduced Form – Hazard Rate)

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, η δομική προσέγγιση για την παραμετροποίηση του πιστωτικού κινδύνου εστιάζει στον προσδιορισμό της αξίας των στοιχείων ενεργητικού της εταιρείας, το οποίο όμως είναι ένας δύσκολος στόχος, καθώς πολλά από τα στοιχεία της εταιρείας δεν μπορούν εύκολα να τιμολογηθούν.

Υπάρχουν εναλλακτικές μέθοδοι που χρησιμοποιούν θεωρητική παραμετροποίηση των πιστωτικών περιθωρίων, για να κατασκευάσουν την χρονική διάρθρωση των περιθωρίων εταιρικών ομολόγων. Αυτά τα υποδείγματα ονομάζονται ανοιχτής μορφής (reduced form) γιατί συνδέουν την ομολογιακή αξία με ιστορικές εκτιμήσεις και δεν στηρίζονται σε αναλυτικές πληροφορίες για την εταιρεία. Δηλαδή δεν θεωρούν ως ενδογενή μεταβλητή τον βαθμό ανάκτησης, αλλά χρησιμοποιούν τις ιστορικές εκτιμήσεις όπως αυτές δίνονται.

7.4.1 Το αρχικό υπόδειγμα των Jarrow και Turnbull (1995)

Το αρχικό υπόδειγμα των Jarrow και Turnbull (1995) υποθέτει ότι η αθέτηση των πληρωμών αποτελεί ένα γεγονός το οποίο μπορεί να συμβεί κατά την διάρκεια της ζωής του χρεογράφου και όχι μόνο στην λήξη του. Συγκεκριμένα, οι Jarrow και Turnbull προχώρησαν στην παραμετροποίηση του κινδύνου αθέτησης των εταιρικών ομολόγων, ώστε να αναδείξουν ένα σταθερό επιτόκιο ανάκτησης μέσω της χρήσης των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας που ακολουθούν τις μαρκοβιανές σειρές (Markov process).

Το υπόδειγμα μπορεί να εκφραστεί στην απλή του μορφή ως:

$$B(t, T) = P(t, T) - P(t, T)(1 - \mu)p_d(t, T), \quad (7.5)$$

όπου $B(t, T)$ είναι η τιμή του ομολόγου με πιστωτικό κίνδυνο την στιγμή t και με διάρκεια T , ενώ $P(t, T)$ είναι η τιμή του ομολόγου χωρίς κίνδυνο, $p_d(t, T)$ είναι η πιθανότητα αθέτησης την στιγμή t για ένα ομόλογο με διάρκεια T και μ είναι το ποσοστό ανάκτησης της αξίας. Επομένως, με την εισαγωγή στο υπόδειγμα των ιστορικών εκτιμήσεων των πιθανοτήτων αθέτησης και των ποσοστών ανάκτησης μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την κατανομή Poisson για να προσδιορίσουμε την κατανομή της αξίας του ομολόγου.

Σε συνέχεια, το υπόδειγμα των Jarrow-Lando-Turnbull (1997) εντάσσει την μήτρα μετάβασης των πιστοληπτικών διαβαθμίσεων (ratings transition matrix) στο υπόδειγμα της ομολογιακής αποτίμησης. Συγκεκριμένα, η ιδέα που χρησιμοποιεί αυτό το υπόδειγμα είναι η ίδια με του προηγούμενου μόνο που αντί να χρησιμοποιήσει μια μαθηματική περιγραφή της πιθανότητας αθέτησης το υπόδειγμα των Jarrow-Lando-Turnbull, χρησιμοποιεί την μήτρα μετάβασης των

πιστοληπτικών διαβαθμίσεων για να λύσει ως προς το γεγονός αθέτησης της πληρωμής. Έτσι, η μετάβαση από την μια πιστοληπτική διαβάθμιση στην άλλη αποτελεί ένα “μονοπάτι” ως προς την αθέτηση πληρωμών το οποίο μπορεί να παραμετροποιηθεί.

Η μήτρα μετάβασης των πιστοληπτικών διαβαθμίσεων μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό της κατανομής των πιθανών πιστοληπτικών διαβαθμίσεων ενός ομολόγου. Έτσι, υπολογίζοντας το περιθώριο του ομολόγου για κάθε πιστοληπτική κατηγορία μπορούμε να βρούμε τον κίνδυνο αυτού για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα. Αν υποθέσουμε ότι η μήτρα μετάβασης έχει ως εξής:

$$\begin{bmatrix} q_{1,1} \dots q_{1,2} \dots \dots q_{1,K} \\ q_{2,1} \dots \dots \dots \\ \dots \dots \dots \\ q_{K-1,1} \dots \dots \dots q_{K-1,K} \\ 0 \dots 0 \dots 0 \dots \dots 1 \end{bmatrix} \quad (7.6)$$

Τότε το $q_{i,j}$ παρουσιάζει την πιθανότητα για ένα ομόλογο του οποίου η πιστωτική βαθμολόγηση είναι i να γίνει j κατά το επόμενο χρονικό βήμα. Η $(K-1)^n$ γραμμή αντιστοιχεί στην χαμηλότερη πιστοληπτική βαθμολογική κατηγορία και η τελευταία γραμμή αναλογεί στην κατάσταση της χρεοκοπίας. Σκοπός της παραμετροποίησης είναι να εκτιμήσουμε την εξέλιξη των όρων της μήτρας κατά την διάρκεια του ομολόγου μέσω των καμπυλών πιστωτικών μηδενικών τοκομεριδίων. Έτσι, αυτό το υπόδειγμα μας επιτρέπει να διαγράψουμε μια καμπύλη πιθανοτήτων για κάθε πιστωτικό γεγονός που μπορεί να συμβεί κατά την διάρκεια ζωής του ομολόγου.

7.4.2 Η επέκταση των Duffie και Singleton (1999)

Το υπόδειγμα των Duffie και Singleton (1999) επεκτείνει το υπόδειγμα των Jarrow-Lando-Turnbull ώστε να συμπεριλαμβάνει στοχαστικά πιστωτικά περιθώρια. Στη συνέχεια αυτό το υπόδειγμα υποθέτει ότι αλλάζει στοχαστικά και η αγοραία τιμή του κινδύνου αθέτησης. Συνεπώς, αντί να προεξοφλεί τις αβέβαιες πληρωμές του ομολόγου βάσει ενός επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, το υπόδειγμα των Duffie και Singleton θεωρεί ότι αυτό το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι στοχαστικό. Αυτή η επέκταση μπορεί να συμπεριλάβει όλους τους αβέβαιους παράγοντες που επηρεάζουν τον πιστωτικό κίνδυνο ενός ομολόγου.

Μια άλλη παραλλαγή στην εφαρμοσμένη παραμετροποίηση των πιστωτικών περιθωρίων υποθέτει ότι το περιθώριο μεταξύ των εταιρικών και κυβερνητικών ομολόγων ακολουθεί μια συγκεκριμένη στοχαστική διαδικασία σε κάθε συγκεκριμένη χρονική στιγμή και διαχρονικά (βλέπε Duffie, 1999). Αυτό το υπόδειγμα παρέχει την δυνατότητα για την τιμολόγηση των χαρακτηριστικών «δικαιώματος» των ομολόγων, το οποίο δεν ήταν δυνατό με τα προηγούμενα μοντέλα.

7.5 Παρατηρήσεις στο θεωρητικό υπόβαθρο

Το πιστωτικό περιθώριο συνήθως εκφράζεται ως το προϊόν του αναμενόμενου βαθμού πιστωτικής αθέτησης και του συμπληρωματικού βαθμού ανάκτησης (recovery rate), όπου και οι δύο βαθμοί υπολογίζονται σε βάση ουδέτερου κινδύνου. Αυτή η έκφραση μπορεί να παραχθεί είτε από την κλασική διαρθρωτική μέθοδο της αποτίμησης ομολόγων με πιστωτικό κίνδυνο όπως είναι του Merton (1974) είτε από το πιο πρόσφατο μοντέλο ανοιχτής μορφής (reduced form) που χρησιμοποιείται από τους Duffie και Singleton (1998) και Lando (1998).

Η διαμάχη σχετίζεται κυρίως με την δυνατότητα του κάθε υποδείγματος να προβλέψει την πιθανότητα αθέτησης των πληρωμών και την δυνατότητα

αντιστάθμισης αυτού του κινδύνου. Οι διαφορές των δύο προσεγγίσεων θα μπορούσαν να συνοψισθούν σε ερωτήματα όπως: α) Κατά πόσο ο μηχανισμός υπολογισμού της πιστωτικής αθέτησης είναι ενδογενής ή εξωγενής; β) Ο χρόνος που συμβαίνει το πιστωτικό γεγονός είναι προβλέψιμος ή μη-προβλέψιμος; και γ) το βραχυχρόνιο πιστωτικό περιθώριο είναι μηδενικό ή θετικό;

Μια σημαντική συμβολή των διαρθρωτικών υποδειγμάτων βρίσκεται στην δυνατότητα τους να συμπεριλαμβάνουν το εταιρικό κίνδυνο στην ομολογιακή αποτίμηση και να λύνουν ως προς την πιθανότητα αθέτησης χρησιμοποιώντας την θεωρία των δικαιωμάτων. Παράλληλα, αυτά τα υποδείγματα πλεονεκτούν στο ότι λαμβάνουν υπόψη μικροοικονομικά στοιχεία. Όμως, σαφές μειονέκτημα τους αποτελεί το γεγονός ότι ακολουθούν την παραδοχή της ανεξαρτησίας μεταξύ των επιτοκίων και των πιστωτικών περιθωρίων καθώς και, αδυνατούν να αιχμαλωτίσουν την πιστωτική αθέτηση για εταιρίες με υψηλή πιστοληπτική αξιολόγηση.

Η μέθοδος “ανοιχτής μορφής” για την τιμολόγηση των εταιρικών ομολόγων κατασκευάζει ένα υπόδειγμα που υπολογίζει την πιθανότητα μιας εταιρίας να αθετήσει τις πληρωμές της και πόσο θα χάσουν οι επενδυτές από την πιθανή αθέτηση. Αν το υπόδειγμα παραμετροποιηθεί με τις αποδόσεις των ομολόγων που διαπραγματεύονται στην αγορά, μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να υπολογίσουμε τις αποδόσεις των μη-διαπραγματεύσιμων ομολόγων. Οι παρατηρήσιμες αποδόσεις μέσω του υποδείγματος επιτρέπουν την δημιουργία μιας «τεκμαρτής» καμπύλης πιστωτικών περιθωρίων, η οποία μπορεί να μας βοηθήσει να τιμολογήσουμε οποιαδήποτε ομολογιακή έκδοση. Έτσι, τα υποδείγματα ανοιχτής μορφής πλεονεκτούν στη χρήση των στοιχείων της αγοράς αλλά μειονεκτούν λόγω του ότι αγνοούν τα δεδομένα της εταιρίας.

Το διαρθρωτικό υπόδειγμα ουσιαστικά θεωρεί ότι έχουμε την δυνατότητα για πλήρη γνώση των οικονομικών στοιχείων της εταιρίας, δικαιολογώντας κατά αυτόν τον τρόπο και την δυνατότητα προσδιορισμού της στιγμής αθέτησης. Σε αντίθεση, το υπόδειγμα ανοιχτής μορφής, υποθέτει ότι ο ερευνητής έχει την ίδια

πληροφόρηση με την αγορά όπου η γνώση για τα οικονομικά δεδομένα της εταιρίας παρουσιάζει ατέλειες και επομένως ο εντοπισμός της χρονικής στιγμής αθέτησης δεν είναι δυνατός. Έτσι, από μια άλλη οπτική γωνία, η διαφοροποίηση που γίνεται μεταξύ των δύο θεωρήσεων του πιστωτικού κινδύνου δεν επικεντρώνεται στην δυνατότητα πρόβλεψης ή μη της στιγμής που θα συμβεί το πιστωτικό γεγονός, αλλά στην ύπαρξη ή όχι της αγοραστικής πληροφόρησης για την δυνητική κατάσταση της εταιρίας. Επομένως, η χρηστικότητα του κάθε ενός από τα δύο μοντέλα σχετίζεται και με την πηγή πληροφόρησης.

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 8

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΔΙΑΤΥΠΩΣΗ ΤΩΝ ΠΡΟΣ ΕΞΕΤΑΣΗ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ

8.1 Διαμόρφωση του Προτεινόμενου Υποδείγματος

Η αγορά ομολόγων αποτελεί μία από τις κύριες πηγές χρηματοδότησης για πολλές από τις ευρωπαϊκές τράπεζες αλλά, το κόστος αυτής της χρηματοδότησης διαφέρει σημαντικά μεταξύ των τραπεζών και μεταξύ των οικονομικών κύκλων. Είναι λοιπόν σημαντικό να κατανοήσουμε τους παράγοντες που καθορίζουν αυτήν την διαφοροποίηση. Κατά συνέπεια, ο κύριος στόχος της παρούσας μελέτης είναι η ανάλυση των παραγόντων που προσδιορίζουν το περιθώριο των ομολόγων που εκδίδονται από τις ελληνικές τράπεζες, λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητες της εκάστοτε ομολογιακής έκδοσης και του εκδότη.

Το χρηματοδοτικό κόστος στην ομολογιακή αγορά μπορεί να προσεγγιστεί υπολογίζοντας την διαφορά της απόδοσης του κάθε ομολόγου και της απόδοσης του κυβερνητικού ομολόγου με την αντίστοιχη διάρκεια. Η εκτίμηση αυτού του περιθωρίου κατά την ημερομηνία της έκδοσης είναι χρήσιμη γιατί αντικατοπτρίζει το κόστος δανεισμού της εταιρίας σε εκείνη την στιγμή. Ωστόσο, είναι επίσης ενδιαφέρον να αξιολογηθεί η διαχρονική εξέλιξη αυτού του περιθωρίου για κάθε χρεόγραφο στην δευτερογενή αγορά, δεδομένου ότι τα στοιχεία αυτά επιτρέπουν για μια εκτίμηση του κόστους που θα αντιμετώπιζε ο εκδότης αν ήθελε να εκδώσει ένα καινούργιο ομόλογο με παρόμοια χαρακτηριστικά.

Οι σύγχρονες θεωρίες για το “asset management” είναι χτισμένες πάνω στην ιδέα της μη-ύπαρξης κερδοσκοπικών ευκαιριών (no – arbitrage). Αυτό σημαίνει ότι από οικονομικής αντιλήψεως η πιθανή εμφάνιση μιας πραγματικής ευκαιρίας για κερδοσκοπία θα γίνει άμεσα αντιληπτή από τους συμμετέχοντες στην αγορά οι οποίοι θα την εκμεταλλευτούν και θα την εκμηδενίσουν άμεσα.

Η παραπάνω άποψη εμμέσως, υπονοεί ότι η τιμή την οποία πληρώνει κάποιος στην αγορά για να μετακυλήσει συγκεκριμένο κίνδυνο (ασφάλεια), πρέπει να αντικατοπτρίζει την εικόνα της αγοράς για αυτόν τον κίνδυνο. Παράλληλα, η τιμή που πληρώνει η αγορά σε κάποιον ώστε να διακρατήσει έναν κίνδυνο μέσω μιας επένδυσης, πρέπει να αντιστοιχεί στην συναίνεση της αγοράς για αυτόν τον κίνδυνο. Συνεπώς, η επενδυτική άποψη ότι ένα αξιόγραφο είναι ακριβό ή φθηνό ισούται με διαφωνία με τη αξιολόγηση της αγοράς για τον συγκεκριμένο σχετικό κίνδυνο.

Η προσέγγιση βάσει της θεωρίας των δικαιωμάτων για την μέτρηση του κινδύνου αθέτησης, στηρίζεται στις παραδοχές των τέλειων και ολοκληρωμένων αγορών για τις εταιρικές μετοχές και τα ομόλογα, καθώς και την δυνατότητα να διαπραγματεύονται συνεχώς. Συνεπώς, στην τιμολόγηση των εταιρικών μετοχών και ομολόγων δεν υπάρχουν κάτω από την παραπάνω οπτική γωνία, φορολογικές στρεβλώσεις, ή απότομες ασυμμετρίες που θα μπορούσαν να αλλοιώσουν τις τέλειες αγορές και προβλήματα ρευστότητας.

Παράλληλα, η χρήση των υποδειγμάτων για την τιμολόγηση των εταιρικών ομολόγων και των παράγωγων προϊόντων αυτών στηρίζεται κυρίως σε δύο λόγους: 1) την ανάγκη εύρεσης θεωρητικών τιμών που παρεμβάλλονται (interpolate) ή προεκτείνονται (extrapolate) των πραγματικών τιμών που παρατηρούνται στην αγορά. Βεβαίως, η ύπαρξη πεπερασμένου πλήθους τιμών που να είναι άμεσα παρατηρήσιμες στην αγορά δυσχεραίνει την αποτίμηση των παρεμφερών χρηματοοικονομικών προϊόντων. 2) στην ανάγκη διαχείρισης του επενδυτικού κινδύνου καθώς και της αντιστάθμισης αυτού. Δηλαδή, ακόμα και αν η τιμή του υποκείμενου προϊόντος είναι άμεσα παρατηρήσιμη στην αγορά,

χρειαζόμαστε υπολογιστικά υποδείγματα ώστε να αντισταθμίσουμε τους κινδύνους που είναι ενσωματωμένοι (embedded) σε αυτό το χρηματοοικονομικό προϊόν.

Οι πληροφορίες που πηγάζουν από την αγορά είναι σύμφυτες με τις τιμές αγοράς οι οποίες βλέπουν στο μέλλον. Οι τιμές αγοράς παρόλο που μπορεί να μην εμπεριέχουν περισσότερες πληροφορίες από αυτές που εμπεριέχονται σε άλλες πηγές, είναι πιθανό να μπορούν να συνοψίσουν τέτοιου είδους πληροφορίες σε λίγους παράγοντες. Στην παρούσα έρευνα, οι τιμές αγοράς χρησιμοποιούνται ως η εξαρτημένη μεταβλητή που επιδέχεται τις μεταβολές των ανεξάρτητων παραγόντων. Όμως οι τιμές αγοράς δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν απόλυτα, καθώς πρέπει να ληφθούν υπόψη μια σειρά από παραμετροποιήσεις.

Για ένα ομόλογο με σταθερά τοκομερίδια που πληρώνει “ h ” φορές τόκο τον χρόνο και με την παραδοχή ότι υπάρχει μόνο μια ημερομηνία αποπληρωμής, η εξίσωση της αποδόσεως αποπληρωμής θα μπορούσε να γραφτεί ως εξής:

$$P = v^{f_1} \cdot \left(k + \sum_{i=1}^{n-1} \frac{g}{h} \cdot v^i \right) + \left(C + \frac{g}{h} \cdot f_2 \right) \cdot v^{n+f_1+f_2-1}, \quad (8.1)$$

όπου “ P ” είναι η ακαθάριστη τιμή του ομολόγου στο κλείσιμο της προηγούμενης εργάσιμης ημέρας, “ g ” είναι το ετήσιο επιτόκιο του κουπονιού σε ποσοστό, “ k ” είναι η πρώτη επόμενη πληρωμή σε ποσοστό, “ h ” είναι ο αριθμός των πληρωμών τοκομεριδίων εντός του έτους, “ n ” είναι ο αριθμός των πληρωμών τοκομεριδίων μέχρι την λήξη, “ f_1 ” είναι μέρος του αριθμού ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία αξίας μέχρι την πρώτη ημέρα της επομένης πληρωμής, “ f_2 ” είναι μέρος του αριθμού ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία της τελευταίας κανονικής πληρωμής μέχρι την ημερομηνία λήξης, “ C ” είναι η ονομαστική αξία αποπληρωμής και “ v ” είναι ο συντελεστής προεξόφλησης (βλέπε ECB, 2006).

Για τα ομόλογα στην κλασική τους μορφή, όπου δεν υπάρχουν προσαρτήσεις δικαιωμάτων ή προθεσμιακών συμβάσεων, η τιμή και η απόδοση του ομολόγου είναι αντίστροφα συσχετισμένες αλλά όχι γραμμικά, καθώς εμφανίζεται θετική κυρτότητα κατά μήκος της καμπύλης αποδόσεων. Το μέγεθος της κυρτότητας εξαρτάται από το ύψος και την διάρθρωση των επιτοκίων, καθώς και από την χρονική διάρκεια του ομολόγου. Δηλαδή, για ένα μακροχρόνιο ομόλογο, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων θα είναι μεγαλύτερη έναντι ενός βραχυχρόνιου ομολόγου και θα έχει υψηλότερη κυρτότητα, που σημαίνει ότι η τιμή αυξάνεται περισσότερο σε αντίδραση μιας μείωσης της απόδοσης, από όσο μειώνεται λόγω μιας αύξησης της τιμής. Επομένως, η επενδυτική θέση αγοράς του ομολόγου θα εμφανίσει μεγαλύτερο ποσοστιαίο όφελος από την αντίστοιχη ζημία που θα πραγματοποιηθεί λόγω μιας αύξησης των αποδόσεων.

Κλασικό μέτρο της τιμολογιακής ευαισθησίας έναντι των επιτοκιακών μεταβολών είναι ο συντελεστής της τροποποιημένης διάρκειας. Αυτό το μέτρο αποτελεί την πρώτη μερική παράγωγο της ποσοστιαίας μεταβολής της τιμής για κάθε μεταβολή εκατό μονάδων βάσης της απόδοσης του ομολόγου. Προσεγγιστικά η τροποποιημένη διάρκεια μπορεί να υπολογιστεί και ως εξής:

$$\text{Τροποποιημένη Διάρκεια} = \left(\frac{1}{2} \right) \frac{P_D - P_U}{P_0 \cdot \Delta_r}, \quad (8.2)$$

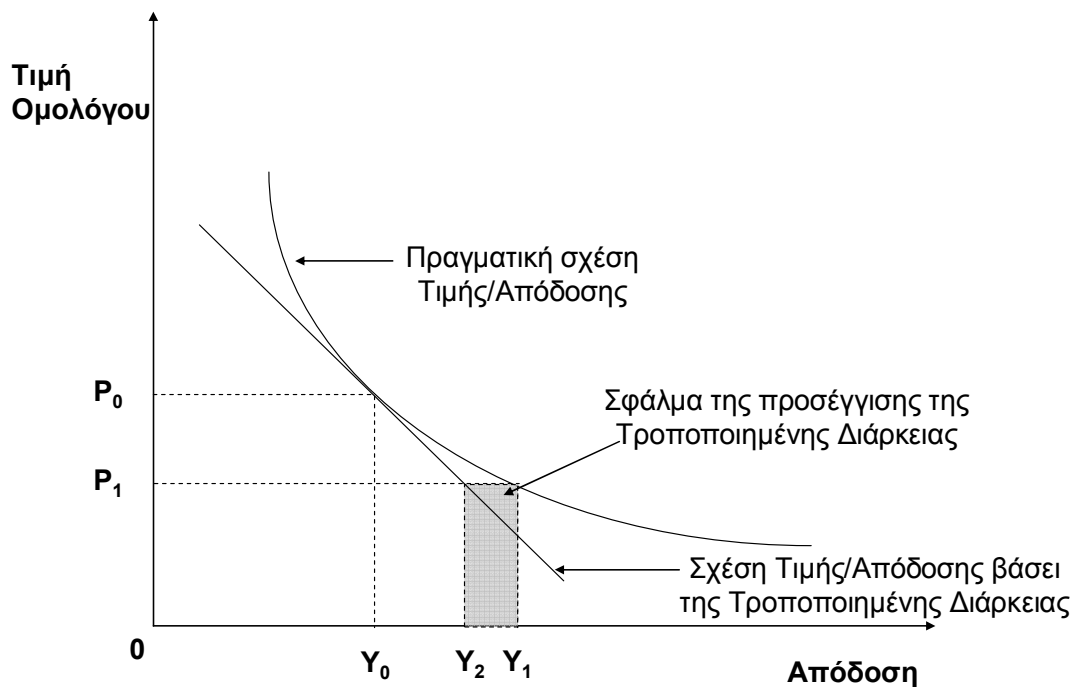
όπου Δ_r είναι η μεταβολή της απόδοσης, P_D είναι η τιμή αν η απόδοση μειωθεί κατά Δ_r , P_U είναι η τιμή αν η απόδοση αυξηθεί κατά Δ_r και P_0 είναι η αρχική τιμή.

Όταν, χρησιμοποιούμε όμως την προσέγγιση της τροποποιημένης διάρκειας κάνουμε την παραδοχή ότι η μεταβολή της τιμής είναι γραμμικά συσχετισμένη με την μεταβολή της απόδοσης. Επομένως, μπορεί να

χρησιμοποιηθεί μόνο ως μέτρο εκτίμησης της κλίσης της καμπύλης στα κοντινά σημεία της αρχικής τιμής καθώς για μεγαλύτερες μεταβολές υποεκτιμά συστηματικά τις μεταβολές τις τιμής (βλέπε Διάγραμμα 8.1).

Διάγραμμα 8.1

Σχέση τιμής /απόδοσης ομολόγου



Μια δεύτερης τάξης εκτίμηση της σχέσης τιμής / απόδοσης είναι ο συντελεστής της κυρτότητας, ο οποίος λαμβάνει υπόψη της καμπυλότητα που οφείλεται στις επιδράσεις του επανατοκισμού, οι οποίες έχουν αντίκτυπο όταν μεταβάλλεται η απόδοση. Η κυρτότητα υπολογίζεται ως η δεύτερη μερική παράγωγος της συνάρτησης της τιμής της ομολογίας ως προς την απόδοση:

$$\text{Κυρτότητα} = \frac{\partial^2 P_0}{\partial r^2 \cdot P_0} \quad (8.3)$$

όπου P_0 είναι η παρούσα αξία του ομολόγου προεξοφλημένου κατά r , και r είναι η απόδοση στη λήξη. Προσεγγιστικά η κυρτότητα μπορεί να υπολογιστεί και ως εξής:

$$\text{Κυρτότητα} = \frac{P_u + P_D - 2 \cdot P_0}{2 \cdot P_0 \cdot (\Delta_r)^2} \quad (8.4)$$

όπου Δ_r είναι η μεταβολή της απόδοσης, P_D είναι η τιμή αν η απόδοση μειωθεί κατά Δ_r , P_u είναι η τιμή αν η απόδοση αυξηθεί κατά Δ_r και P_0 είναι η αρχική τιμή.

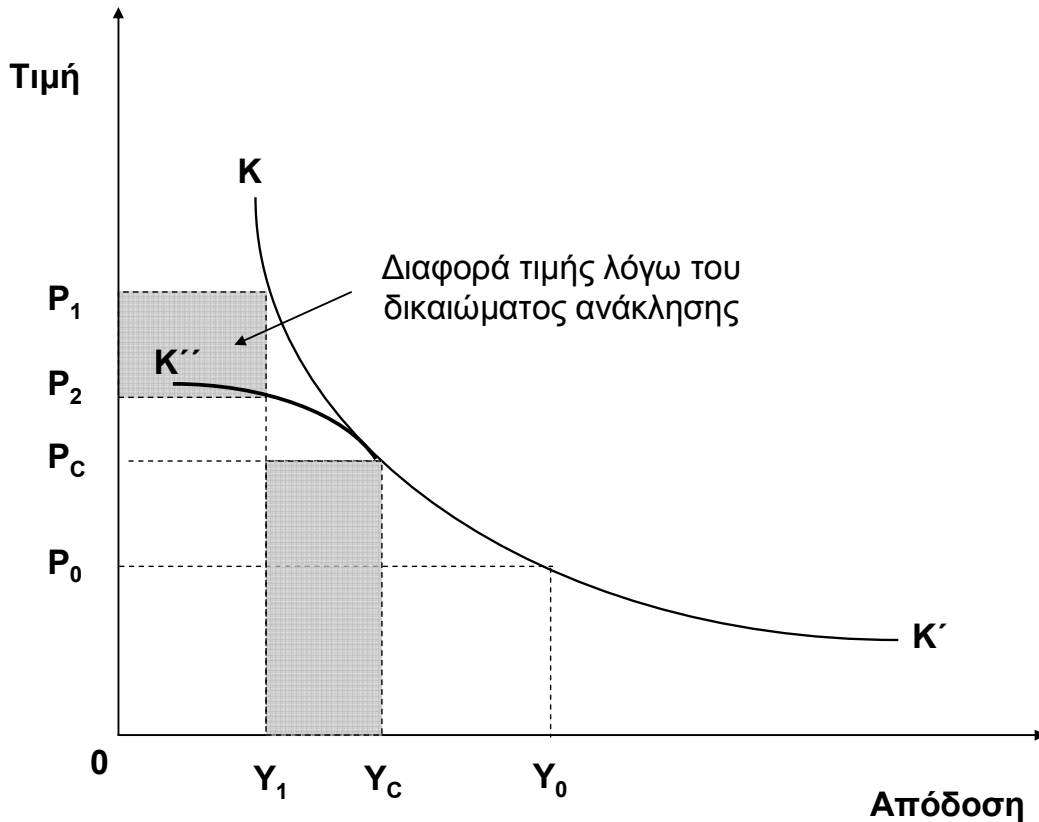
Δηλαδή, σε ένα ομόλογο με υψηλή κυρτότητα η τιμή του αυξάνεται περισσότερο για μια μείωση της απόδοσης από ότι αυξάνεται η τιμή ενός ομολόγου με μικρότερη κυρτότητα για μια ισόποση μείωση της απόδοσης. Επομένως, η συνολική ποσοστιαία μεταβολή που επέρχεται στην ομολογιακή τιμή από μια μεταβολή της απόδοσης είναι ίση με:

$$\% \Delta P = - (\text{τροποποιημένη διάρκεια}) \cdot (\Delta r) + (1/2) \cdot (\text{Κυρτότητα}) \cdot (\Delta r)^2 \quad (8.5)$$

Αν το ομόλογο φέρει δικαίωμα αγοράς από τον εκδότη ή έχει προσαρτηθεί εντολή ανάκλησης, τότε καθώς οι αποδόσεις μειώνονται, η ανάκληση του ομολόγου και αναχρηματοδότηση αυτού σε χαμηλότερα επιτόκια γίνεται ελκυστικότερη. Η αξία ενός ομολόγου με δικαίωμα ανάκλησης ισούται με την αξία ενός ομολόγου χωρίς προσαρτήσεις δικαιωμάτων μείων την αξία του δικαιώματος επαναγοράς του εκδότη καθότι αυτό το δικαίωμα αποτελεί όφελος για τον εκδότη. Επομένως, όσο οι αποδόσεις αυξάνονται το δικαίωμα τείνει να είναι εκτός της αξίας του (“out-of-the-money”) και η καμπύλη αποδόσεων ταυτίζεται με αυτή ενός κλασσικού ομολόγου. Αντίθετα, όταν η τιμή βρίσκεται κοντά στα επίπεδα της τιμής ανάκλησης τότε το δικαίωμα έχει αξία (“in-the-money”) και η σχέση τιμής/απόδοσης παρουσιάζει αρνητική κυρτότητα όπου η τιμή αυξάνεται με μειούμενους ρυθμούς για κάθε ποσοστιαία μείωση της απόδοσης. Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 8.2 όταν η απόδοση πέσει κάτω από ένα συγκεκριμένο επίπεδο υπάρχει μια πολλή μικρή αύξηση της τιμής εμφανίζοντας την κατάσταση που χαρακτηρίζεται ως “συμπίεση τιμής”.

Διάγραμμα 8.2

Σχέση τιμής /απόδοσης ομολόγου με δικαίωμα ανάκλησης

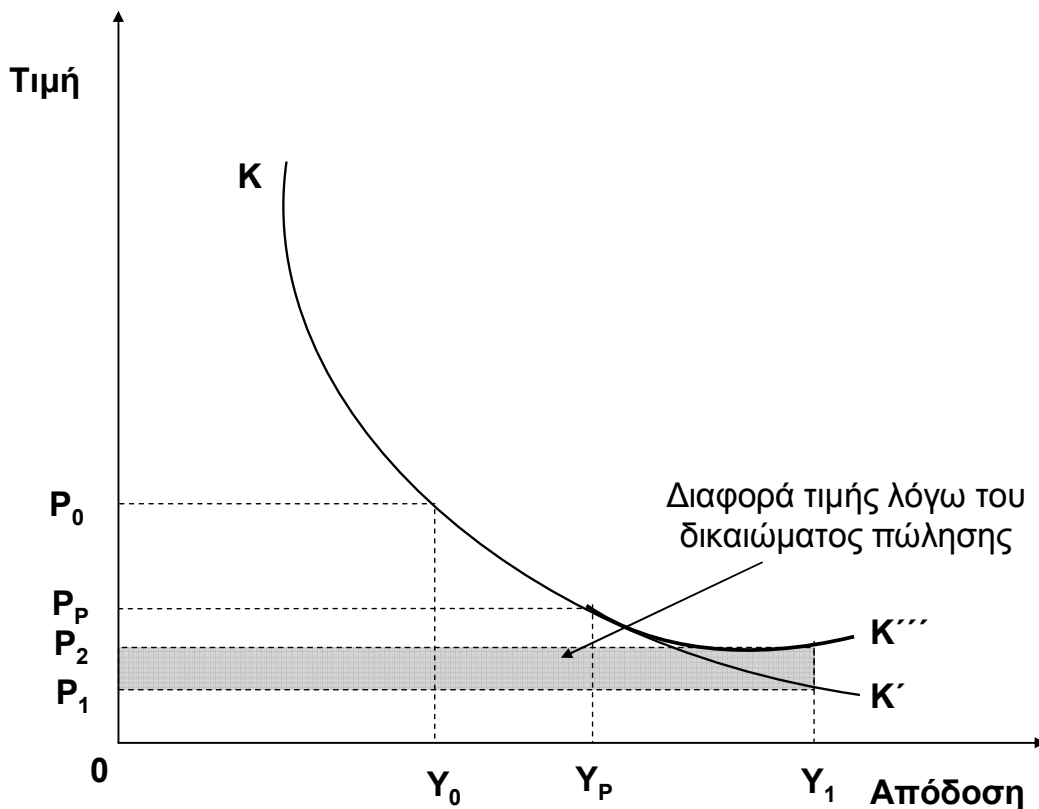


Μια ανάλογη κατάσταση εμφανίζεται και στην περίπτωση του δικαιώματος πώλησης με την διαφορά ότι αυτό το δικαίωμα αποτελεί πλεονέκτημα για τον κάτοχο του ομολόγου γιατί δίνει το δικαίωμα εξαργύρωσης του ομολόγου βάσει της διακριτικής ευχέρειας του επενδυτή και των συμβατικών όρων του. Συγκεκριμένα, όσο αυξάνει η αξία του δικαιώματος πώλησης η τιμή του ομολόγου με δικαίωμα εξαργύρωσης θα ξεπερνά την τιμή ενός ομολόγου χωρίς δικαίωμα. Ως αποτέλεσμα η μείωση της τιμής που προκαλείται από την αύξηση των αποδόσεων θα είναι μικρότερη για το ομόλογο

με το δικαίωμα πώλησης παρά για το ομόλογο χωρίς δικαίωμα (βλέπε Διάγραμμα 8.3).

Διάγραμμα 8.3

Σχέση τιμής /απόδοσης ομολόγου με δικαίωμα εξαργύρωσης



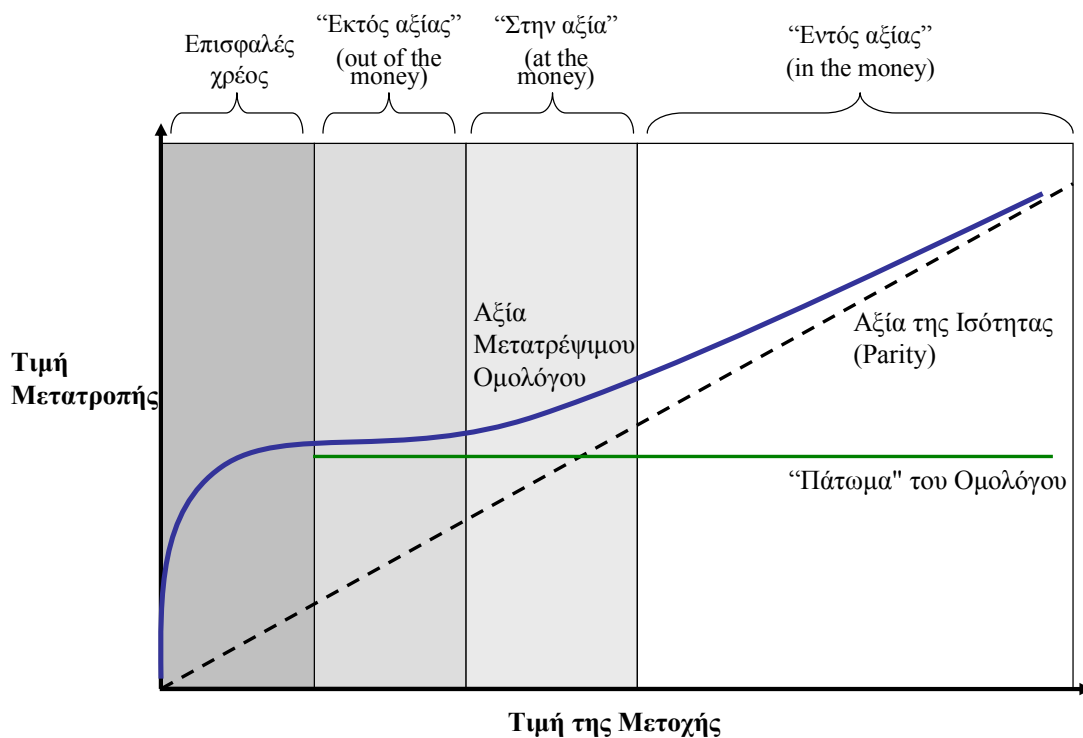
Για επίπεδα αποδόσεων χαμηλότερα του Y_P το δικαίωμα είναι εκτός της αξίας του (“out-of-the-money”) και έχει ουσιαστικά μηδαμινό αντίκτυπο πάνω στην τιμή του ομολόγου. Όταν όμως η απόδοση περνάει πάνω από την Y_P τότε η αγοραία τιμή προσεγγίζει την τιμή εξάσκησης και το δικαίωμα αποκτά αξία μειώνοντας κατά αυτό τον τρόπο την αρνητική συσχέτιση τιμής / απόδοσης.

Χαρακτηριστική διαφοροποίηση των προαναφερόμενων χαρακτηριστικών αποτελεί η περίπτωση του μετατρέψιμου ομολόγου (convertible

bond) όπου τα ομολογιακά χαρακτηριστικά αλλοιώνονται από τα μετοχικά χαρακτηριστικά. Έτσι, όπως εμφανίζεται και στο Διάγραμμα 8.4, η έκθεση του ομολόγου σε μετοχικό κίνδυνο μέσω του προσαρτημένου παραγώγου διαφοροποιεί την συνολική απόδοση του αξιόγραφου βάσει του συντελεστή μετατροπής.

Διάγραμμα 8.4

Σχέση του μετατρέψιμου ομολόγου με την υποκείμενη μετοχή



Όμως, για να μπορέσουμε να υπολογίσουμε την αξία των πληρωμών για κάθε διαφορετική χρονική περίοδο πρέπει να υπολογίσουμε τις τιμές των ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου. Τα ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου είναι χρεόγραφα που πραγματοποιούν μια μόνο πληρωμή στην λήξη του ομολόγου.

Δηλαδή, σε μαθηματικούς όρους έστω ότι θέτουμε ως $P(t,T)$ την τιμή στο χρόνο t ενός ομολόγου μηδενικού τοκομεριδίου που πληρώνει π.χ. 1 ευρώ στη λήξη T . Τότε μπορούμε να υπολογίσουμε και να συγκρίνουμε οποιαδήποτε χρηματοροή με το να υπολογίσουμε την παρούσα αξία της κάθε ροής που αντιστοιχεί στην εκάστοτε χρονική περίοδο και να αθροίσουμε αυτές της προεξοφλημένες ροές. Έτσι, δημιουργώντας την χρονική διάρθρωση των αποδόσεων των ομολόγων με μηδενικό τοκομερίδιο $r(t,T)$ (γνωστή και ως καμπύλη επιτοκίων) μπορούμε να εξαγάγουμε τους αντίστοιχους συντελεστές προεξόφλησης και να απλοποιήσουμε την διαδικασία μιας και το μόνο που χρειάζεται είναι να πολλαπλασιάσουμε την εκάστοτε χρηματική ροή με τον ανάλογο συντελεστή.

Συγκεκριμένα, η γενική μορφή της τιμής ενός ομολόγου μηδενικού τοκομεριδίου θα μπορούσε να εκφραστεί, όταν έχουμε διακριτό ανατοκισμό ως:

$$P(t,T) = \frac{1}{(1+r(t,T))^{T-t}} \quad (8.6)$$

Οπότε, λαμβανομένων υπόψη των τιμών μπορούμε να μιλήσουμε σε όρους αποδόσεων των ομολόγων.

Έστω ότι η απόδοση ενός πενταετούς ομολόγου μηδενικού τοκομεριδίου σήμερα είναι 3% οπότε η τιμή του ομολόγου είναι:

$$P(0,5) = \frac{1}{(1+0.03)^{5-0}} \cong 0.8626 \quad (8.7)$$

Στον Πίνακα 8.1 του Παραρτήματος εμφανίζονται οι ιστορικές καμπύλες αποδόσεων βάσει των ομολογιακών τοκομεριδίων και των μηδενικών τοκομεριδίων αντίστοιχα σε νόμισμα ευρώ.

Ένας άλλος τρόπος περιγραφής της χρονικής διάρθρωσης των επιτοκίων θα μπορούσε να γίνει βάσει των προθεσμιακών επιτοκίων. Αν αποδεχτούμε ότι δεν υπάρχει η δυνατότητα αντισταθμιστικής κερδοσκοπίας τότε θα είχαμε την δυνατότητα να εξισώσουμε τα προθεσμιακά επιτόκια με τα επιτόκια των ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου. Συγκεκριμένα, αν $F(t, T_1, T_2)$ είναι το επιτόκιο το οποίο μπορούμε να διαπραγματευτούμε στην χρονική στιγμή t για τον τοκισμό χρημάτων μεταξύ δύο μελλοντικών χρονικών στιγμών T_1 και T_2 τότε χρησιμοποιώντας τις τιμές των ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου μπορούμε να βρούμε την προθεσμιακή τιμή ως:

$$F(t, T_1, T_2) = \frac{1}{T_2 - T_1} \cdot \left(\frac{P(t, T_1)}{P(t, T_2)} - 1 \right). \quad (8.8)$$

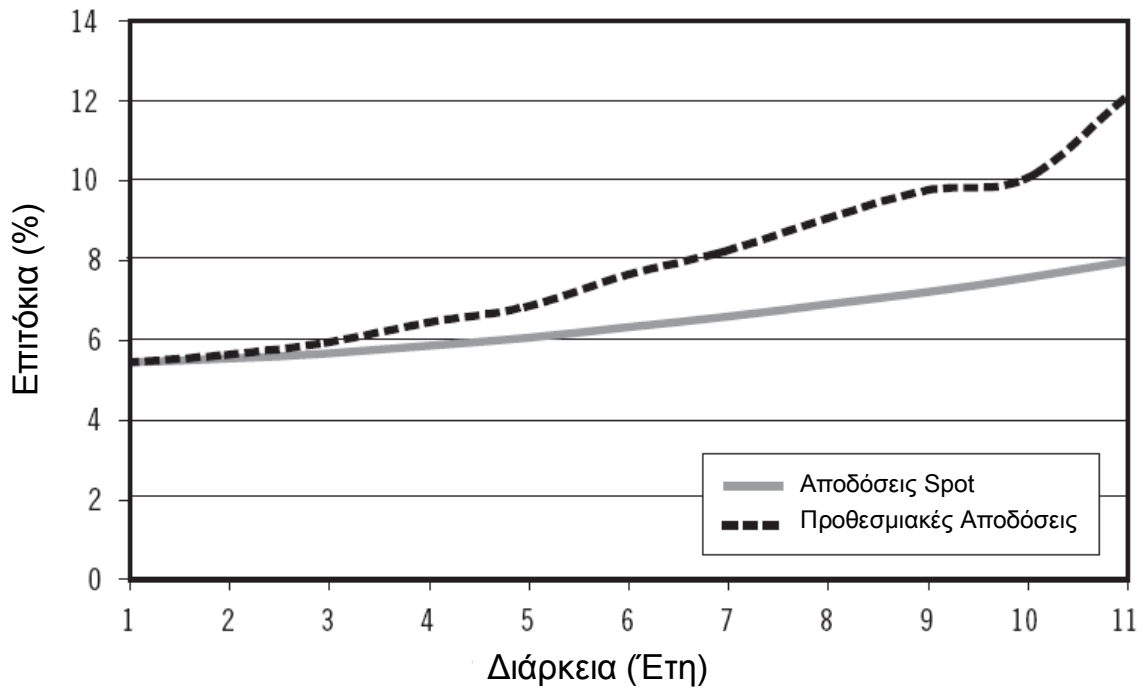
Έστω ότι οι αποδόσεις των ομολόγων μηδενικού τοκομεριδίου είναι ίδιες για όλες τις λήξεις ίση με 3% τότε η προθεσμιακή απόδοση ανάμεσα στο διάστημα 5 ετών και των 5.5 χρόνων όπως αποτυπώνεται σήμερα ($t=0$).

$$F(0, 5, 5.5) = \frac{1}{T_2 - T_1} \cdot \left(\frac{P(t, T_1)}{P(t, T_2)} - 1 \right) \cong 0,0296. \quad (8.9)$$

Όπως είναι εμφανές και από το Διάγραμμα 8.5, όταν τα επιτόκια της “spot” αγοράς δημιουργούν καμπύλη με ανοδική κλίση τότε η αντίστοιχη προθεσμιακή καμπύλη θα είναι και αυτή ανοδική.

Διάγραμμα 8.5

Καμπύλες αποδόσεων τρεχουσών (spot) και προθεσμιακών (forward) επιτοκίων



Πηγή: ΕΚΤ στατιστικά στοιχεία, υπολογισμοί συγγραφέα

Μια άλλη έννοια που χρησιμοποιείται συχνά στην ορολογία των ομολογιακών αγορών είναι η «απόδοση στο άρτιο» (par rates). Η απόδοση στο άρτιο για ένα ομόλογο με τοκομερίδια είναι το επιτόκιο προεξόφλησης σύμφωνα με το οποίο το χρηματοοικονομικό προϊόν θα διαπραγματεύονταν σε μια τιμή ίση με την ονομαστική αξία. Αν ένα ομόλογο σταθερού επιτοκίου πληρώνει τοκομερίδιο ίσο με C σε ετήσια βάση ανάμεσα στα χρόνια t και T , τότε το επιτόκιο στο άρτιο $y(t, T)$ ορίζεται ως:

$$100 = \sum_{i=t}^T \frac{C}{[1 + y(t, T)]^i} + \frac{100}{[1 + y(t, T)]^T} . \quad (8.10)$$

Παράλληλα θα πρέπει να τονισθεί ότι το swap rate που χρησιμοποιείται από την αγορά για να τιμολογηθούν οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (interest rates swaps) μπορεί να θεωρηθεί ως ένα επιτόκιο στο άρτιο³⁸.

8.2 Προσδιορισμός της Εξαρτημένης μεταβλητής – Μέτρηση των Πιστωτικών Περιθωρίων

Για να παραμετροποιήσουμε την εξαρτημένη μεταβλητή θα πρέπει να ορίσουμε ένα μέτρο υπολογισμού της απόδοσης το ομολόγου που να έχει την δυνατότητα να απομονώσει το πιστωτικό περιθώριο ελέγχοντας ασυμμετρίες που μπορεί να οφείλονται στην διάρκεια, στην κυρτότητα, στο ύψος και στην βάση υπολογισμού των τοκομεριδίων καθώς και σε άλλους υποκειμενικούς παράγοντες.

Σε πρώτη φάση, οι διαφορές αποδόσεων (περιθώρια) κυρίως δημιουργούνται από τις αποδόσεις των ίδιων των κυβερνητικών ομολόγων, ως το περιθώριο απόδοσης των κυβερνητικών ομολόγων έναντι των Γερμανικών ομολόγων – που ονομάζονται και “Bunds” – τα οποία είναι σημείο αναφοράς (benchmark) για την Ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων.

Θα πρέπει να αναφερθεί ότι, η διάκριση μεταξύ κυβερνητικών ομολόγων και εταιρικών ομολόγων δεν γίνεται μόνο λόγω διαφοροποίησης του εκδότη,

³⁸ Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στην πιο συνήθης μορφή οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων χρησιμοποιούν στο σκέλος κυμαινομένου επιτοκίου ως συχνότητα ανατοκισμού την εξαμηνιαία περίοδο με βάση υπολογισμού των ημερών που περιλαμβάνονται ανάμεσα στις ημερομηνίες πληρωμών την Πραγματικές/360 (ACT/360) έναντι ετήσιας περιόδου με βάση υπολογισμού 30/360 ημέρες για το σκέλος σταθερού επιτοκίου.

αλλά και για να υποδείξουμε την διαφοροποίηση των χαρακτηριστικών όσο αφορά την απόδοση και τον κίνδυνο των δύο κατηγοριών. Τούτο, λαμβάνοντας υπόψη ότι, ένας από τους σκοπούς της παρούσας έρευνας είναι να αποσαφηνίσει τα χαρακτηριστικά που σχετίζονται με την τιμολόγηση και αντιστάθμιση μόνο του επιτοκιακού κινδύνου, έναντι των χαρακτηριστικών που σχετίζονται με την τιμολόγηση και αντιστάθμιση του συνδυασμού επιτοκιακού και πιστωτικού κινδύνου.

Ο επιτοκιακός κίνδυνος των ομολόγων αναφέρεται στην πιθανότητα υπάρξεως μεταβολών στην αξία λόγω μεταβολών στα επιτόκια, ενώ ο πιστωτικός κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα υπάρξεως μεταβολών στην αξία λόγω της αβεβαιότητας του κατά πόσο ο εκδότης ενός ομολόγου μπορεί να αθετήσει τις πληρωμές των τοκομεριδίων ή/και του κεφαλαίου. Έτσι, μια επένδυση σε εταιρικό ομόλογο ενέχει πάντοτε και επιτοκιακό και πιστωτικό κίνδυνο.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, οι Συμφωνίες Ανταλλαγής Επιτοκίων (Σ.Α.Ε.) ή αλλιώς συναλλαγές «IRS» (Interest Rate Swaps) χρησιμοποιούνται από τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων για να μεταβάλλουν τον χρονικό ορίζοντα των αποπληρωμών και εισπράξεων των επενδύσεων τους. Συγκεκριμένα, ο διαχειριστής έχει την δυνατότητα μέσω της συναλλαγής «IRS» να ακολουθήσει την συνήθης στρατηγική όπου δανείζεται βάσει του μακροχρόνιου επιτοκίου και πληρώνει βάσει του βραχυχρόνιου επιτοκίου, μειώνοντας κατά αυτό τον τρόπο τον κίνδυνο επανεπένδυσης των τόκων. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι, οι συναλλαγές «IRS» φέρουν κινδύνους. Συγκεκριμένα, η συμφωνία ανταλλαγής χρηματοροών ασχέτως του γεγονότος ότι δεν δημιουργούν ως επί το πλείστον ανταλλαγή κεφαλαίων, ενέχουν τον κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου, καθώς η πιθανότητα μη αποπληρωμής είναι δυνητικά εφικτή. Συνεπώς, ένα μέρος της αποδόσεως του IRS συμπεριλαμβάνει το κόστος του ρίσκου αντισυμβαλλομένου.

Η τιμολόγηση των Συμφωνιών Ανταλλαγής Επιτοκίων (Σ.Α.Ε.) εξαρτάται από τα επιτόκια που χρησιμοποιούνται στο σκέλος κυμαινόμενου επιτοκίου της συμβάσεως. Η απόδοση που εμφανίζεται στο σταθερό σκέλος, θεωρητικά συμπεριλαμβάνει τις προσδοκίες για την μελλοντική πορεία του κυμαινόμενου επιτοκίου κατά την διάρκεια της συμβάσεως, ως και τον κίνδυνο που σχετίζεται με την διάρκεια της συμβάσεως καθώς και τον κίνδυνο που σχετίζεται με την μεταβλητότητα του επιτοκίου. Μια άλλη οπτική γωνία είναι ότι μια Συμφωνία Ανταλλαγής Επιτοκίων μπορεί να χαρακτηριστεί και σαν ένα χαρτοφυλάκιο από προθεσμιακές συναλλαγές επιτοκίων (forwards).

Για τα Σ.Α.Ε. σε ευρώ η επιλογή του κυμαινόμενου επιτοκίου έχει την τάση να εξαρτάται από την διάρκεια της συμφωνίας. Παλαιότερα το EURIBOR ήταν η κατηγορία επιτοκίων που χρησιμοποιούνται συχνότερα από την αγορά, αλλά από το 2002 και μετά δημιουργήθηκε ένας διαχωρισμός όσο αφορά την επιλογή επιτοκίου με τις βραχυχρόνιες συμφωνίες να χρησιμοποιούν το επιτόκιο EONIA και τις μακροχρόνιες συμβάσεις να χρησιμοποιούν την κατηγορία επιτοκίων EURIBOR ως αναφορά³⁹. Τα υποκείμενα εργαλεία για τα EURIBOR και EONIA είναι διατραπεζικές καταθέσεις χωρίς ασφάλιση και γι' αυτό τον λόγο αυτά τα επιτόκια αντικατοπτρίζουν σε ένα βαθμό τον πιστωτικό κίνδυνο των συμμετεχόντων (Οι τράπεζες που συμμετέχουν στην καταμέτρηση του EURIBOR είναι βαθμολογημένες κατά μέσο όρο με «AA»).

Η συνήθης πρακτική τιμολόγησης για τις ΣΑΕ σε ευρώ είναι η παρουσίαση τιμών αναφοράς (“quotes”) σε όρους απόδοσης έναντι του σταθερού σκέλους της συμβάσεως, σε αντίθεση με την πρακτική που ακολουθείται για τα ΣΑΕ σε δολάριο όπου παρουσιάζονται ως περιθώρια έναντι των αμερικάνικων κυβερνητικών ομολόγων. Παρόλο που υπάρχει μεγάλη ρευστότητα στην αγορά των ΣΑΕ σε ευρώ, οι αποδόσεις τους έχουν την τάση να

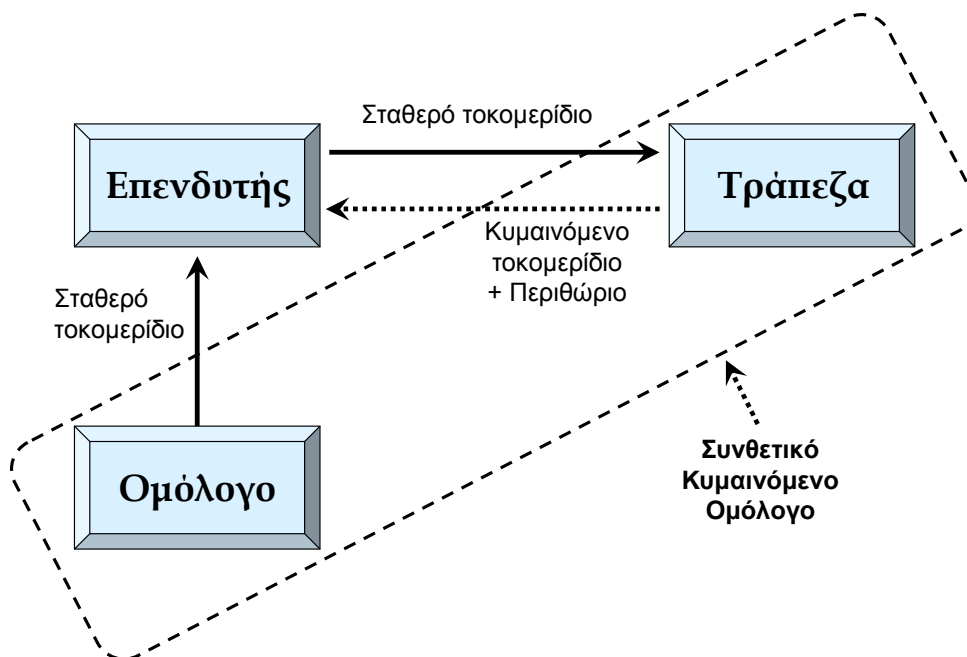
³⁹ Θα πρέπει να αναφερθεί ότι η αγορά των repos συναγωνίζεται την αγορά των EONIA swaps ως προς το ποια από τις δύο αγορές αποτελεί γνώμονα τιμολόγησης στο βραχυχρόνιο σκέλος της ευρωπαϊκής καμπύλης επιτοκίων. Η Ευρωπαϊκή αγορά των repos αναπτύσσεται με γοργούς ρυθμούς κυρίως λόγω της δημιουργίας ενός κεντρικού εκκαθαριστικού ιδρύματος καθώς και της προσπάθειας των συμμετεχόντων στην αγορά ως προς τον περιορισμό του κινδύνου του αντισυμβαλλόμενου.

κυμαίνονται υψηλότερα από τις αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων αναλογικά με την λήξη τους. Εναλλακτικά, μία επιδείνωση της πιστοληπτικής αξιοπιστίας του δημοσίου, μπορεί να οδηγήσει σε μία μείωση του περιθωρίου.

Συνήθως ο δανειολήπτης μπορεί να μην θέλει ένα ομόλογο σταθερού τοκομεριδίου στον ισολογισμό του. Κατά συνέπεια, μπορεί να πραγματοποιήσει μια συναλλαγή “asset swap” όπου ανταλλάσσετε το επιτοκιακό προφίλ του ομολόγου από σταθερού τοκομεριδίου σε κυμαινόμενου, έτσι ώστε η τελική θέση που δημιουργείται είναι ενός συνθετικού κυμαινόμενου ομολόγου (βλέπε Διάγραμμα 8.6).

Διάγραμμα 8.6

Σχηματική απεικόνιση συναλλαγής “Asset Swap”



Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, θα μπορούσε να ορισθεί ότι το περιθώριο πάνω από το swap (swap spread) ενός ομολόγου είναι η διαφορά

μεταξύ της απόδοσης του ομολόγου και της απόδοσης της καμπύλης swap στο άρτιο (par swap curve) στο σημείο της γραμμικής παρεμβολής της ίδιας διάρκειας με αυτήν του ομολόγου. Το πλεονέκτημα αυτού του μέτρου είναι ότι, αντίθετα με το περιθώριο έναντι ομολόγου αναφοράς (benchmark spread), αποφεύγει την ασυμμετρία της λήξης. Όμως και αυτό το μέτρο σύγκρισης πάσχει από την ασυμμετρία της διάρκειας, καθώς τις περισσότερες φορές το κουπόνι του ομολόγου δεν θα ισούται με το επιτόκιο της γραμμικής παρεμβολής της καμπύλης.

Το μεγαλύτερο εμπόδιο που αντιμετωπίζουμε, όταν προσπαθούμε να υπολογίσουμε τα περιθώρια αποδόσεων για ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου είναι ότι δεν μπορούμε να προβλέψουμε με βεβαιότητα τις μελλοντικές χρηματοροές, γιατί οι πληρωμές των τοκομεριδίων επαναπροσδιορίζονται περιοδικά, βασιζόμενες σε ένα επιτόκιο αναφοράς όπως το 3-μηνο “Euribor” (Euro Interbank Offered Rate), που ανακοινώνεται σε καθημερινή βάση⁴⁰. Ο τρόπος υπερπήδησης αυτού του εμποδίου γίνεται με το να υπολογίσουμε το περιθώριο προεξόφλησης (discount margin), το οποίο είναι το περιθώριο σε σχέση με το δείκτη επιτοκίου βάσης, τέτοιο ώστε η παρούσα αξία των χρηματοροών να ισούται με την τιμή συν τους δεδουλευμένους τόκους του ομολόγου.

Ο υπολογισμός του τροποποιημένου προεξοφλητικού περιθωρίου παρουσιάζεται παρακάτω

⁴⁰ Το “EURIBOR” είναι το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας είναι διατεθειμένη να δανείσει κεφάλαια σε ευρώ σε άλλη τράπεζα υψηλής φερεγγυότητας. Το επιτόκιο αυτό υπολογίζεται καθημερινά, για τις διατραπεζικές καταθέσεις με διάφορες διάρκειες έως 12 μηνών. Αντίστοιχα, υπάρχει το επιτόκιο “EONIA” δείκτης του επιτοκίου που επικρατεί στη διατραπεζική αγορά της ζώνης του ευρώ για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας, όπως διαμορφώνεται με βάση τις συναλλαγές. (βλέπε, Τράπεζα της Ελλάδος 2007).

$$\begin{aligned}
(P + AI) \times \left[1 + \left(\frac{RR + DM/100}{100} \times \frac{de}{360} \right) \right] - C_1 = \\
= \sum_{i=1}^N \frac{\left(C_a + \frac{QM}{100} \right) \times h}{\left[1 + \left(\frac{C_a + DM/100}{100} \times h \right) \right]^i} + \frac{100 + C_1}{\left[1 + \left(\frac{C_a + DM/100}{100} \times h \right) \right]^{N+1ext}}
\end{aligned}
\tag{8.11}$$

όπου, P είναι η αγοραία τιμή, AI είναι οι δεδουλευμένοι τόκοι, RR είναι το τρέχον βραχυχρόνιο επιτόκιο (repo rate), de είναι οι ημέρες μέχρι την χρονική στιγμή του επανακαθορισμού του κυμαινομένου τοκομεριδίου, C_1 είναι το πρώτο τοκομερίδιο, C_a είναι το τρέχον επιτόκιο αναφοράς, QM είναι το ονομαστικό περιθώριο του τοκομεριδίου, h είναι ο συντελεστής προσαρμογής των ημερών βάσης, N είναι τα συνολικά τοκομερίδια που απομένουν έως την λήξη του ομολόγου και DM είναι το ζητούμενο προεξοφλητικό περιθώριο ως προς το οποίο λύνουμε (βλέπε Fabozzi, 1986).

8.3 Κριτήρια Επιλογής του Δείγματος

Στην παρούσα έρευνα οι τίτλοι χρέους (debt securities), αναφέρονται στα χρεόγραφα εκτός των μετοχών, αποκλείοντας τα χρηματοοικονομικά παράγωγα και καλύπτουν εκδόσεις των Ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων (originators), ασχέτως του νομίσματος και της αγοράς εκδόσεως. Παράλληλα, δεν χρησιμοποιούμε στην ανάλυση μας ομολογιακούς δείκτες, γιατί έχουν την τάση να παρουσιάζουν ένα φιλτραρισμένο δείγμα του συνόλου σε κυκλοφορία ομολογιακών αγορών, λόγω των κριτηρίων που επιβάλλονται για την διαλογή των ομολόγων.

Έχουν επιβληθεί αρκετά φίλτρα ώστε να καταλήξουμε στο δείγμα των ομολόγων. Για να διασφαλίσουμε ότι τα εταιρικά ομόλογα που εξετάζουμε

στηρίζονται μόνο στην αξιοπιστία του εκδότη τους, αποκλείουμε ομόλογα προερχόμενα από τιτλοποιήσεις, και οιονεί κυβερνητικά ομόλογα (Supranationals, Pfandbriefe, κ.τ.λ.). Ομόλογα που έχουν κατηγοριοποιηθεί χωρίς πιστοληπτική διαβάθμιση, αποκλείονται από την ανάλυση.

Παράλληλα, όπως και στον Duffee (1999), το δείγμα περιλαμβάνει μόνο ομόλογα που θέλουν τουλάχιστον έναν ακόμα χρόνο έως την λήξη τους. Η αιτιολόγηση της αποκοπής από το δείγμα των ομολόγων με λιγότερη από ένα χρόνο υπολειπόμενη διάρκεια, στηρίζεται στην τεχνητή πίεση που δέχεται η αγοραστική τιμή προς τους τελευταίους μήνες ζωής, ώστε να συγκλίνει ως προς την τιμή εξόφλησης (redemption price).

Ακόμα, όποιο ομόλογο έχει τιμή βάσει θεωρητικής τιμολόγησης (matrix-priced) για μια συγκεκριμένη (εβδομάδα), αποκλείεται από το δείγμα για αυτήν την συγκεκριμένη εβδομάδα ή εβδομάδες. Η συμπερίληψη αυτών των τιμών δεν θα βοηθούσε την ανάλυση μας, μιας και το στοιχείο που θα ανακαλύπταμε θα ήταν απλά και μόνο ο θεσπισμένος τύπος υπολογισμού της τιμής και όχι οι χρηματοοικονομικοί παράγοντες που επηρεάζουν την υποκείμενη ομολογιακή αγορά.

Όσο αφορά τις ομολογιακές εκδόσεις με προσάρτηση δικαιώματος, η αγορά τιμολογεί τις εκδόσεις με δικαίωμα ανάκλησης των χρηματοοικονομικών οργανισμών λαμβάνοντας ως λήξη την πρώτη ημέρα δυνατότητας άσκησης του δικαιώματος. Αυτή η πρακτική υπονοεί ότι είναι ευρέως αποδεκτό από τους επενδυτές ότι αυτά τα χρεόγραφα θα ανακληθούν με την πρώτη ευκαιρία⁴¹.

Όμως μιας και η επιλογή του εκδότη να μην ανακαλέσει την έκδοση παραμένει μέσα στην διακριτική του ευχέρεια, θα πρέπει να αναφερθούμε συγκεκριμένα στους λόγους για τους οποίους πιστεύουμε ότι αυτές οι εκδόσεις θα ανακαλούνται κατά την πρώτη ευκαιρία. Πρώτον, θα αποτελούσε αρνητικό

⁴¹ Αυτή η πρακτική είναι χαρακτηριστικά εμφανής και από το γεγονός ότι ο δείκτης IBoxx αναφέρει ως ημερομηνίες λήξης των παρεπόμενων χρεογράφων που συμμετέχουν σε αυτόν τις ημερομηνίες ανάκλησης τους.

σινιάλο ως προς τους επενδυτές αν μια τράπεζα δεν ανακαλούσε μιας και αυτή η πράξη της θα εκλαμβάνονταν από την αγορά ως αδυναμία εύρεσης επαρκούς ρευστότητας. Αυτό το αντίκτυπο θα μπορούσε να μεταφερθεί ακόμα και στην μετοχική αποτίμηση της τράπεζας ως γενικευμένη κρίση εμπιστοσύνης ως προς αυτή. Δεύτερον, η δυνατότητα μελλοντικών εκδόσεων τέτοιων τίτλων θα επηρεάζονταν σημαντικά μιας και η ζήτηση τους θα μειώνονταν καθώς και το κόστος έκδοσης τους θα αυξάνονταν. Δηλαδή, η αγορά θα αποτιμούσε τους τίτλους βάση της ονομαστικής ημερομηνίας λήξεως τους αυξάνοντας το κόστος έναντι αυτών των τίτλων που κοστολογούνται βάση της ημερομηνίας του δικαιώματος πρώτης ανάκλησης. Τρίτον, οι προαναφερόμενες εκδόσεις στην πλειονότητα τους ενσωματώνουν όρους προσαύξησης της αποδόσεως τους (step up clause) που θέτονται σε ισχύ σε περίπτωση μη ανάκλησης του τίτλου αυξάνοντας έτσι το κόστος που επωμίζεται η τράπεζα για την ολική αποπληρωμή τους.

Επομένως, εξετάζονται δείγματα από εβδομαδιαίες παρατηρήσεις τιμών της δευτερογενούς αγοράς ελληνικών τραπεζικών ομολογιακών τίτλων (≈ 107 τίτλοι) για την χρονική περίοδο από τον Ιανουάριο 2000 έως τον Μάρτιο 2007 (βλέπε Πίνακα 8.2 του Παραρτήματος για αναλυτικά στοιχεία των ομολογιακών εκδόσεων υπό εξέταση).

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 9

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

9.1 Παράμετρος Πιστωτικού Κινδύνου

Οι πιστοληπτικές βαθμολογίες εξεταζόμενες μεμονωμένα δεν έχουν ως στόχο την αποτύπωση ενός απόλυτου μεγέθους της πιθανότητας αθέτησης. (default expectation), αλλά την εμφάνιση ενός δείκτη σχετικής δύναμης ή ευαισθησίας έναντι συγκεκριμένων πιστωτικών γεγονότων. Αυτό σημαίνει ότι οι ατομικές πιστοληπτικές διαβαθμίσεις δεν φέρουν το ίδιο βάρος όσο αφορά στην ποσοστιαία πιθανότητα αθέτησης, παρόλο που οι χαμηλότερες κατηγορίες έχουν ιστορικά μεγαλύτερες πιθανοκατανομές πιστωτικής αθέτησης από τις υψηλότερες κατηγορίες.

Η αναμενόμενη ζημία (expected loss) συμπεριλαμβάνει την πιθανότητα αθέτησης καθώς και την δριμύτητα της ζημίας (loss severity). Οι πιστοληπτικές βαθμολογίες αντικατοπτρίζουν κυρίως τον πρώτο παράγοντα έναντι του δεύτερου. Υπάρχουν, όμως, ορισμένες ομάδες υποκείμενων αξιών όπου οι πιστοληπτικές βαθμολογίες τους εμπεριέχουν την αξιολόγηση και των δύο παραγόντων. Τέτοιες ομάδες είναι οι υποχρεώσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Θα πρέπει να αναφερθεί ότι πιθανότητα αθέτησης δεν είναι τέλεια συσχετισμένη με την δριμύτητα της ζημίας, δηλαδή ένα ομόλογο μπορεί να φέρει χαμηλή πιθανότητα αθέτησης αλλά υψηλή δριμύτητα ζημίας. Για αυτό τον λόγο, η συνήθης πρακτική των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, είναι η εναπόθεση μεγαλύτερου βάρους στην πιθανότητα αθέτησης από ότι στο δεύτερο παράγοντα, όταν αξιολογούν τον κίνδυνο των εταιρικών ομολόγων.

Για την παραμετροποίηση του πιστωτικού κινδύνου χρησιμοποιούμε στη παρούσα μελέτη μια αντιπροσωπευτική μεταβλητή (proxy variable). Χρησιμοποιούμε τις πιστοληπτικές βαθμολογίες που ανακοινώνονται από τους διεθνείς οίκους Standard & Poor's και τους Moody's οι οποίες αιχμαλωτίζουν το αποτέλεσμα της πιθανότητας αθέτησης και του επιτοκίου ανάκτησης (recovery rate). Οι *Οργανισμοί Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας* (ΟΑΠΙ) εκδίδουν γνωμοδοτήσεις σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα που βοηθούν να ξεπεραστεί η ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ των φορέων που εκδίδουν χρεωστικά μέσα και εκείνων που επενδύουν στα μέσα αυτά. Οι ΟΑΠΙ έχουν μεγάλη επιρροή στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς οι δραστηριότητές τους στον τομέα των αξιολογήσεων παρακολουθούνται στενά από επενδυτές, εκδότες, δανειολήπτες και κυβερνήσεις. Οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας υπόκεινται σε διάφορες οδηγίες περί χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ιδιαίτερα στις οδηγίες περί κατάχρησης της αγοράς και κεφαλαιακών απαιτήσεων⁴².

Πρόσφατες έρευνες συμπεριλαμβάνουν τις πιστοληπτικές βαθμολογήσεις ως παράμετρο του πιστωτικού κινδύνου. Συγκεκριμένα, ο Elton (2001) χρησιμοποιεί της ομολογιακές βαθμολογήσεις των Moody's και των Standard & Poor's (S&P's) για να απεικονίσει έναν αντιπροσωπευτικό παράγοντα των χρηματοοικονομικών δεικτών της κάθε εταιρίας. Παρόλα αυτά, στην συγκεκριμένη μελέτη θα χρησιμοποιήσουμε μια ενοποιημένη κλίμακα πιστοληπτικής διαβάθμισης. Το πρώτο βήμα είναι να μετατρέψουμε τις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις των Moody's και των Standard & Poor's σε δύο διακριτές αριθμητικές κλίμακες (για τους S&P's από AAA=1 έως κάτω σε D=21 και για τους Moody's από Aaa=1 κάτω σε D=21). Μετά ενοποιούμε τις δύο κλίμακες σε ένα αθροιστικό (composite) μέτρο σταθμίζοντας τις κάθε δύο βαθμολογίες για κάθε ομόλογο. Για παράδειγμα, ένα ίδρυμα που έχει βαθμολογηθεί ως Aa1=2 και AA=3 θα λάβει βαθμολογία ίση με 2.5 (βλέπε

⁴² Βλέπε, Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28ης Ιανουαρίου 2003 για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, ΕΕ L 96 της 12.4.2003, σ. 16.

Πίνακα 9.1 του Παραρτήματος). Συνεπώς υποθέτουμε ότι οι S&P's και οι Moody's υποδεικνύουν τον ίδιο επίπεδο ρίσκου.

Οι αντιλήψεις τις οποίες ακολουθούν οι οίκοι πιστοληπτικής διαβάθμισης για να αξιολογήσουν τις διαφορετικές κατηγορίες των τραπεζικών κεφαλαίων δεν διαφέρουν σημαντικά. Όπως εμφανίζεται στον Πίνακα 9.2 (βλέπε Παράρτημα) όλοι οι οίκοι τείνουν να χρησιμοποιούν την μακροχρόνια βαθμολόγηση του εκδότη σαν βάση και μετά υπολογίζουν το επίπεδο των κλιμακίων (notches) ανάλογα με την δομή του τίτλου. Επομένως, παρόλο που οι πιστοληπτικοί οίκοι εξετάζουν τις εκάστοτε εκδόσεις ξεχωριστά, υπάρχει μια γενική τάση ως προς το πλαίσιο το οποίο ακολουθούν.

Οι πραγματικές πιθανότητες αθέτησης χρησιμοποιούνται ευρέως σαν σημεία αναφοράς του επιπέδου των πιστωτικών περιθωρίων. Όμως τα πιστωτικά περιθώρια των εταιριών ακολουθούν φάσεις μετάβασης. Στη παρούσα παραμετροποίηση χρησιμοποιούμε μήτρες μετάβασης των πιστωτικών διαβαθμίσεων, που δείχνει την πιθανότητα μετάβασης μεταξύ των πιστωτικών βαθμολογιών κάτω από την παραδοχή ότι οι κατανομές πιθανοτήτων της μελλοντικής κατάστασης της εταιρίας εξαρτώνται μόνο από την τρέχουσα κατάσταση.

Εν συνεχεία, αναμένουμε ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ αυτής της μεταβλητής και του περιθωρίου αποδόσεως, που σημαίνει ότι ένα υψηλός βαθμός στην παραγόμενη βαθμολογική κλίμακα (χαμηλή πραγματική βαθμολόγηση) θα έχει ως κατάληξη ένα υψηλότερο περιθώριο αποδόσεως για το ομόλογο.

Όμως, η διαφορά αποδόσεων μεταξύ των εταιρικών και των θεωρητικά ακίνδυνων κυβερνητικών ομολόγων είναι αρκετά μεγάλη ώστε να δικαιολογείται μόνο από τα ιστορικά ποσοστά αθέτησης (default rates). Αυτή η παρατήρηση είναι ιδιαίτερα εμφανής στα ομόλογα με υψηλή πιστοληπτική βαθμολόγηση, όπου το περιθώριο των αποδόσεων είναι υψηλό, παρόλο του ότι οι πιθανότητες

αθέτησης είναι αρκετά μικρές (De Jong & Driessen, 2004). Για αυτό τον λόγο εντάσσουμε και άλλους παράγοντες στην ανάλυση μας.

9.2 Παράμετρος Ρευστότητας

Η έννοια της ρευστότητας διαφοροποιείται ανάλογα με την οπτική γωνία που έχουν οι συναλλασσόμενοι στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Έτσι, οι επενδυτές ενδιαφέρονται για την ρευστότητα της αγοράς (market liquidity) που σχετίζεται με την δυνατότητα ευκολίας αγοράς ή πώλησης ενός επενδυτικού προϊόντος, οι κεντρικές τράπεζες ενδιαφέρονται για την μακροοικονομική ρευστότητα και την επίπτωση που έχει αυτή στις μελλοντικές πληθωριστικές πιέσεις, ώστε τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα αγωνιούν για την ρευστότητα χρηματοδότησης τους για να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις τους. Σε όλες τις περιπτώσεις, όμως, το κοινό στοιχείο είναι η δυνατότητα να συναλλάσσονται για συγκεκριμένα επενδυτικά στοιχεία σε προβλέψιμες τιμές. Αυτή η δυνατότητα είναι σημαντική για μια οικονομία, γιατί οι «ρευστές» αγορές ενισχύουν την οικονομική αποδοτικότητα, μειώνοντας το κόστος απόκτησης κεφαλαίου για τους δανειολήπτες και επιτυγχάνοντας την υψηλότερη απόδοση έναντι κινδύνου για τους δανειστές – επενδυτές.

Θα μπορούσε να υποστηριχθεί, ότι, το μέγεθος της ρευστότητας των χρηματοοικονομικών αγορών κυρίως καθορίζεται, κυρίως, από τους ίδιους τους συμμετέχοντες στην αγορά όπου, κάτω από κανονικές συνθήκες, οι ιδιώτες και οι θεσμικοί επενδυτές εισαγάγουν αρκετή ρευστότητα στο σύστημα ώστε να μην χρειάζεται οποιαδήποτε παρέμβαση από τις κεντρικές τράπεζες. Όταν επιβραδύνεται η συνήθης διαδικασία διαπραγμάτευσης και δανεισμού, τότε η έλλειψη ρευστότητας σημαίνει ότι οι επενδυτές δεν έχουν την δυνατότητα εκτέλεσης αγοραπωλησιών σε προβλεπόμενες τιμές με το ελάχιστο κόστος, εντείνοντας την έλλειψη πληροφόρησης. Ως αποτέλεσμα, μειώνεται η δυνατότητα των αγορών να τιμολογήσουν τα επενδυτικά προϊόντα βάσει των θεμελιωδών οικονομικών αξιών, οδηγώντας κατά αυτό τον τρόπο στην αύξηση

του οικονομικού κόστους από την μη αποδοτική διανομή (allocation) των διαθέσιμων κεφαλαίων.

Τα κόστη διαπραγμάτευσης υφίστανται κυρίως λόγω ατελειών της αγοράς όπως είναι τα προβλήματα συντονισμού και πληροφόρησης. Συγκεκριμένα, οι διαπραγματευτές αντιμετωπίζουν την αβεβαιότητα ως προς τον χρόνο που απαιτείται για να πραγματοποιηθεί μια συναλλαγή και για να αντισταθμιστεί με μια αντίστοιχη πράξη. Όταν ένας διαπραγματευτής αγοράζει ένα ομόλογο στη δευτερογενή αγορά, αντιμετωπίζει τον κίνδυνο ότι το ομόλογο μπορεί να παραμένει στο απόθεμα για μία μέρα, ένα μήνα, ή ακόμα περισσότερο. Το περιθώριο μεταξύ των τιμών αγοράς και πώλησης λειτουργεί ως τη αποζημίωση των διαπραγματευτών για την αβεβαιότητα που αντιμετωπίζουν κατά την περίοδο διακράτησης των αξιογράφων.

Σύμφωνα με πολλούς ερευνητές, ένας επενδυτής θα πρέπει να αναμένει κάποια αποζημίωση για την προσφερόμενη ρευστότητα στην αγορά εταιρικών ομολόγων έναντι της αγοράς κυβερνητικών ομολόγων. Συγκεκριμένα, οι Collin – Dufresne, Golstein και Martin (2001) βρίσκουν στοιχεία ότι η ρευστότητα επηρεάζει σημαντικά τις μεταβολές των πιστωτικών περιθωρίων.

Ακόμα, ο Duca (1999) θεωρεί ότι ένας από τους συντελεστές του πιστωτικού περιθωρίου είναι το πριμ ρευστότητας (liquidity premium) το οποίο αποζημιώνει τους επενδυτές για το γεγονός ότι τα «ιδιωτικά» χρεόγραφα είναι λιγότερο επιθυμητά όσο αφορά την διακράτηση τους σε σχέση με τα κυβερνητικά χρεόγραφα, όταν οι αγορές βρίσκονται σε αναταραχή και οι επενδυτές τείνουν προς την αποφυγή ανάληψης κινδύνου.

Συγχρόνως, η ρευστότητα είναι σημαντική και γιατί πολλοί θεσμικοί επενδυτές μπορεί να μην μπορούν να συμμετάσχουν σε μια έκδοση εταιρικού ομολόγου εάν είναι χαμηλότερο από ένα συγκεκριμένο ποσό αναφοράς, όπως συνήθως είναι τα 500 εκατομμύρια ευρώ για την Ευρωπαϊκή αγορά.

Η ευκολία με την οποία μπορεί ένα χρεόγραφο να διαπραγματευτεί στην αγορά (ρευστότητα), αποτυπώνεται καλλίτερα ως η διαφορά μεταξύ της τιμής ζήτησης (η τιμή στην οποία ο κάτοχος μπορεί να πουλήσει το χρεόγραφο), και της τιμής προσφοράς (η τιμή στην οποία ο αγοραστής μπορεί να αγοράσει το χρεόγραφο) γνωστή και ως το περιθώριο προσφοράς – ζήτησης (bid – offer spread). Όμως, για τις «εξωχρηματιστηριακές» αγορές (over the counter), αυτό το περιθώριο είναι δύσκολο να υπολογισθεί με ακρίβεια, γιατί υπάρχει έλλειψη στοιχείων από τους διαπραγματευτές ομολόγων. Γι' αυτό τον λόγο, χρησιμοποιούμε ένα έμμεσο μέτρο υπολογισμού της ρευστότητας, το οποίο είναι το ονομαστικό εναπομείναν ποσό για κάθε ομολογιακή έκδοση. Αναμένουμε μια αρνητική σχέση όπου το αυξημένο εναπομείναν ποσό θα αποτελεί οδηγό προς μειωμένα πιστωτικά περιθώρια.

9.3 Παράμετρος της Διάρκειας

Ένας άλλος λόγος για τον οποίο, τα ομόλογα μπορούν να θεωρηθούν από τους επενδυτές ότι κατέχουν διαφορετικό κίνδυνο, είναι η «ηλικία» του ομολόγου, εννοώντας την χρονική περίοδο ως την λήξη. Όμως, δεν υπάρχουν ξεκάθαρα στοιχεία από την χρηματοοικονομική βιβλιογραφία για το αν τα ομόλογα τείνουν να διαφοροποιούνται βάσει της διάρκειας τους. Παρόλα αυτά, οι διαρθρώσεις λήξεων του κάθε εκδότη είναι στενά συνδεδεμένες με τις ομολογιακές υποχρεώσεις που αντιμετωπίζει ο κάθε εκδότης.

Παράλληλα, ένας κοινός περιορισμός που επιβάλλεται στις περισσότερες εμπειρικές μελέτες πάνω στις ομολογιακές αγορές είναι η εξαίρεση των ομολόγων με δικαίωμα ανάκλησης (call or put options)⁴³. Στην παρούσα ανάλυση, όμως, συμπεριλαμβάνουμε ομόλογα με δικαίωμα ανάκλησης τροποποιώντας την διάρκεια τους μέχρι την ημερομηνία πρώτης ανάκλησης,

⁴³ Μια εναλλακτική μέθοδος θα ήταν να κατασκευάσουμε ένα μοντέλο το οποίο τιμολογεί συγκεκριμένα το αποτέλεσμα του δικαιώματος αλλά οι περισσότεροι αναλυτές προτιμούν να εξετάζουν τον προσδιορισμό του πιστωτικού κινδύνου ξεχωριστά από την αποτίμηση δικαιωμάτων.

μιας και σε όλες τις Ελληνικές εκδόσεις του δείγματος μας το δικαίωμα ανάκλησης παρουσιάζει υψηλή πιθανότητα εξάσκησης ⁴⁴. Αναμένουμε μια θετική συσχέτιση, όπου η αύξηση της λήξεως του ομολόγου καταλήγει σε αύξηση του πιστωτικού περιθωρίου.

9.4 Παράμετρος Μεταβλητότητας

Υπάρχουν μελέτες στην εμπειρική οικονομική βιβλιογραφία που εξετάζουν το θέμα της μετάδοσης της μεταβλητότητας των μετοχών στις ομολογιακές αξίες (βλέπε Hotchkiss και Ronen 2002 καθώς και Campell και Taksler 2003). Οι περισσότερες από αυτές τις μελέτες στηρίζονται σε υποδείγματα δεσμευμένης μεταβλητότητας υπό όρους, όπως είναι τα υποδείγματα αυτοπαλίνδρομης δεσμευμένης ετεροσκεδαστικότητας (ARCH) ή παραλλαγές αυτών⁴⁵. Σύμφωνα με αυτήν την κατηγορία υποδειγμάτων, η δεσμευμένη μεταβλητότητα παραμετροποιείται ως συνάρτηση των προηγούμενων τιμών της. Η ιδέα πίσω από αυτά τα υποδείγματα στηρίζεται στο ότι η μεταβλητότητα των χρηματοοικονομικών αποδόσεων επηρεάζεται από τις χρονικά εξαρτημένες πληροφορίες οι οποίες δημιουργούν έντονη συνάθροιση μεταβλητότητας (volatility clustering). Με άλλα λόγια, εάν για ένα μήνα η μεταβλητότητα είναι υψηλότερη από τον μηνιαίο μέσο όρο το μοντέλο θα προβλέψει μια υψηλότερη από το μέσο μεταβλητότητα και για τον επόμενο μήνα. Αυτό είναι πιο ρεαλιστικό από το επιχείρημα ότι η μεταβλητότητα παραμένει σταθερή εντός του μήνα ή της εβδομάδας που υπολογίζουμε κάθε φορά.

Αν η μεταβλητότητα αναμένεται να αυξηθεί τότε το τίμημα της αθέτησης (default premium) αξίζει περισσότερο και η τιμή του ομολόγου μειώνεται (βλέπε Hilscher 2007 καθώς και Koenigsberg, Janet, Showers, 1991)

⁴⁴ Βλέπε αναλυτική επεξήγηση στο επόμενο κεφάλαιο.

⁴⁵ Βλέπε Engle R.F., (1982) και Bollerslev (1986).

Η τεκμαρτή μεταβλητότητα (implied volatility) είναι δείκτης της αναμενόμενης μεταβλητότητας (η μεταβλητότητα μετριέται ως η τυπική απόκλιση των εκατοστιαίων ρυθμών μεταβολής που έχουν αναχθεί σε ετήσια βάση) των τιμών π.χ. των ομολόγων και των μετοχών (ή των αντίστοιχων συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης), όπως υπολογίζεται με βάση τις τιμές των δικαιωμάτων προαίρεσας (Βλέπε ΕΚΤ Μηνιαίο Δελτίο, Απρίλιος 2006)⁴⁶.

Στην παρούσα έρευνα, λόγω έλλειψης στοιχείων για τον υπολογισμό των τεκμαρτών μεταβλητοτήτων υπολογίζουμε την ιστορική μεταβλητότητα τους βάσει ενός υποδείγματος GARCH(1,1) (βλέπε Collin-Dufresne, Goldstein, 2002). Συγκεκριμένα, δημιουργούμε τις χρονολογικές σειρές με εβδομαδιαίες μεταβολές και χρησιμοποιώντας την διαδικασία GARCH(1,1) εξάγουμε τις εβδομαδιαίες μεταβλητότητες. Αναμένουμε ότι η αύξηση της μεταβλητότητας θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των πιστωτικών περιθωρίων.

9.5 Παράμετροι Επιτοκιακής Ευαισθησίας

Χρησιμοποιούμε δύο αντιπροσωπευτικές μεταβλητές για την παράμετρο των επιτοκίων, μία για τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια και μια για την κλίση της καμπύλης επιτοκίων (χρονική διάρθρωση των επιτοκίων).

9.5.1 Συντελεστής Βραχυπρόθεσμων Επιτοκίων

Σαν αντιπροσωπευτική μεταβλητή για τα βραχυχρόνια επιτόκια χρησιμοποιούμε το τρίμηνο επιτόκιο «Euribor» για να συλλάβουμε τις τάσεις στην στενά συνδεδεμένη με την αγορά ομολόγων, αγορά χρήματος (money market) και συγχρόνως γιατί περίπου το 90% των ελληνικών τραπεζικών

⁴⁶ Η τεκμαρτή μεταβλητότητα τείνει να είναι ελαφρά υψηλότερη από την πραγματική μεταβλητότητα εμφανίζοντας πιθανώς κάποιες στρεβλώσεις μέτρησης (βλέπε Christensen και Prabhala (1998).

ομολόγων είναι ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου που έχουν πληρωμές τοκομεριδίων βασιζόμενες ως περιθώριο πάνω σε επιτόκια αυτού του είδους.

Η αγορά χρήματος στην Ευρωζώνη επηρεάζεται άμεσα από τις μεταβολές του «βασικού παρεμβατικού επιτοκίου»⁴⁷ της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Συγκεκριμένα, το βραχυχρόνιο διατραπεζικό επιτόκιο αποτελεί το βασικότερο εργαλείο του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, καθώς μέσω της αυξομείωσης της προσφοράς χρήματος στοχεύει στην σταθεροποίηση του γενικού επιπέδου των τιμών προς αποφυγή των πληθωριστικών πιέσεων εντός της Ευρωζώνης (βλέπε ECB, 2006).

Είναι αλήθεια ότι υπάρχει μια διαφωνία ανάμεσα στους ερευνητές των εταιρικών ομολόγων για το αν τα χαμηλότερα επιτόκια σχετίζονται με ασθενέστερη οικονομία και συνεπώς υψηλότερα πιστωτικά περιθώρια. Σύμφωνα με στοιχεία που παρουσιάζει ο Duffee (1998) υπάρχει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των πιστωτικών περιθωρίων των εταιρικών ομολόγων (χωρίς ανάκληση) και του επιπέδου των βραχυχρόνιων επιτοκίων. Παράλληλα, όπως, παρουσιάζουν οι Longstaff και Schwartz (1995) το αντίκτυπο που έχουν τα ανοδικά τρέχοντα βραχυχρόνια επιτόκια (spot rates) στον προσδοκώμενο ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας είναι θετικό, μειώνοντας κατά αυτό τον τρόπο την πιθανότητα αθέτησης και επακόλουθα το πιστωτικό περιθώριο.

Αναμένουμε μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των βραχυχρόνιων επιτοκίων και του πιστωτικού περιθωρίου, γιατί τα χαμηλά βραχυχρόνια επιτόκια συνήθως συνδέονται με φάσεις αποδυνάμωσης της οικονομίας και συνεπώς υψηλότερων πιστωτικών περιθωρίων.

⁴⁷ Ως «βασικό παρεμβατικό επιτόκιο» της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) ορίζεται το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης και αποτελεί τον μέσο όρο του επιτοκίου διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και του επιτοκίου διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων όπως καθορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ σε μηνιαία κυρίως βάση.

9.5.2 Συντελεστής κλίσεως της καμπύλης επιτοκίων

Σαν αντιπροσωπευτική μεταβλητή για την κλίση της καμπύλης επιτοκίων χρησιμοποιούμε το περιθώριο μεταξύ των δεκαετών και των διετών αποδόσεων της καμπύλης κυβερνητικών ομολόγων της Ευρωζώνης.

Είναι γεγονός ότι, δεν υπάρχει ένας απόλυτος ορισμός για το πώς ορίζεται η καμπύλη επιτοκίων. Ο πιο συνηθισμένος χαρακτηρισμός της είναι ως η διαφορά μεταξύ των μακροπρόθεσμων και των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων. Στην παρούσα έρευνα θα χρησιμοποιήσουμε την διαφορά μεταξύ των δεκαετών και διετών επιτοκίων των κυβερνητικών ομολόγων της Ευρωζώνης, γιατί αυτή η παραμετροποίηση καλύπτει το πιο συχνά διαπραγματεύσιμο κομμάτι της καμπύλης κυβερνητικών ομολόγων και αφήνει εκτός το βραχυχρόνιο κομμάτι αυτής, το οποίο καλύπτεται από την προηγούμενη παράμετρο υπό εξέταση.

Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια, συνήθως είναι υψηλότερα από τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια κυρίως λόγω της αβεβαιότητας που συμπεριλαμβάνεται στον δανεισμό σε σταθερά επιτόκια για μακρύ χρονικό διάστημα. Όταν η παραπάνω κατάσταση αντιστρέφεται υπονοεί ότι οι επενδυτές ομολόγων αναμένουν μείωση των επιτοκίων, μια τάση που σχετίζεται με ανεμική ανάπτυξη της οικονομίας και χαμηλό πληθωρισμό. Ασχέτως όμως των αναπτυξιακών επιπτώσεων, μια παρατεταμένη περίοδος με ανεστραμμένη καμπύλη ομολογιακών αποδόσεων, μπορεί να δημιουργήσει συστημικές επιπλοκές στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, γιατί πολλοί δανειστές χρηματοδοτούν την μακροπρόθεσμη δανειοδότηση τους με βραχυπρόθεσμη δανειοληψία.

Η «Υπόθεση των προσδοκίων» της χρονικής διάρθρωσης των επιτοκίων, υπονοεί ότι η κλίση της καμπύλης των επιτοκίων χωρίς κίνδυνο (η οποία μετράται συνήθως ως η απόκλιση των μακροχρόνιων επιτοκίων σε σχέση με τα βραχυχρόνια επιτόκια), είναι ένας ιδανικός δείκτης προβλέψεως των μελλοντικών μεταβολών των βραχυχρόνιων επιτοκίων για όλη τη χρονική διάρκεια του μακροχρόνιου ομολόγου. Γι' αυτό, μία αύξηση της κλίσεως της

καμπύλης υπονοεί μια αύξηση στα προσδοκώμενα επιτόκια. Η καμπύλη τεκμαρτών μελλοντικών επιτοκίων (implied forward rates curve) θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι παρουσιάζει τις προσδοκίες που έχουν οι συμμετέχοντες στην αγορά για το μελλοντικό επίπεδο των επιτοκίων.

Συγχρόνως, η κλίση της καμπύλης επιτοκίων σχετίζεται συχνά και με την μελλοντική κατάσταση του επιχειρηματικού κύκλου (Βλέπε Litterman και Scheinkman (1991) και Chen και Scott (1993)).

Ακόμα, οι Bevan και Garzarelli (2000) δείχνουν ότι υπάρχει μια θετική μακροχρόνια συσχέτιση μεταξύ των κυβερνητικών αποδόσεων και των πριμ επιτοκίων για τα εταιρικά ομόλογα με βάση την αγορά των ΗΠΑ από το 1960 έως το 1999.

Για τους παραπάνω λόγους, αναμένουμε μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μεταβολών των πιστωτικών ανοιγμάτων και της κλίσεως της καμπύλης επιτοκίων.

9.6 Παράμετροι Μακροοικονομικών Μεταβλητών

Θα χρησιμοποιήσουμε δύο αντιπροσωπευτικές μεταβλητές (proxies) για το μακροοικονομικό περιβάλλον. Η πρώτη είναι ο μηνιαίος ρυθμός μεταβολής του ετησιοποιημένου Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Α.Ε.Π.), τοποθετημένο ώστε να παγιδεύσει την επίδραση της αύξησης της παραγωγής (output growth), και η δεύτερη είναι ο μηνιαίος ρυθμός μεταβολής του ετησιοποιημένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (Δ.Τ.Κ.), για να αντικατοπτρίσει την επίδραση του πληθωρισμού.

9.6.1 Ρυθμός ανάπτυξης Α.Ε.Π.

Όσο αφορά τον μηνιαίο ρυθμό μεταβολής του ετησιοποιημένου Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Α.Ε.Π.) αναμένουμε ότι θα είναι αρνητικά συσχετισμένος με τα πιστωτικά περιθώρια, λόγω του ότι ο αυξανόμενος ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας αυξάνει την εμπιστοσύνη που δείχνουν οι επενδυτές ως προς την εταιρική πίστη, μειώνοντας έτσι την πιθανότητα αθέτησης και επομένως τα πιστωτικά περιθώρια.

Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγουν και οι Dialynas και Edington (1992), οι οποίοι ενισχύουν, μέσα από την εμπειρική έρευνα τους, την αντίληψη ότι οι φάσεις του οικονομικού κύκλου κινούνται αντίθετα από τις μεταβολές των πιστωτικών περιθωρίων.

Στην παραπάνω συλλογιστική συνάδουν και τα πορίσματα της έρευνας των Guha και Hiris (2002), οι οποίοι βρίσκουν ισχυρά στοιχεία ότι τα πιστωτικά περιθώρια των εταιρικών ομολόγων είναι στενά συνδεδεμένα με τις κυκλικές οικονομικές διακυμάνσεις και τείνουν να είναι σημαντικά υψηλότερα σε περιόδους ύφεσης από ότι σε περιόδους ανάπτυξης. Παράλληλα, η έρευνα τους προχωράει ένα βήμα παρακάτω υποστηρίζοντας ότι υπάρχουν αποδεικτικά στοιχεία τα οποία καταδεικνύουν ότι οι μεταβολές των πιστωτικών περιθωρίων προπορεύονται των μεταβολών του οικονομικού κύκλου. Πιθανή εξήγηση αυτού του πορίσματος είναι ότι, τα πιστωτικά περιθώρια των εταιρικών ομολόγων προσδιορίζονται στις μελλοντικά εστιασμένες αγορές και υπάρχουν σε υψηλότερη συχνότητα από τις μακροοικονομικές μεταβλητές και γι' αυτό μπορεί να αποτελέσουν πιθανούς χρήσιμους δείκτες της οικονομικής κατάστασης.

9.6.2 Πληθωρισμός

Θεωρούμε ότι οι πληθωριστικές πιέσεις θα πρέπει να είναι άμεσα θετικά συσχετισμένες με το εύρος των πιστωτικών περιθωρίων καθώς κατά την

διάρκεια πληθωριστικών περιόδων οι επενδυτές θα αποζητούν υψηλότερες αποδόσεις από τις τοποθετήσεις τους σε εταιρικά ομόλογα.

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 10

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

10.1 Προσδιορισμός της καμπύλης επιτοκίων

Όπως έχουμε προαναφέρει, θεωρητικά μπορούμε να διακρίνουμε πολλά είδη καμπυλών επιτοκίων όπως είναι η καμπύλη αναφοράς (benchmark), η καμπύλη τοκομεριδίων στο άρτιο (par coupon curve) και η καμπύλη μηδενικών τοκομεριδίων. Στην παρούσα έρευνα επιλέγουμε την καμπύλη αποδόσεων μηδενικών τοκομεριδίων, γιατί μπορεί να χρησιμοποιηθεί ώστε να έχουμε αποτιμήσεις σε απόλυτους όρους, εννοώντας ότι μπορούμε να τιμολογήσουμε οποιοδήποτε προϊόντα σταθερού εισοδήματος και παραγώγων αυτών.

Παράλληλα, τα πιστωτικά περιθώρια υπολογίζονται από ατομικά εταιρικά ομόλογα συνυπολογίζοντας τα τοκομερίδια τους. Συγκεκριμένα, τα “χωρίς κίνδυνο” προεξοφλητικά επιτόκια προέρχονται από τα Γερμανικά κυβερνητικά ομόλογα και τα μηδενικού τοκομεριδίου επιτόκια κατασκευάζονται με τις παραδοχές ότι τα προθεσμιακά επιτόκια, ανάμεσα στις λήξεις των κυβερνητικών ομολόγων, είναι σταθερά και ότι διαχωρίζονται τα κουπόνια (stripping) από τα αντίστοιχα κρατικά ομόλογα.

Στους Nelson και Siegel (1987) παρουσιάζεται μια πολυώνυμη συνάρτηση τριών συνιστωσών ως προσεγγιστικός υπολογισμός της καμπύλης αποδόσεων, όπου οι παράμετροι του υποδείγματος μπορούν να ερμηνευθούν ως οι πιο πρόσφατοι δυναμικοί παράγοντες για το επίπεδο, την κλίση και την κυρτότητα της καμπύλης αποδόσεων. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων υπολογίζονται οι παράμετροι σε κάθε χρονική στιγμή και όπως υποστηρίζουν οι Diebold και Li (2006) αυτή η μορφή

της συνάρτησης είναι ικανή να συμπεριλάβει αρκετά τυποποιημένα γεγονότα σχετικά με την διάρθρωση κατά διάρκεια των επιτοκίων. Επομένως, για να βρούμε τα τρέχοντα επιτόκια (spot rates) έχουμε χρησιμοποιήσει την μέθοδο των Nelson & Siegel (1987) για τον προσδιορισμό “spots” από ένα δείγμα ομολογων που φέρουν τοκομερίδια. Το πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι, έχει την δυνατότητα να χρησιμοποιήσει όλα τα ομόλογα του δείγματος, ασχέτως πιστοληπτικής κατηγορίας μειώνοντας έτσι την επιρροή που θα μπορούσαν να έχουν κάποιες ελλείψεις στοιχείων σε ορισμένες κατηγορίες.

Ακόμα, η ιστορική παρατήρηση μας υποδεικνύει ότι τα επιτόκια κινούνται γύρω από το μέσο (mean reverting), που σημαίνει ότι όταν είναι σε ιστορικά υψηλά επίπεδα τείνουν να μειωθούν αντί να αυξηθούν περισσότερο. Η παρόμοια επαναφορά παρατηρείται και όταν τα επιτόκια βρίσκονται σε ιστορικά πολλή χαμηλά επίπεδα. Για αυτό τον λόγο, τα επιτόκια συνήθως παραμετροποιούνται χρησιμοποιώντας μια διαδικασία στάθμισης της επαναφοράς όπως αυτή του Vasicek (1977).

Παράλληλα, οι στατιστικές αναλύσεις πάνω στις σχέσεις των επιτοκίων δείχνουν ότι οι συσχετίσεις (correlations) μεταξύ των μεταβολών των επιτοκίων δεν είναι ίσες με 1 αλλά διαφοροποιούνται ανάλογα με την διάρκεια. Συγκεκριμένα, όπως φαίνεται από τον Πίνακα (10.1) όπου παρουσιάζετε μια μήτρα συσχέτισης των ημερήσιων μεταβολών των επιτοκίων μηδενικού τοκομεριδίου όλοι οι συντελεστές συσχέτισης είναι θετικοί και μειώνονται όσο η διαφορά μεταξύ των διαρκειών αυξάνεται. Συνεπώς, η τιμολόγηση ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος έναντι ενός σημείου της καμπύλης μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα συμπεράσματα. Για αυτό τον λόγο λαμβάνουμε υπόψη στην τιμολόγηση ολόκληρη την χρονική διάρθρωση των επιτοκίων.

Πίνακας 10.1

Μήτρα συσχέτισης των ημερήσιων μεταβολών των επιτοκίων μηδενικού τοκομεριδίου

	1M	3M	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y
1M	1												
3M	0.992	1											
6M	0.775	0.775	1										
1Y	0.354	0.3	0.637	1									
2Y	0.214	0.165	0.42	0.901	1								
3Y	0.278	0.246	0.484	0.79	0.946	1							
4Y	0.26	0.225	0.444	0.754	0.913	0.983	1						
5Y	0.224	0.179	0.381	0.737	0.879	0.935	0.981	1					
6Y	0.216	0.168	0.352	0.704	0.837	0.892	0.953	0.991	1				
7Y	0.228	0.182	0.35	0.661	0.792	0.859	0.924	0.969	0.991	1			
8Y	0.241	0.199	0.351	0.614	0.745	0.826	0.892	0.936	0.968	0.992	1		
9Y	0.238	0.198	0.339	0.58	0.712	0.798	0.866	0.913	0.95	0.981	0.996	1	
10Y	0.202	0.158	0.296	0.576	0.705	0.779	0.856	0.915	0.952	0.976	0.985	0.99	1

Για να εντοπίσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν την καμπύλη επιτοκίων θα πρέπει κατά κάποιο τρόπο να σταθμίσουμε την αντίληψη που έχουν οι επενδυτές για τον επιτοκιακό κίνδυνο. Υπάρχουν τρεις θεωρίες που προσπαθούν να απαντήσουν σε αυτόν τον προβληματισμό: η υπόθεση των προσδοκιών (the expectations hypothesis), η υπόθεση υπεραξίας της ρευστότητας (liquidity premium hypothesis - preferred habitat hypothesis) και η υπόθεση του διαχωρισμού των αγορών (Market segmentation hypothesis).

Η υπόθεση των προσδοκιών (expectations hypothesis), εστιάζει την προσοχή της στις υπάρχουσες προσδοκίες των επενδυτών για την κατεύθυνση των επιτοκίων. Μια βασική παραδοχή που κάνει αυτή η θεωρία είναι ότι, οι επενδυτές αδιαφορούν για τον κίνδυνο αλλά ενδιαφέρονται μόνο για την

υψηλότερη δυνατή απόδοση. Επομένως, μια σημαντική προέκταση της υπόθεσης των προσδοκιών είναι ότι, η καμπύλη των προθεσμιακών επιτοκίων μπορεί να αποτελέσει μια εκτίμηση των μελλοντικών spot επιτοκίων. Δηλαδή, τα προθεσμιακά επιτόκια τείνουν να είναι υψηλότερα από τα spot επιτόκια όταν η καμπύλη έχει θετική κλίση ενώ τείνουν να είναι χαμηλότερα όταν η καμπύλη είναι αρνητική.

Η υπόθεση υπεραξίας της ρευστότητας (liquidity premium hypothesis) στηρίζεται στην παραδοχή ότι οι επενδυτές προτιμούν να αγοράσουν βραχυχρόνια επενδυτικά προϊόντα έναντι μακροχρόνιων αξιογράφων γιατί θέλουν να έχουν ρευστά διαθέσιμα σε συχνότερα χρονικά διαστήματα για περίπτωση ανάγκης. Άρα, θεωρούν πως διατρέχουν κίνδυνο σε περίπτωση προεξόφλησης των αξιογράφων και για αυτόν τον κίνδυνο πρέπει να αποζημιωθούν με μεγαλύτερη απόδοση.

Η υπόθεση του διαχωρισμού των αγορών (Market segmentation hypothesis) υποστηρίζει ότι η κάθε χρονική διάρκεια απαρτίζεται από ξεχωριστούς επενδυτές σε σχέση με τα υπόλοιπα σκέλη της χρονικής διάρθρωσης των επιτοκίων και οι οποίοι ανάλογα με την προσφορά και την ζήτηση θέτουν ισορροπία στην απαιτούμενη απόδοση αυτών των προϊόντων. Επομένως, όταν η ισορροπία επιτυγχάνεται στα μακροχρόνια σημεία της καμπύλης επιτοκίων σε υψηλότερα επιτόκια από τα αντίστοιχα των βραχυχρόνιων σημείων, τότε έχουμε θετική κλίση της καμπύλης και αντίστοιχα όταν επιτυγχάνεται σε χαμηλότερα επίπεδα έχουμε αρνητική κλίση.

Σε σχέση με τις παραπάνω θεωρήσεις, θα μπορούσε να διατυπωθεί ότι ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν την καμπύλη επιτοκίων είναι σίγουρα η νομισματική πολιτική που ασκούν οι κεντρικές τράπεζες, καθώς έχουν την δυνατότητα να ελέγχουν άμεσα το βραχυχρόνιο σκέλος της καμπύλης και επομένως να καθοδηγούν εμμέσως και το μακροχρόνιο σκέλος. Η νομισματική πολιτική, μέσω των εργαλείων της αυξομειώνει την προσφορά χρήματος σε κυκλοφορία και καθορίζει κατά αυτό τον τρόπο τα

βραχυχρόνια διατραπεζικά επιτόκια. Δηλαδή, καθορίζει το κόστος ευκαιρίας που πρέπει ο επενδυτής να απολέσει ώστε να επενδύσει σε άλλες μορφές επενδύσεων που ενέχουν κίνδυνο. Σε αντισταθμιστικούς όρους, ο διαχειριστής θα πρέπει να δανειστεί βάσει των “παρεμβατικών” επιτοκίων των κεντρικών τραπεζών, ώστε να χρηματοδοτήσει την αγορά άλλων επενδυτικών προϊόντων, όποτε θα είναι απρόθυμος να προχωρήσει σε αυτήν την στρατηγική αν το κόστος δανεισμού είναι υψηλότερο από την απόδοση της επένδυσης (“negative carry”). Χαρακτηριστική περίπτωση αυτής της κατάστασης είναι η ύπαρξη αρνητικής καμπύλης επιτοκίων όπου παρατηρούνται τα βραχυχρόνια επιτόκια να είναι υψηλότερα από τα μακροχρόνια.

Παράλληλα, το επίπεδο της οικονομικής ανάπτυξης επηρεάζει την καμπύλη επιτοκίων, καθώς οδηγεί στην ανακατανομή των κεφαλαίων της οικονομίας λόγω της προσπάθειας των συμμετεχόντων στο οικονομικό σύστημα για διασφάλιση έναντι του εκάστοτε οικονομικού κύκλου. Συγκεκριμένα, σε περιόδους ύφεσης η εισροή κεφαλαίων σε επενδύσεις με χαμηλό χρονικό ορίζοντα και με την μέγιστη δυνατή ασφάλεια είναι αρκετά υψηλή, αυξάνοντας έτσι την ζήτηση στο βραχυχρόνιο σκέλος της καμπύλης επιτοκίων έναντι του μακροχρόνιου σκέλους. Αντιθέτως, σε περιόδους ακμής της οικονομίας η τάση για ανάληψη επιτοκιακού κινδύνου στο μακροχρόνιο σκέλος είναι μεγαλύτερη.

Ακόμα, η δημοσιονομική πολιτική επηρεάζει άμεσα την χρονική διάρθρωση των επιτοκίων, καθώς σηματοδοτεί την μελλοντική δυνατότητα του δημοσίου να καλύψει ικανοποιητικά ή μη το δημόσιο χρέος. Αν οι επενδυτές ανησυχούν για το αν το δημόσιο έχει την δυνατότητα να αποπληρώσει τις εναπομένουσες ομολογιακές εκδόσεις του, τότε θα απαιτήσουν μέσω της αγοραστικής δύναμης τους μεγαλύτερη αποζημίωση για την ανάληψη κινδύνου.

Σε άμεση συσχέτιση με τα παραπάνω βρίσκονται και οι συναλλαγματικές αξίες, που μεταβάλλουν την επιτοκιακή χρονική κλιμάκωση μέσω της διαφοροποίησης του ισοζυγίου πληρωμών της χώρας ή της νομισματικής περιοχής λόγω της αυξομείωσης που προκαλεί στην ελαστικότητα των εξαγωγών

έναντι των εισαγωγών. Η αξιολόγηση της δυναμικής της οικονομίας μέσω του εμπορικού ισοζυγίου και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αποτελεί ουσιαστικά και μια στάθμιση του κατά πόσο η επένδυση σε δημόσιο χρέος της συγκεκριμένης χώρας γίνεται ελκυστικότερη για τους ξένους επενδυτές.

Συγχρόνως, οι πληθωριστικές πιέσεις έχουν αντίκτυπο πάνω στην καμπύλη επιτοκίων καθώς επηρεάζουν άμεσα το μακροχρόνιο σκέλος της καμπύλης και εμμέσως την χάραξη της νομισματικής πολιτικής. Δηλαδή, οι αγοραστικές προσδοκίες διαφοροποιούν τις επενδυτικές αντιλήψεις, ιδιαίτερα στο μακροχρόνιο μέρος της καμπύλης.

Η τακτική επαναγοράς των ομολόγων δημοσίου από τον Οργανισμό Δημοσίου Χρέους της χώρας, επηρεάζει άμεσα την καμπύλη επιτοκίων μιας και ασκεί πίεση στην προσφερόμενη ποσότητα των τίτλων δημοσίου. Η ομολογιακή αγορά θα επαναπροσδιορίσει την μελλοντική αξία των ομολογιακών αποδόσεων βάσει των ανακοινώσεων για επαναγορά, όπου το μέγεθος καθώς και το επιτόκιο επαναγοράς αποτελούν βασικές παραμέτρους για αυτή την μεταβολή. Συνήθως, σε περιόδους γεωπολιτικής αποσταθεροποίησης παρατηρείται η τάση για “φυγή προς την ποιότητα” (“flight-to-quality”), που μεταφράζεται στην προτίμηση των επενδυτών σε περιόδους αστάθειας για εύρεση καταφύγιου στις αγορές των χωρών με ισχυρή θέση στο γεωπολιτικό χάρτη.

10.2 Εμπειρικά αποτελέσματα

Λαμβάνοντας υπόψη τον παραπάνω σχολιασμό του ορισμού και των μεταβολών της καμπύλης επιτοκίων, παρουσιάζουμε την ανάλυση της συστηματικής σχέσης μεταξύ του πιστωτικού περιθωρίου απόδοσης των ελληνικών τραπεζικών ομολόγων (έναντι του χρηματοπιστωτικού εργαλείου που αποτελεί σημείο αναφοράς) και των κυρίων παραγόντων που το επηρεάζουν, όπως αυτοί αναλύθηκαν στο κεφάλαιο 9.

Η εξαρτημένη μεταβλητή “ Δ_{SPREAD_Si} ” υπολογίζεται ως ο φυσικός λογάριθμος της διαφοράς που δημιουργείται από τον υπολογισμό του τροποποιημένου προεξοφλητικού επιτοκίου (adjusted discount margin) ώστε να απεικονισθούν οι ρυθμοί μεταβολής για το πιστωτικό περιθώριο. Επομένως το υπό εξέταση υπόδειγμα παίρνει την μορφή της (10.1):

$$\Delta_{SPREAD_Si} = a_{Si} + \beta_{S1i}\Delta_{RAT} + \beta_{S2i}\Delta_{LIQ} + \beta_{S3i}\Delta_{MAT} + \beta_{S4i}\Delta_{VOL} +$$

Αναμενόμενα πρόσημα: (+) (-) (+) (+)

$$+ \beta_{S5i}\Delta_{ST_R} + \beta_{S6i}\Delta_{SLP} + \beta_{S7i}\Delta_{GDP} + \beta_{S8i}\Delta_{CPI} + \varepsilon_{Si}$$

 (-) (-) (-) (+)

(10.1)

Όπου a_{Si} είναι η παρεμβολή, Δ_{RAT} δηλώνει τον πιστωτικό κίνδυνο, Δ_{LIQ} την ρευστότητα, Δ_{MAT} τη λήξη, Δ_{VOL} τη μεταβλητότητα, Δ_{ST_R} τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, Δ_{SLP} την κλίση της καμπύλης επιτοκίων, Δ_{GDP} το ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ, Δ_{CPI} τον πληθωρισμό.

Τα αποτελέσματα εκτίμησης του υποδείγματος της παρούσας έρευνας σε σχέση με κάθε αντιπροσωπευτική μεταβλητή παρουσιάζονται στον παρακάτω Πίνακα 10.2. Οι προσεγγίσεις των συντελεστών παλινδρόμησης (regression coefficient estimates) $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_{k=7}$, είναι οι παράμετροι που ποσοτικοποιούν την ατομική επίδραση της κάθε μιας από τις επεξηγηματικές μεταβλητές πάνω στην εξαρτημένη μεταβλητή Δ_{SPREAD_Si} .

Πίνακας 10.2

Αποτελέσματα της παλινδρόμησης για το φιλτραρισμένο δείγμα

Μεταβλητές	Αναμενόμενο πρόσημο	Συντελεστής	t-value	P-value
Παρεμβολή (Intercept)	-	-85.392	-365.04	0,0091
Πιστωτικός Κίνδυνος (Δ_{RAT})	+	+0.1589	175.13	0,0087
Ρευστότητα (Δ_{LIQ})	-	-48.314	-41.10	0,0127
Λήξη (Δ_{MAT})	+	+0.4225	67.59	0,0191
Μεταβλητότητα (Δ_{VOL})	+	+0.3558	57,22	0,0261
Βραχυπρόθεσμα Επιτόκια (Δ_{ST_R})	-	+0.1327	85.78	0,0375
Κλήση της Καμπύλης Επιτοκίων (Δ_{SLP})	-	-57.625	-12.39	0,0288
Ρυθμός Ανάπτυξης Α.Ε.Π. (Δ_{GDP})	-	-7.35 E-6	-2.35	0,1132
Πληθωρισμός (Δ_{CPI})	+	+6.90 E-5	4.77	0,1283
R ²	0.7823			
Προσαρμοσμένο R ²	0.7582			
Durbin - Watson	2,07			

Όπως απεικονίζεται και πιο πάνω, όλοι οι συντελεστές είναι σημαντικοί, εκτός για τους δείκτες ΑΕΠ και ΔΤΚ που δεν είναι σημαντικοί ούτε σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Μια εξήγηση θα μπορούσε να είναι ότι, παρόλο που τα ομόλογα του δείγματος μας, έχουν όλα Έλληνες εκδότες, οι μακροοικονομικοί παράγοντες που τα επηρεάζουν μπορεί να συνδέονται στενά με την ευρύτερη Ευρωζώνη και όχι μόνο με την Ελλάδα.

Σε συνέχεια των παραπάνω, όλα έχουν το προβλεπόμενο πρόσημο, εκτός από τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια, που κατέληξαν στο αντίθετο πρόσημο από το αναμενόμενο, υποδεικνύοντας ότι οι αλλαγές στο τρίμηνο βραχυχρόνιο επιτόκιο προκαλούν την κίνηση του περιθωρίου προς την ίδια κατεύθυνση. Μια ποιοτική

εξήγηση αυτού του φαινομένου μπορεί να είναι ότι, τα χαμηλά επίπεδα των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων ωθούν τους επενδυτές να μετακυλήσουν τις προτιμήσεις τους από χαμηλού σε υψηλού ρίσκου στοιχεία ενεργητικού. Μια τέτοια τάση καταλήγει σε μείωση των διαφορών των πιστωτικών περιθωρίων.

Συνολικά το μοντέλο έχει R^2 ίσο με 0.7823 και προσαρμοσμένο R^2 ίσο με 0.7582, ενώ το Durbin – Watson statistic του μοντέλου είναι 2.07.

Συνεπώς η επιτοκιακή αμοιβή (interest premium) αποζημιώνει του επενδυτές για τον υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο ενός χρηματοοικονομικού ιδρύματος με «φτωχότερη» πιστοληπτική βαθμολόγηση. Ακόμα, η αποσύνθεση των πιστωτικών περιθωρίων δείχνει ότι το πριμ κινδύνου (risk premium) αυξάνει σημαντικά για τις χαμηλότερα βαθμολογημένες εκδόσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

ΕΠΙΠΛΟΚΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

11.1 Ανασκόπηση της τρέχουσας Χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης

Στο παρόν τμήμα της ερευνάς μας γίνεται μια προσπάθεια προσδιορισμού των παραγόντων που οδήγησαν στην τρέχουσα κρίση καθώς και των συστατικών στοιχείων στη διαμόρφωση μιας νέας αρχιτεκτονικής του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Κρίνοντας από την ιστορία, η τρέχουσα κρίση – που ξεκίνησε στα μέσα 2007 – πιθανότατα θα αποτελέσει μια από τις εντονότερες του 20ου αιώνα και έχει εδραιώσει τα χαρακτηριστικά μιας ύφεσης. Όμως, το αντίκτυπο που είχαν οι προηγούμενες κρίσεις πάνω στην πραγματική οικονομία ήταν διαφορετικό και σχετιζόνταν με τα μέτρα που έλαβαν οι κυβερνήσεις για να επαναφέρουν την χρηματοοικονομική σταθερότητα και εμπιστοσύνη.

Το προφανές ερώτημα που δημιουργείται είναι: “Πώς φθάσαμε ως αυτή την κατάσταση και ποιοι ήταν οι παράγοντες που προκάλεσαν την κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού και οικονομικού συστήματος;” Η απάντηση όμως είναι περίπλοκη και δεν υπάρχει ομοφωνία μεταξύ των ειδικών για την συμβολή του κάθε παράγοντα. Ωστόσο, για να κατανοήσουμε τις επιπλοκές της κρίσης και για να εξαγάγουμε βασικά συμπεράσματα θα πρέπει να εξετάσουμε την εξέλιξη των γεγονότων κατά τα τελευταία έτη.

Η κλασική εξήγηση των οικονομικών κρίσεων είναι, ότι προκαλούνται από υπερβολές - συχνά νομισματικής φύσεως - που οδηγούν σε μια έκρηξη και μια αναπόφευκτη κατάρρευση. Στην πρόσφατη κρίση είχαμε μια αύξηση και

μετέπειτα κατάρρευση των τιμών των ακινήτων που με τη σειρά της οδήγησε σε οικονομική αναταραχή πρώτα στις Ηνωμένες Πολιτείες και αργότερα και στο σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας (Taylor, 2009).

Η κρίση ξέσπασε όταν τελικά οι πληθωριστικές πιέσεις στην αμερικανική οικονομία ώθησαν σε μια αυστηρότερη νομισματική πολιτική από τα μέσα του 2006 και κατέστη προφανές ότι η φούσκα των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (sub-prime mortgage loans) στις ΗΠΑ επρόκειτο να σκάσει λόγω των αυξήσεων των επιτοκίων. Κατά την περίοδο από το 2004 έως το 2006 τα παρεμβατικά επιτόκια στις ΗΠΑ αυξήθηκαν από 1% σε 5.35% δημιουργώντας κατά αυτό τον τρόπο μια σημαντική επιβράδυνση στην Αμερικάνικη αγορά κατοικίας. Οι αθετήσεις πληρωμών στεγαστικών δανείων έφθασαν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, κυρίως λόγω της ανάπτυξης της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου.

Ξεκινώντας τον Ιούλιο του 2007, οι συσσωρευμένες ζημίες στις ΗΠΑ των sub-prime ενυπόθηκων δανείων προκάλεσαν εκτεταμένη διατάραξη των πιστωτικών αγορών, καθώς η αβεβαιότητα σχετικά με το τελικό μέγεθος και τη θέση των πιστωτικών απωλειών υπονόμωσε την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Η έκθεση σε αυτές τις απώλειες ήταν κατανομημένη μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε ολόκληρο τον κόσμο, συμπεριλαμβανομένης και της Ευρώπης, μεταξύ άλλων, μέσω των αγορών πιστωτικών παραγώγων⁴⁸.

Στη συνέχεια, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τη στιγμή που συνειδητοποίησαν ότι είχαν αυξήσει σημαντικά τη μόχλευση τους προσπάθησαν να εκχωρήσουν τα περιουσιακά στοιχεία, τους μειώνοντας έτσι τις τιμές αγοράς για τα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία. Οι κανονιστικές απαιτήσεις για τις κεφαλαιακές επάρκειες υποβοήθησαν στην διόγκωση των αρνητικών επιπτώσεων στην πιστωτική αγορά.

⁴⁸ Για μια πιο αναλυτική παρουσίαση των γεγονότων που σχετίζονται με το σοκ των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (sub-prime mortgage loans) και την εξάπλωση του βλέπε ΔΝΤ (2008).

Στις 9 Αυγούστου 2007, η επενδυτική τράπεζα BNP Paribas ανακοινώνει στους επενδυτές ότι δεν είναι σε θέση να ρευστοποιήσει δύο από τα επενδυτικά ταμεία της γιατί αδυνατεί να αποτιμήσει την αξία τους στην αγορά. Αυτή η κατάσταση αποτέλεσε ένα ξεκάθαρο δείγμα συστημικού κινδύνου καθότι υποδείκνυε ότι οι αντισυμβαλλόμενοι στην αγορά δήλωναν άρνηση στο να συναλλάσσονται μεταξύ τους. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, που απαιτούνταν να αποτιμούν τα χαρτοφυλάκια συναλλαγών σύμφωνα με τις τιμές των αγορών (“mark-to-market”) υποχρεώθηκαν να γράψουν τα στοιχεία του ενεργητικού τους σε χαμηλότερες αξίες στον ισολογισμό τους καθώς οι αγορές έπεφταν. Παράλληλα, οι υψηλές μοχλεύσεις των διαθέσιμων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων οδήγησε, κατά την περίοδο αποκλιμάκωσης των αγορών, σε διόγκωση των πωλήσεων ώστε να τηρήσουν τα επιτρεπόμενα κεφαλαιακά επίπεδα.

Ως αποτέλεσμα η ρευστότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές μειώθηκε δραστικά, αναγκάζοντας κατά αυτό τον τρόπο την παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών. Λόγω της απουσίας ενός κοινού πλαισίου συνεργασίας μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών και μεταξύ των δημόσιων αρχών για τη διαχείριση κρίσεων, τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης βρέθηκαν αντιμέτωπα με μια πολύ δύσκολη κατάσταση. Η ΕΚΤ ήταν μεταξύ των πρώτων που αντέδρασαν γρήγορα με την παροχή ρευστότητας στην διατραπεζική αγορά. Έτσι, μέσα στον Αύγουστο του 2007 η ΕΚΤ διοχετεύει στην αγορά συνολικά κεφάλαια ύψους 200 δις ευρώ σε διάστημα λίγων ημερών και ακολουθούν η FED, η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας και η Κεντρική Τράπεζα του Καναδά με αντίστοιχες κινήσεις.

Στην αρχή του Οκτωβρίου 2007, δύο μεγάλες επενδυτικές τράπεζες, η ελβετική UBS και η αμερικάνικη Citigroup ανακοινώνουν ζημίες λόγω της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, ύψους 3.4 δις δολαρίων και 9 δις δολαρίων αντιστοίχως. Την 13 Δεκεμβρίου 2007, οι πέντε μεγαλύτερες κεντρικές τράπεζες του ανεπτυγμένου κόσμου προχωρούν στην μεγαλύτερη συντονισμένη παρέμβαση που έχει επιχειρηθεί ποτέ από κεντρικές τράπεζες. Σε

συνέχεια των ανωτέρω στις 22 Ιανουαρίου 2008 το FED στην προσπάθεια του να αποφύγει την οικονομική επιβράδυνση μειώνει τα παρεμβατικά επιτόκια κατά 0.75% στο επίπεδο του 3.5% εκτελώντας κατά αυτό τον τρόπο την μεγαλύτερη μείωση επιτοκίων των τελευταίων 25 ετών.

Όταν οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας άρχισαν να αναθεωρούν την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των “τιτλοποιήσεων εξασφαλισμένων χρεωστικών τίτλων” (Collateralised Debt Obligation – CDOs) προς τα κάτω, οι τράπεζες όφειλαν να προσαρμόσουν τις σταθμισμένες κεφαλαιακές απαιτήσεις προς τα πάνω. Όταν οι τράπεζες επιχείρησαν να αντλήσουν νέα κεφάλαια βρέθηκαν αντιμέτωπες με την εξασθένηση των μετοχικών αγορών, και ως μοναδική εναλλακτική μορφή άντλησης ρευστότητας εμφανίστηκαν οι κρατικές παρεμβάσεις. Έτσι η χρηματοπιστωτική αναταραχή, από κρίση ρευστότητας μεταλλάχθηκε σε κρίση φερεγγυότητας. Στις 7 Σεπτεμβρίου 2008 η Αμερικάνικη Κυβέρνηση προχωρεί σε μια από τις μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές διασώσεις για τους δύο οργανισμούς στεγαστικής πίστης, τον Fannie Mae και τον Freddie Mac. Αυτοί οι δύο οργανισμοί είναι υπεύθυνοι για την χρηματοδότηση σχεδόν των μισών στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ.

Η έλλειψη διαφάνειας στην αγορά, σε συνδυασμό με τον ξαφνικό υποβιβασμό της πιστοληπτικής αξιολόγησης, οδήγησε σε μια ευρεία κρίση εμπιστοσύνης, που είχε ως αποτέλεσμα σχεδόν να κλείσει η διατραπεζική αγορά χρήματος, δημιουργώντας έτσι μια μεγάλης κλίμακας κρίση ρευστότητας, η οποία εξακολουθεί ακόμα να βαρύνει σε μεγάλο βαθμό τις χρηματοπιστωτικές αγορές εντός και εκτός της ΕΕ. Η πολυπλοκότητα αρκετών χρηματοδοτικών εργαλείων καθώς και οι καθυστερήσεις στις ανακοινώσεις του πραγματικού ύψους των ζημιών μπορεί επίσης να εξηγήσει γιατί τα προβλήματα σε ένα μέρος της στεγαστικής πίστης των ΗΠΑ εξαπλώθηκαν στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Την 15 Σεπτεμβρίου 2008, η επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers γίνεται το πρώτο μεγάλο χρηματοοικονομικό ίδρυμα που καταθέτει δήλωση χρεοκοπίας από την αρχή της κρίσης. Την επόμενη ημέρα το Αμερικάνικό δημόσιο ανακοινώνει το πλαίσιο διάσωσης από την χρεοκοπία του ασφαλιστικού ομίλου AIG, ύψους 85 δις δολαρίων. Σε συνέχεια των παραπάνω παρεμβάσεων, στις 3 Οκτ 2008 η Βουλή των Αντιπροσώπων εγκρίνει ένα σχέδιο διάσωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος των ΗΠΑ ύψους 700 δις δολαρίων και στις 25 Νοεμβρίου 2008, το FED ανακοινώνει ότι θα διοχετεύσει στην αμερικάνικη οικονομία άλλα 800 δις δολάρια στην συνεχιζόμενη προσπάθεια του για σταθεροποίηση του χρηματοοικονομικού συστήματος. Τα 600 δις θα χρησιμοποιηθούν για την αγορά ομολόγων τιτλοποιημένων δανείων και τα υπόλοιπα 200 δις θα διοχετευτούν στην καταναλωτική πίστη. Αντίστοιχα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσιάζει το σχέδιο της για την οικονομική ανάκαμψη ύψους 200 δις ευρώ με στόχο την διάσωση θέσεων εργασίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Στις 02 Απριλίου 2009, οι αρχηγοί των μεγαλύτερων οικονομιών του κόσμου φθάνουν σε συμφωνία στην σύνοδο των G20 για τα αναγκαία μέτρα που θα χρησιμοποιήσουν ώστε να καταπολεμήσουν την παγκόσμια οικονομική κρίση. Το κόστος αυτών των μέτρων υπολογίζεται στα 1.1 τρις δολάρια.

Σε άμεση συσχέτιση με τα παραπάνω το FED στις 18 Μαρτίου 2009 ανακοινώνει ότι θα αγοράσει ομόλογα αξίας 1.2 τρις δολαρίων ώστε να ενισχύσει την ρευστότητα στις μακρινές διάρκειες δανεισμού, και ο διοικητής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) Ζαν-Κλόντ Τρισέ δηλώνει στις 7 Μαΐου 2009 ότι η ΕΚΤ θα αγοράσει καλυμμένα ομόλογα σε ευρώ από τις βασικές και τις δευτερεύουσες αγορές, με αξιολόγηση, από έναν τουλάχιστον οίκο, ίση με AA ή και υψηλότερη. Η ΕΚΤ θα υλοποιήσει την απόφασή της για αγορά καλυμμένων ομολόγων ύψους περίπου 60 δις ευρώ από τον Ιούλιο 2009 έως τον Ιούνιο του 2010 ορίζοντας μια σειρά προϋποθέσεων αναφορικά με τα ομόλογα που θα αγοράσει. Συγκεκριμένα, το ύψος των εκδόσεων θα πρέπει να είναι τουλάχιστον 500 εκατ. Ευρώ, τα ομόλογα θα πρέπει να είναι σύμφωνα με

την επίσημη οδηγία για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και τα ομόλογα μπορεί να συνδέονται με ενεργητικό είτε ιδιωτικών είτε δημόσιων φορέων.

Η παρούσα κρίση εδραιώθηκε μετά τον συνδυασμό διαφόρων «διογκώσεων» των μερών της αγοράς όπως της στεγαστικής πίστης και των εταιρικών αποτελεσμάτων. Κατά την στιγμή της παρούσας γραφής, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν σε παγκόσμιο επίπεδο διαγράψει συνολικά 1 τρις δολάρια ως ζημίες συνδεδεμένες με την πιστωτική επέκταση. Αυτό το μέγεθος ζημιών έχει ιστορικά παρατηρηθεί μόνο άλλες τρεις φορές. Την περίοδο της τραπεζικής κρίσης στις αρχές της δεκαετίας του 90', την χρηματοπιστωτική κρίση της Ασίας στα τέλη του 90', και στην Μεγάλη Ύφεση του 1929. Η σημερινή κατάσταση είναι τόσο σοβαρή που ζητεί την προσεκτική εξέταση του τρόπου με τον οποίο εξελίχθηκε αυτή η κρίση και πώς μπορούμε να αποφευχθεί μια παρόμοια κατάσταση στο μέλλον (Kohn, 2008).

Όπως αναφέρει ο Greenspan (2009) η ανάπτυξη της ελεύθερης αγοράς έχει προκύψει από τη μάχη των ιδεών ως το πλέον αποτελεσματικό μέσο για την μεγιστοποίηση της οικονομικής ευημερίας, αλλά έχει επίσης περιοδικά εκτροχιαστεί από “φούσκες παγίων στοιχείων” (asset-price bubbles) και σπάνια από οικονομικές καταρρεύσεις. Οι “φούσκες” φαίνεται να απαιτούν παρατεταμένες περιόδους ευημερίας, μειωμένο πληθωρισμό και χαμηλά μακροπρόθεσμα επιτόκια και δεν εμφανίζονται σε ανεπιτυχείς οικονομίες, διαλυμένες από τον πληθωρισμό. (Greenspan, 2009).

Πολυάριθμες είναι οι περιπτώσεις που οι παγκόσμιες χρηματαγορές έχουν βιώσει οικονομικές κρίσεις. Η παγκοσμιοποίηση έχει αυξήσει τη συχνότητα και την ευκολία, αλλά όχι τη σφοδρότητα, με την οποία εξαπλώνονται οι κρίσεις στις χρηματαγορές. Είναι βέβαια πολύ δύσκολο να καθοριστεί αν μια χρηματοοικονομική κρίση θα έχει ευρύτερες αρνητικές οικονομικές επιδράσεις. Οι ρυθμιστικές αρχές δεν προλαβαίνουν τις εξελίξεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, δηλαδή τη δημιουργία νέων προϊόντων και υπηρεσιών, με αποτέλεσμα να

μην είναι σε θέση να αποτρέπουν τις αρνητικές συνέπειες. Μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα υπάρχει όταν οι παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών προλαβαίνουν τις εξελίξεις.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, ο Taylor (2009) παρέχει εμπειρικά στοιχεία ότι οι κυβερνητικές δράσεις και παρεμβάσεις προκάλεσαν, προεκτείνανε και επιδεινώσανε την οικονομική κρίση. Την προκάλεσαν με το να αποκλίνουν από τις ιστορικά καθιερωμένες αρχές για τον καθορισμό των επιτοκίων, οι οποίες είχαν λειτουργήσει ικανοποιητικά για 20 χρόνια. Την προεκτείνανε με την λανθασμένη διάγνωση των προβλημάτων στην πιστωτική αγορά, εστιάζοντας στην ρευστότητα και όχι στο ρίσκο. Την επιδείνωσαν με την παροχή στήριξης σε ορισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και όχι σε όλα με έναν ιδιαίτερο κατά περίπτωση τρόπο και χωρίς ένα σαφές και κατανοητό πλαίσιο (Taylor, 2009).

11. 2: Η μεταρρυθμιστική προσπάθεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την προστασία του χρηματοοικονομικού τομέα

Ο χρηματοπιστωτικός τομέας ρυθμίζεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση από διάφορες οδηγίες, οι οποίες λόγω των ραγδαίων εξελίξεων τελούν υπό μερική αναθεώρηση ή ολοκληρωτική αντικατάσταση. Συγκεκριμένα, η Οδηγία 94/19 – 13/04/2005 αναφέρεται στα συστήματα εγγύησης των καταθέσεων και στοχεύει να διασφαλίσει τους καταθέτες από περιπτώσεις χρεοκοπίας ενός συγκεκριμένου πιστωτικού ιδρύματος μέσω την ύπαρξης ενός ευρωπαϊκού συστήματος εγγύησης, το οποίο είναι χρηματοδοτούμενο από τον τραπεζικό κλάδο.

Παράλληλα, η Κοινοτική Οδηγία 2006/48 σε μια προσπάθεια διασφάλισης της φερεγγυότητας των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και της επάρκειας των ιδίων κεφαλαίων τους όσο αφορά τους κινδύνους της αγοράς, προσδιορίζει το αντικείμενο της εποπτείας σε ενοποιημένη βάση, τις μεθόδους ενοποίησης και τον καταμερισμό των ευθυνών μεταξύ κρατών μελών σχετικά με την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων των οποίων η κύρια

δραστηριότητα συνίσταται στην κατοχή συμμετοχών σε πιστωτικά ιδρύματα ή άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Επομένως, μέσα από το πρίσμα αυτής της Κοινοτικής Οδηγίας ελαχιστοποιείται η υπερβολική συγκέντρωση κινδύνων εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος που μπορεί να πηγάζει από την αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων ενός πελάτη.

Αντίστοιχα, για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, η Κοινοτική Οδηγία 2006/49 καθορίζει τα ίδια κεφάλαια που πρέπει να κατέχουν διαρκώς για να καλύπτουν τους κινδύνους θέσης και διακανονισμού, τους επιτοκιακούς και συναλλαγματικούς κινδύνους και οριοθετεί κατώτατα όρια για το αρχικό τους κεφάλαιο. Έτσι, αυτή η Οδηγία στοχεύει στην διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς καθότι διαφυλάσσει τους επενδυτές μέσα στην Κοινότητα έναντι των πτωχεύσεων αυτών των εταιρειών.

Συγχρόνως, η Κοινοτική Οδηγία 2002/47 που θεσπίζει κοινή κανονιστική ρύθμιση ως προς τις διασφαλίσεις που παρέχονται στο πλαίσιο των συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού αξιογράφων αποσκοπεί στον περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου και στη βελτίωση της λειτουργίας και της σταθερότητας των ευρωπαϊκών χρηματαγορών.

Το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα εποπτεύεται σε μεγάλο βαθμό από τις εθνικές αρχές. Σήμερα υπάρχουν τρεις επιτροπές χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για εποπτεία μεμονωμένων χρηματοπιστωτικών οργανισμών (μικροπροληπτική εποπτεία) σε ευρωπαϊκό επίπεδο, με αποκλειστικά συμβουλευτική εξουσία: η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (CEBS), η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (CEIOPS) και η Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (CESR), συχνά γνωστές και ως «επιτροπές Lamfalussy επιπέδου 3». Ωστόσο, δεν υπάρχει ένα ενιαίο ευρωπαϊκό όργανο αρμόδιο για την εποπτεία των συστημικών κινδύνων (μακροπροληπτική εποπτεία).

Σε πλήρη εξέλιξη βρίσκεται σε διεθνές επίπεδο, εκτός των προσπαθειών ποσοτικών μέτρων στήριξης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, μια

συστηματική και έντονη προσπάθεια αναμόρφωσης της αρχιτεκτονικής της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σε διαφορετικές συνόδους κορυφής, οι ευρωπαίοι ηγέτες και η Ομάδα των 20 (G20) πλέον ανεπτυγμένων οικονομιών, ζήτησαν να ενισχυθεί η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος ώστε να αποφεύγονται οι υπερβολικοί κίνδυνοι.

Καθώς η κρίση εξελίσσεται, δημιουργούνται διάφορες τάσεις πολιτικής οι οποίες θα μπορούσαν να ταξινομηθούν σε δυο γενικές ομάδες: Πρώτον στις ανταποκρίσεις έκτακτης ανάγκης και δεύτερον στις διαρθρωτικές ανταποκρίσεις. Μέχρι τώρα η πρώτη περίπτωση παρέμενε εθνική υπόθεση καθότι η κάθε κρίση ήταν ιδιαίτερη ως προς την χρηματοοικονομική διάρθρωση της εκάστοτε χώρας. Ωστόσο αν η κρίση μετατραπεί σε συστημική τότε κρίνεται αναγκαία μια διεθνώς συντονισμένη προσπάθεια καταπολέμησης της (Draghi (2008), σελ. 2).

Η χειρότερη τραπεζική κρίση των τελευταίων δεκαετιών έδειξε πώς οι επενδυτικοί κίνδυνοι μπορούν να αποσταθεροποιήσουν το ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα και μάλιστα να διαταράξουν ολόκληρες οικονομίες. Μετά την παρ' ολίγον κατάρρευση του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος τον Οκτώβριο 2008, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανέθεσε σε μια ομάδα τραπεζικών εμπειρογνομόνων υπό την προεδρία του πρώην διοικητή της Τράπεζας της Γαλλίας Ζακ Ντε Λαροζιέρ, να εξετάσει τρόπους βελτίωσης της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Βάσει των σχεδίων που έχει προγραμματίσει η Ευρωπαϊκή Ένωση, οι τράπεζες θα υπόκεινται σε αυστηρότερους ελέγχους προκειμένου να προστατεύονται καλύτερα οι επενδυτές. Σκοπός των σχεδίων είναι ο εκ των προτέρων εντοπισμός πιθανού κινδύνου, ώστε να αποφευχθεί στο μέλλον η ανάγκη στήριξης των τραπεζών από κρατικά κονδύλια. Τα σχέδια της Κομισιόν βασίστηκαν στο προσχέδιο που πρότεινε ο Ζακ Ντε Λαροζιέρ και υποστηρίχθηκε καταρχήν από τους ηγέτες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η ομάδα «Ντε Λαροζιέρ» για τη χρηματοπιστωτική εποπτεία στην Ευρώπη, εξέδωσε την

έκθεσή της στις 25 Φεβρουαρίου 2009. Πρότεινε ότι ένα ενισχυμένο ευρωπαϊκό πλαίσιο ευρωπαϊκής εποπτείας πρέπει να βασίζεται σε δύο πυλώνες.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υποστηρίζοντας τις προτάσεις της «Έκθεσης Ντε Λαροζιέρ» εξέδωσε στις 27 Μαΐου 2009 ανακοίνωση για τη χρηματοπιστωτική εποπτεία στην Ευρώπη⁴⁹. Σύμφωνα με το προσχέδιο, που ετοιμάστηκε για την σύνοδο κορυφής της ΕΕ στις 18-19 Ιουνίου, οι Ευρωπαίοι ηγέτες θα εγκρίνουν την σύσταση δύο νέων οργάνων που θα αξιολογούν πιθανούς κινδύνους για την σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και θα προστατεύουν μικρές χρηματοοικονομικές εταιρίες και καταναλωτές. Προτείνει φιλόδοξες μεταρρυθμίσεις όσον αφορά τη διάρθρωση των αρμόδιων επιτροπών στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, με τη δημιουργία δύο νέων εποπτικών φορέων: το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ)⁵⁰. Ειδικότερα:

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου – ΕΣΣΚ – (European Systemic Risk Council) θα έχει ως κύριο σκοπό την παρακολούθηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την εκτίμηση τυχόν αποσταθεροποιητικών παραγόντων λόγω των μακροοικονομικών εξελίξεων (μακροπροληπτική εποπτεία). Θα συλλέγει και θα αναλύει τις πληροφορίες που αφορούν ή συνδέονται με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, θα παρέχει έγκαιρες προειδοποιήσεις για ενδεχόμενους συστημικούς κινδύνους, και όταν χρειάζεται θα διατυπώνει συστάσεις για την αντιμετώπισή τους. Το ΕΣΣΚ, που θα αποτελείται από κεντρικούς τραπεζίτες και ρυθμιστικές αρχές κάθε κράτους μέλους, θα παρακολουθεί τις τράπεζες, ώστε να αποφεύγεται η συσσώρευση κινδύνων, και θα κρούει τον κώδωνα του κινδύνου πριν ξεφύγει η κατάσταση από τον έλεγχο (βλέπε Διάγραμμα 11.1).

⁴⁹ Πριν από την έκδοση της ανακοίνωσης, η Επιτροπή πραγματοποίησε διαβούλευση με τα ενδιαφερόμενα μέρη και ελήφθησαν πάνω από 115 συνεισφορές, οι οποίες στην πλειοψηφία τους υποστήριζαν ευρέως τις προτάσεις της έκθεσης deLarosière.

⁵⁰ Η σχετική νομοθεσία θα ακολουθήσει το φθινόπωρο του 2009. Η Επιτροπή έχει καλέσει επίσης όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους σχετικά με την ανακοίνωση μέχρι τις 15 Ιουλίου 2009.

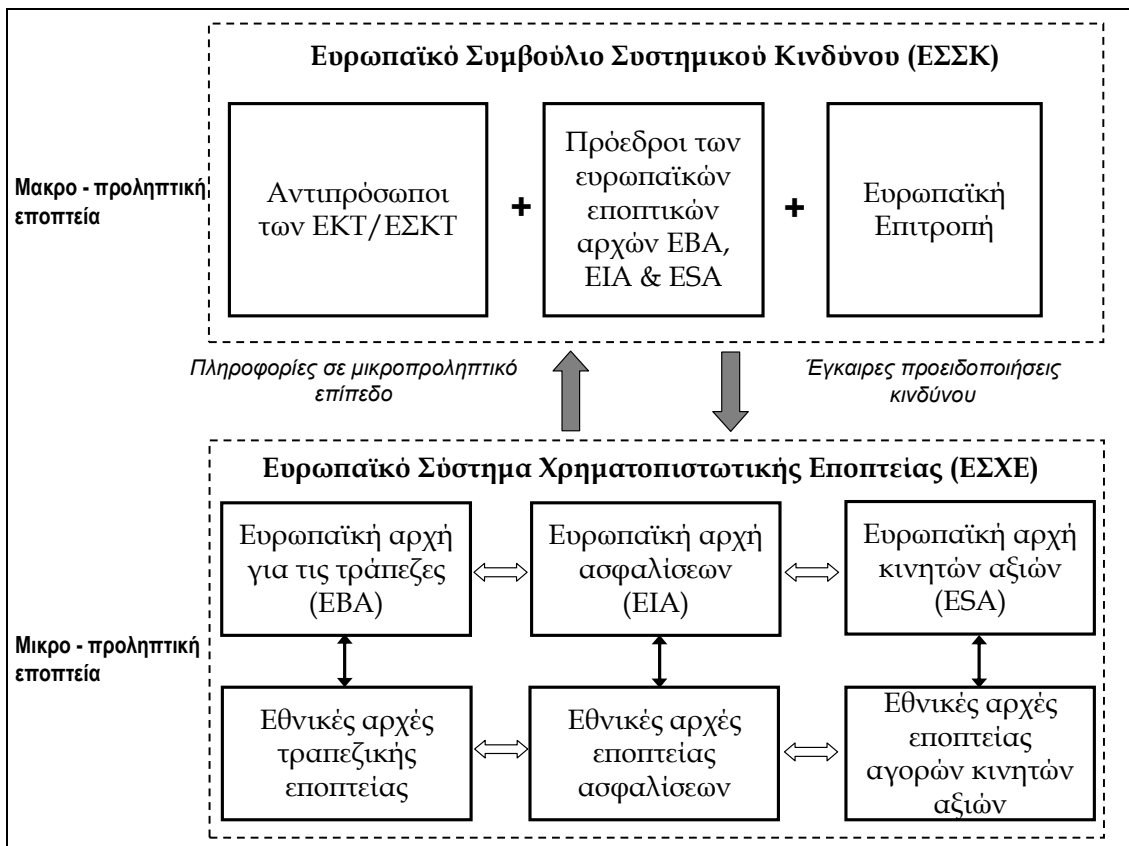
Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας – ΕΣΧΕ – (European System of Financial Supervision) θα προσπαθήσει να αποτελέσει έναν σημαντικό δίαυλο επικοινωνίας μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών ώστε να διαφυλαχθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε μικροοικονομικό επίπεδο προστατεύοντας την κεφαλαιακή επάρκεια (μικροπροληπτική εποπτεία). Θα αποτελείται από ένα δίκτυο εθνικών εποπτικών αρχών που θα λειτουργεί παράλληλα με τις νέες ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές, που δημιουργούνται με τη μετατροπή των υφιστάμενων επιτροπών στον τραπεζικό, χρηματιστηριακό, ασφαλιστικό τομέα και στον τομέα των επαγγελματικών συντάξεων.

Το ΕΣΧΕ θα βασιστεί στον επιμερισμό και την αμοιβαία ενίσχυση των αρμοδιοτήτων, συνδυάζοντας την εποπτεία των επιχειρήσεων σε εθνική βάση με συγκέντρωση ειδικών καθηκόντων σε ευρωπαϊκό επίπεδο προκειμένου να προκύψουν εναρμονισμένοι κανόνες και συνεκτική εποπτική και πρακτική εφαρμογή. Συγχρόνως, θα στοχεύει στην ενδυνάμωση της εμπιστοσύνης μεταξύ εθνικών εποπτικών αρχών με την εξασφάλιση, μεταξύ άλλων, ότι οι εποπτικές αρχές της χώρας υποδοχής συμμετέχουν ενεργά στον καθορισμό πολιτικών που συνδέονται με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την προστασία των επενδυτών, επιτρέποντας με τον τρόπο αυτό την αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση των διασυνοριακών κινδύνων⁵¹. Στο πλαίσιο του συστήματος, οι ευρωπαϊκές αρχές του τραπεζικού και ασφαλιστικού τομέα καθώς και του τομέα κινητών αξιών θα παρακολουθούν και θα συντονίζουν το έργο των εποπτικών αρχών που λειτουργούν σε εθνικό επίπεδο (βλέπε Διάγραμμα 11.1).

⁵¹ Η εφαρμογή των παραπάνω ρυθμίσεων θα παρακολουθείται και θα πραγματοποιηθεί συνολική επανεξέταση το αργότερο τρία χρόνια μετά την έναρξη ισχύος των δύο πυλώνων του ευρωπαϊκού πλαισίου χρηματοπιστωτικής εποπτείας που προτείνεται στην ανακοίνωση (το αργότερο το 2013). Το πόρισμα αυτής της επανεξέτασης θα καθορίσει κατά πόσον απαιτούνται περαιτέρω μέτρα για την ενίσχυση του ΕΣΣΚ και του ΕΣΧΕ.

Διάγραμμα 11.1:

Το νέο ευρωπαϊκό πλαίσιο διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας



Πηγή: DeLarosiére Group (2009)

Τίθεται όμως το ερώτημα για το αν το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου θα έχει τη δικαιοδοσία να απαιτεί την αύξηση της κεφαλαιακής βάσης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών της Ευρώπης, σε συνάρτηση με την αρμοδιότητα που θα έχει να εξετάζει τους κινδύνους συνολικά για το χρηματοοικονομικό σύστημα. Αυτή η δικαιοδοσία, αν και εφόσον παραχωρηθεί θα αντιβαίνει με τη δημοσιονομική ανεξαρτησία των εθνικών κρατών, καθώς μία

ευρωπαϊκή αρχή θα έχει την δυνατότητα να διασώσει το εκάστοτε τραπεζικό ίδρυμα χρησιμοποιώντας μέρος της φορολόγησης.

Παράλληλα, μετά και τη συνάντηση της ομάδας των 20 οικονομικά ισχυρότερων χωρών γνωστή και ως “G-20” τον Απρίλιο του 2009, αποφασίστηκε η εφαρμογή προγράμματος δράσης για την ενίσχυση σε διεθνές επίπεδο του συντονισμού στον τομέα του ρυθμιστικού πλαισίου και της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την ίδρυση του Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, το οποίο διαδέχεται το Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, έχοντας αυξημένες αρμοδιότητες και διευρυμένη σύνθεση, καθώς σ' αυτό θα συμμετέχουν όλες οι χώρες του “G-20”, τα μέλη του πρώην Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, η Ισπανία και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Το νέο Συμβούλιο θα συνεργάζεται με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, του οποίου ο ρόλος επίσης ενισχύεται.

Σε άμεση συνάρτηση με τα παραπάνω, ο νέος Κανονισμός 749/2009 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Υπουργών προωθεί τον έλεγχο του υπερβολικού ελλείμματος των κρατών – μελών αλλά και την ενδυνάμωση της Eurostat ως στατιστική αρχή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής όσο αφορά τα στοιχεία του δημόσιου χρέους.

Ακόμα, κατά τη συνάντησή τους τον Απρίλιο 2009 οι ηγέτες των 20 μεγαλύτερων οικονομιών στον κόσμο, της ομάδας των 20, τάχθηκαν υπέρ της δραστηκής μείωσης των αντισταθμιστικών κεφαλαίων (hedge funds). Σύμφωνα με την προτεινόμενη νομοθεσία από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, οι διαχειριστές τέτοιων κεφαλαίων και παρόμοιων “εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων” θα πρέπει να δηλώνονται στις ρυθμιστικές αρχές. Θα πρέπει επίσης να δίνουν πληροφορίες για τις επιχειρηματικές δραστηριότητές τους, αποκαλύπτοντας για παράδειγμα σε ποιο βαθμό χρησιμοποιούν χρήματα από δάνεια ή χρηματοδοτικά μέσα για μεγαλύτερη δυνητική απόδοση (βλέπε Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 30/04/2009).

Η νομοθεσία θα καλύπτει το 30% περίπου των διαχειριστών αντισταθμιστικών κεφαλαίων και το 90% των στοιχείων του ενεργητικού τέτοιων κεφαλαίων που έχουν την έδρα τους στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Προς το παρόν, η πρόταση κανονισμού αφορά μόνο τους διαχειριστές και όχι τα κεφάλαια επειδή πολλά από αυτά εδρεύουν σε τρίτες χώρες και μετά αυτό τρία χρόνια, οι ρυθμίσεις θα γίνουν αυστηρότερες για τα κεφάλαια που προέρχονται από χώρες εκτός της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. (βλέπε Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 30/04/2009).

Παρόλα αυτά οι τρέχουσες μέθοδοι αξιολόγησης της υγείας των χρηματοπιστωτικών οργάνων φαίνονται πολύ ατελείς και οι νομοθέτες πρέπει να αναπτύξουν απλά εργαλεία για να επιτρέψουν στις αγορές και το κοινό να εκτιμήσουν καλύτερα τους κινδύνους που ενυπάρχουν στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

Τώρα η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επιδιώκει να ενισχύσει τις οδηγίες περί κεφαλαιακών απαιτήσεων (2006/48/EK και 2006/49/EK), ο σκοπός των οποίων είναι η εξασφάλιση της χρηματοπιστωτικής ευρωστίας των τραπεζών και των επενδυτικών εταιρειών. Οι δύο αυτές οδηγίες ορίζουν το ύψος των ιδίων χρηματοπιστωτικών πόρων που πρέπει να κατέχουν οι τράπεζες και οι επενδυτικές εταιρείες για να καλύπτουν τους κινδύνους τους και να προστατεύουν τους καταθέτες τους. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε αναθεώρηση των κανόνων της ΕΕ περί κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών που αποσκοπεί στην ενίσχυση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τη μείωση της έκθεσης σε κινδύνους και τη βελτίωση της εποπτείας των τραπεζών που ασκούν δραστηριότητες σε περισσότερες από μία χώρες της ΕΕ. Οι κυριότερες αλλαγές που προτείνονται είναι οι εξής: βελτίωση της διαχείρισης των μεγάλων ανοιγμάτων, βελτίωση της εποπτείας των διασυνοριακών τραπεζικών ομίλων· βελτίωση της ποιότητας των κεφαλαίων των τραπεζών, βελτίωση της διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας, και βελτίωση της διαχείρισης κινδύνου για τα τιτλοποιημένα προϊόντα.

Οι προτάσεις αλλαγής των τραπεζικών κανόνων θα να είναι χρήσιμες για την ενίσχυση της εμπιστοσύνης της αγοράς και τη θεσμική ανθεκτικότητα σε σταθερότερες περιόδους. Όμως, η νομοθετική διαδικασία της Ευρωπαϊκή Επιτροπή είναι τέτοια που δεν είναι δυνατό οι προτάσεις της Επιτροπής να επιλύσουν την τρέχουσα χρηματοοικονομική αναταραχή. Τα προτεινόμενα μέτρα θα τεθούν σε ισχύ σε περίπου δύο χρόνια και θα είναι πάρα πολύ αργά για να έχουν οποιαδήποτε επίδραση στην τρέχουσα αναταραχή του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Στη σύνοδο κορυφής κρίσης στο Παρίσι στις 12 Οκτωβρίου 2008, οι 15 ηγέτες της ευρωζώνης και ο Πρωθυπουργός του Ηνωμένου Βασιλείου που είχε προσκληθεί στη σύνοδο, συμφώνησαν να πάρουν μέτρα έκτακτης ανάγκης για να προστατεύσουν τις ευρωπαϊκές τράπεζες και να αποτρέψουν τις περαιτέρω πτώσεις στις παγκόσμιες χρηματοοικονομικές αγορές με τη διοχέτευση στις δικές τους χρηματοοικονομικές αγορές σημαντικών κεφαλαίων που θα αποφασίζονταν σε εθνικό επίπεδο, τα οποία θα μπορούσαν να φθάσουν αθροιστικά στο ποσό των 3 τρισεκατομμυρίων ευρώ. Οι Ευρωπαίοι ηγέτες δήλωσαν ότι εκτός από την εγγύηση του δανεισμού μεταξύ των τραπεζών θα ήταν επίσης πρόθυμοι να εθνικοποιήσουν μερικώς τις τράπεζες, αν χρειαζόταν.

Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο που συνεδρίασε στις 15 και 16 Οκτωβρίου 2008 ενστερνίστηκε τις αρχές του σχεδίου συντονισμένης δράσης των χωρών της Ευρωζώνης της 12ης Οκτωβρίου. Πέρα από τον χρηματοπιστωτικό τομέα, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υπογράμμισε ότι οι δημοσιονομικές πολιτικές πρέπει να συνεχίσουν να εγγράφονται στο πλαίσιο του αναθεωρημένου Συμφώνου σταθερότητας και ανάπτυξης, του οποίου η εφαρμογή θα πρέπει να αντανακλά τις σημερινές έκτακτες συγκυρίες. Τελικά, οι ηγέτες του G20, που αντιπροσωπεύουν περισσότερο από 80% του παγκόσμιου οικονομικού προϊόντος συμφώνησαν, στις 15 Νοεμβρίου, στις βασικές αρχές ενός σχεδίου εξομάλυνσης των ακροτήτων του διεθνούς οικονομικού συστήματος που οδήγησαν στην χρηματοοικονομική κρίση. Ειδικότερα, συμφώνησαν τις αρχές που θα πρέπει να κατευθύνουν τη μεταρρύθμιση του συστήματος: ενίσχυση της διαφάνειας και της

υπευθυνότητας· ενίσχυση των κανονισμών που διέπουν τις χρηματοπιστωτικές αγορές, ενίσχυση της προστασίας των καταναλωτών κατά των απατηλών δραστηριοτήτων, ενίσχυση της διεθνούς συνεργασίας για την πρόληψη και τη διαχείριση κρίσεων, και μεταρρύθμιση των διεθνών χρηματοοικονομικών οργανισμών που να αντανακλά τη βαρύτητα των αναδυομένων οικονομιών στη διαχείρισή τους.

Όσο αφορά τις κεφαλαιακές απαιτήσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων οι ευρωβουλευτές θα κληθούν να εξετάσουν κατά πόσον και με ποιο τρόπο οι κεφαλαιακές απαιτήσεις θα πρέπει να εφαρμόζονται στο σύνολο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, συμπεριλαμβανομένων των αντισταθμιστικών κεφαλαίων (hedge funds). Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ήδη υποβάλει μια σχετική πρόταση. Υπενθυμίζεται ότι τον Μάιο του 2009 το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ενέκρινε την τροποποίηση των οδηγιών σχετικά με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών.

Οι ευρωβουλευτές θα συμμετάσχουν στη συζήτηση για το κατά πόσον η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων θα πρέπει να μεταφερθεί από το εθνικό στο ευρωπαϊκό επίπεδο. Προτάσεις για τη διασυνοριακή εποπτεία των εν λόγω ιδρυμάτων περιλαμβάνονται στην έκθεση του Ζακ Ντε Λαροζιέρ για λογαριασμό της Επιτροπής (βλέπε De Larosière, 2009).

Πρέπει να σημειωθεί ότι οι κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών βρίσκονται στο επίκεντρο μιας νομοθετικής πρότασης που αποτελεί τμήμα της δέσμης μέτρων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την αντιμετώπιση της οικονομικής κρίσης. Η εν λόγω πρόταση, που ενέκρινε η ολομέλεια, θεωρείται ότι θα θέσει τις βάσεις για την κατάλληλη διαχείριση των κινδύνων από τον τραπεζικό τομέα. Η συνεχιζόμενη χρηματοπιστωτική κρίση κατέστησε σαφές ότι όταν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα κάνουν μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα έναντι μεμονωμένων πελατών, τα ιδρύματα αυτά διατρέχουν τον κίνδυνο μεγάλων απωλειών όταν οι εν λόγω πελάτες αδυνατούν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και κατά τους διατραπεζικούς

δανεισμούς: μια τράπεζα που κηρύσσει πτώχευση μπορεί να οδηγήσει σε πτώχευση και άλλες. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο συμφώνησε με τους αυστηρότερους κανόνες που πρότεινε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για το καθεστώς που διέπει τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα. Συγκεκριμένα, όταν η νομοθεσία εφαρμοστεί, μια τράπεζα δεν θα μπορεί να δανείσει σε ένα πελάτη ή ομάδα πελατών κεφάλαια που υπερβαίνουν τα 150 εκατ. ευρώ ή το 25% των ιδίων κεφαλαίων της. Επιπλέον, σύμφωνα με τους ευρωβουλευτές, τα κράτη μέλη θα πρέπει να υποχρεώσουν όλα τα πιστωτικά ιδρύματα να αναφέρουν στις εποπτικές αρχές τα μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα τους.

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο δέχτηκε επίσης την πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, βάσει της οποίας ένα πιστωτικό ίδρυμα θα μπορεί να προβεί σε μια επένδυση μόνον εφόσον διατηρεί, σε συνεχή βάση, ουσιαστική καθαρή οικονομική συμμετοχή, η οποία θα είναι τουλάχιστον 5%. Δεδομένου ότι η ρευστότητα είναι βασικός παράγοντας για την ευρωστία του τραπεζικού κλάδου, οι ευρωβουλευτές συμφώνησαν με την πρόταση της Επιτροπής για την ανάπτυξη αρχών που θα διέπουν τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας.

Παράλληλα, σε εξέλιξη βρίσκεται και η αναθεώρηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IAS) για τη δημιουργία συγκεκριμένου πλαισίου για τον υπολογισμό της Εύλογης Αξίας. Η διαδικασία αναμένεται να ολοκληρωθεί έως το τέλος του 2009 με ισχύ από την επόμενη χρονιά. Βασική κατεύθυνση της αναθεώρησης είναι ο διακριτός και διαφανής ορισμός της Εύλογης Αξίας και της μεθόδου υπολογισμού της, καθώς και των απαιτήτων γνωστοποιήσεων στις δημοσιευμένες Λογιστικές Καταστάσεις

Στο Ελληνικό επίπεδο, το Υπουργείο Οικονομικών έλαβε έκτακτα μέτρα για την ενίσχυση του χρηματοοικονομικού συστήματος. Σύμφωνα με τον νόμο Ν.3723/2008 (ΦΕΚ. Α' 250/09.12.2008), για την *“Ενίσχυση της ρευστότητας της οικονομίας για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης”*, το πακέτο στήριξης των ελληνικών τραπεζών, με στόχο την ενίσχυση της ρευστότητας των τραπεζών και της κεφαλαιακής τους

βάσης θα είναι έως και 28 δισ. ευρώ. Το πρόγραμμα στήριξης έχει ως βασικούς στόχους την αποκατάσταση ρευστότητας άμεσα και μεσοπρόθεσμα και τη δυνατότητα ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Το πακέτο θα υλοποιηθεί μέσα από τρεις βασικές ρυθμίσεις:

1. *Παροχή εγγύησης του Ελληνικού Δημοσίου προς όλα τα πιστωτικά ιδρύματα, για την αντιμετώπιση των αναγκών ρευστότητας του Τραπεζικού συστήματος μέχρι 15 δισ. Ευρώ.* Η εγγύηση αφορά στην έκδοση νέων μεσομακροπρόθεσμων δανείων που θα συναφθούν και τίτλων που θα εκδοθούν ή θα αναχρηματοδοτηθούν μέχρι το τέλος του 2009 και για διάρκεια 3 έως 5 ετών. Η εγγύηση παρέχεται έναντι προμήθειας 100 – 150 μονάδων βάσης, με παράλληλη παροχή εξασφαλίσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα που θα δεχθούν τις εγγυήσεις αυτές ή επιβάρυνση αναλόγως του πιστωτικού κινδύνου του Ιδρύματος, όπως αυτός εκτιμάται περιοδικά από την Τράπεζα της Ελλάδος. Η παροχή εγγύησης του Ελληνικού Δημοσίου θα απευθύνεται είτε στο πιστωτικό ίδρυμα ή θεσμικό επενδυτή που δανείζεται είτε στο πιστωτικό ίδρυμα που δανείζει, προκειμένου να διασφαλίζονται ευνοϊκότεροι όροι.

2. *Έκδοση ειδικών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με διάθεσή τους στα Πιστωτικά Ιδρύματα ύψους μέχρι 8 δισ. ευρώ.* Για την άμεση ενίσχυση της ρευστότητας στη διατραπεζική αγορά, υπάρχει η δυνατότητα ιδιωτικών τοποθετήσεων ομολόγων διάρκειας 2 έως 5 ετών του ελληνικού δημοσίου σε ελληνικές τράπεζες με κλιμακούμενη προμήθεια ανάλογα με τη διάρκεια 50 -100 μονάδες βάσης. Για τα ομόλογα αυτά το Δημόσιο θα λάβει επαρκείς εξασφαλίσεις από τα πιστωτικά ιδρύματα. Ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) καθορίζει, σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος τους όρους έκδοσης και αναλαμβάνει την διαχείριση του δανεισμού.

3. *Ενίσχυση της Κεφαλαιακής Βάσης των Πιστωτικών Ιδρυμάτων ύψους μέχρι 5 δισ. Ευρώ.* Για την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των πιστωτικών ιδρυμάτων, που το επιθυμούν, προβλέπεται η αγορά από την πλευρά του δημοσίου προνομιακών μετοχών που θα έχουν τα απαιτούμενα χαρακτηριστικά

για να αναγνωρίζονται ως βασικά κύρια ίδια κεφάλαια (Tier 1 capital). Οι μετοχές αυτές έχουν ενσωματωμένο δικαίωμα προαίρεσης εξαγοράς σε διάστημα όχι μικρότερο των 5 ετών και το δημόσιο λαμβάνει απόδοση έως 10% (ανώτατο εκτιμώμενο ποσό διάθεσης 5 δισ. €). Η συμμετοχή αυτή εγκρίνεται από τον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών έπειτα από γνωμοδότηση της Τράπεζας της Ελλάδος⁵².

Επίσης, στις ρυθμίσεις που προωθούνται περιλαμβάνεται και η τροποποίηση του Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου 39, στο πλαίσιο σχετικών αποφάσεων της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ώστε να μην υπάρχουν πλασματικές μειώσεις στην αξία των χαρτοφυλακίων των τραπεζών. Με βάση την εν λόγω ρύθμιση, σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το οποίο θα υιοθετηθεί και στην Ελλάδα, θα δίνεται η δυνατότητα αποτίμησης των χρεογράφων στην εύλογη αξία και όχι στην τρέχουσα. Η δυνατότητα αυτή θα παρασχεθεί μέσω της μεταφοράς των αποτιμώμενων χρεογράφων από το εμπορικό στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

Σε άμεση σχέση με τα παραπάνω, η Τράπεζα της Ελλάδος θα εξετάσει τις αντοχές του ελληνικού τραπεζικού συστήματος σε πιθανή εκτίναξη των επισφαλειών, κατόπιν αιτήματος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Για τον λόγο αυτό η Τράπεζα της Ελλάδος θα υποβάλλει τις ελληνικές τράπεζες σε «τεστ κοπώσεως» (stress test) για να μετρήσει τις επιπτώσεις που θα έχει στην κεφαλαιακή επάρκεια το ενδεχόμενο σενάριο της εκρηκτικής αύξησης των επισφαλών δανείων που έχουν χορηγηθεί στην Ελλάδα. Βασικός στόχος θα είναι η εκτίμηση της ικανότητας των τραπεζών να εκπληρώνουν κανονικά τις υποχρεώσεις που λήγουν σε σύντομο χρονικό διάστημα. Οι ασκήσεις θα αποτελούν την προσπάθεια εκτίμησης των επιπτώσεων ενός ακραία αρνητικού μακροοικονομικού σεναρίου για την Ελλάδα, όπως σημαντική μείωση του ΑΕΠ,

⁵² Με την απόκτηση των προνομιούχων μετοχών, (πιθανότατα μέσω έκδοσης ομολόγων) το ελληνικό δημόσιο θα αποκτά τα αναλογούντα δικαιώματα ψήφου και θα τοποθετεί μέλος στο διοικητικό συμβούλιο των εν λόγω τραπεζών, με δικαιώματα βέτο σε θέματα αμοιβών των στελεχών. Παράλληλα, σε όλες τις περιπτώσεις όπου παρέχεται εγγύηση του Δημοσίου ή η ενίσχυση μέσω αγοράς προνομιούχων μετοχών διασφαλίζεται η συμμετοχή του Δημοσίου στο Δ.Σ. της Τράπεζας με δικαίωμα αρνησικυρίας στην πολιτική παροχών στα ανώτερα στελέχη της Τράπεζας.

άνοδο του ποσοστού ανεργίας και αύξηση των επιτοκίων χορηγήσεων. Θα εκτιμηθούν επίσης οι επιπτώσεις των ακραίων καταστάσεων και για τον κίνδυνο αγοράς. Οι υποθετικές καταστάσεις, στην προκειμένη περίπτωση, θα περιλαμβάνουν την μετατόπιση της καμπύλης αποδόσεων προς τα πάνω, την υποτίμηση του ευρώ έναντι των άλλων βασικών νομισμάτων, την υποχώρηση των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και την αύξηση του περιθωρίου των ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου έναντι των ευρωπαϊκών ομολόγων αναφοράς.

Βάσει των παραπάνω γεγονότων, ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Προβόπουλος (2009) τονίζει ότι για την άμβλυση των αρνητικών επιπτώσεων της κρίσης, την επίσπευση της ανάκαμψης και την παγίωση στο μέλλον υψηλών και σταθερών ρυθμών ανάπτυξης, απαιτείται η υιοθέτηση στρατηγικής που να βασίζεται στους ακόλουθους άξονες:

(1) Γρήγορη και γενναία διόρθωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, ώστε να μηδενιστεί το 2012. Αυτό είναι εφικτό, εάν συλληφθεί μέρος της τεράστιας φοροδιαφυγής και, κυρίως, εάν επιτευχθεί ουσιαστική περιστολή της σπατάλης και βελτίωση της αποτελεσματικότητας των κρατικών δαπανών.

(2) Εφαρμογή πλέγματος μεταρρυθμίσεων στον ευρύτερο δημόσιο τομέα, προκειμένου να τιθασευτεί το δημόσιο χρέος. Χρειάζονται σημαντικά πρωτογενή πλεονάσματα (της τάξης του 4,5-5% του ΑΕΠ), ώστε να επιτευχθεί ουσιαστική μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ στο επίπεδο αναφοράς της Συνθήκης του Μάαστριχτ (60%) μέσα σε εύλογο χρονικό διάστημα, π.χ. εντός 10 ετών. Τα μέτρα για την κοινωνική ασφάλιση που ελήφθησαν το 2008 και αφορούσαν κυρίως την ενοποίηση των πολυάριθμων ασφαλιστικών ταμείων, ήταν ένα ορθό βήμα στην κατεύθυνση της εκλογίκευσης του συστήματος.

(3) Εκτεταμένες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για την ενίσχυση της παραγωγικής βάσης μέσω των επενδύσεων, την αύξηση του ποσοστού απασχόλησης και τη διαρκή ποιοτική αναβάθμιση του ανθρώπινου δυναμικού και κυρίως την ενδυνάμωση του ανταγωνισμού σε όλες τις αγορές. Οι

επενδύσεις στην ενέργεια και οι αποκαλούμενες “πράσινες” επενδύσεις μπορούν να δώσουν ισχυρή ώθηση στην ανάκαμψη.

Παράλληλα όπως αναφέρει ο Προβόπουλος (2009) είναι ευοίωνα το γεγονός ότι έχουν ενταθεί οι διαβουλεύσεις για τη μεταρρύθμιση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, προκειμένου να αποφευχθεί στο μέλλον η εμφάνιση χρηματοοικονομικών κρίσεων τέτοιας εμβέλειας και διάρκειας. Η εφαρμογή μάλιστα των προτάσεων του ΔΝΤ και του Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας για τη δημιουργία μιας νέας χρηματοοικονομικής αρχιτεκτονικής προωθήθηκε πρόσφατα, με τις αποφάσεις που έλαβαν οι ηγέτες των 20 μεγαλύτερων οικονομιών. Προωθήθηκαν ιδιαίτερα:

- Η ενίσχυση της διαφάνειας και η διεύρυνση του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου, ώστε να περιλαμβάνει το σύνολο του χρηματοπιστωτικού τομέα,
- Η ενδυνάμωση της μακρο-προληπτικής εποπτείας, με στόχο την αποτροπή συστημικών κινδύνων,
- Η άμβλυνση της υπερ-κυκλικότητας του πιστωτικού συστήματος και του κανονιστικού πλαισίου της εποπτείας,
- Η διεύρυνση της συνεργασίας των αρμοδίων αρχών, όσον αφορά την εποπτεία, σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο.

Μέσα στα πλαίσια του όλου προβληματισμού για το μέλλον της αρχιτεκτονικής της εποπτείας του χρηματοοικονομικού συστήματος, ο Ορφανίδης (2009) παρουσιάζει δύο σημαντικοί παράγοντες:

Ο πρώτος παράγοντας είναι η άσκηση της τραπεζικής εποπτείας από τις Κεντρικές Τράπεζες. Η χρηματοοικονομική κρίση έχει αποδείξει ότι εκείνες οι χώρες, των οποίων οι Κεντρικές Τράπεζες είχαν άμεση πρόσβαση και ενδεδειγμένη γνώση των εποπτικών δεδομένων ολόκληρου του τραπεζικού τομέα, τόσο σε μακρο-οικονομικό όσο και σε μικρο-οικονομικό επίπεδο, ήταν σε καλύτερη θέση να αντιμετωπίσουν με επιτυχία τις επιπτώσεις της κρίσης. Ο λόγος ανάγεται στο

ότι οι Κεντρικές Τράπεζες ασκούσαν τόσο μικρο-προληπτική όσον και μακρο-προληπτική εποπτεία. Αυτό επέτρεπε τη λήψη έγκαιρων και ολοκληρωμένων αποφάσεων σε θέματα ενίσχυσης της ρευστότητας και της φερεγγυότητας της κάθε τράπεζας ξεχωριστά αλλά και του συνόλου του τραπεζικού συστήματος (Ορφανίδης, 2009).

Ο δεύτερος παράγοντας είναι ότι η άσκηση της τραπεζικής εποπτείας πρέπει να διέπεται από τεχνοκρατικά και ορθολογιστικά κριτήρια, απόλυτα ανεξάρτητα και απαλλαγμένα από οποιεσδήποτε πρόσκαιρες πολιτικές σκοπιμότητες και επιδράσεις. Η εμπειρία των τελευταίων μηνών προ του Απριλίου 2009 υποδεικνύει ότι χώρες και τομείς όπου η αρμοδιότητα της εποπτείας δεν εξασκείτο από ουσιαστικά ανεξάρτητους φορείς και ήταν επιρρεπής σε πολιτικές επιδράσεις και παρεμβολές ενίσχυσαν την παρούσα κρίση (Ορφανίδης, 2009).

Το πόσο χρόνο χρειάζεται η κάθε οικονομία για να ξεπεράσει την κρίση εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τα μέτρα που λαμβάνει η κάθε χώρα ιδιαίτερα όσο αφορά την στήριξη του τραπεζικού κλάδου ως μηχανισμού πιστοδοτικής επέκτασης. Μια οικονομική κρίση γίνεται καταστροφική ύφεση όταν παρεμποδίζονται οι μεταφορές κεφαλαίων προς τις εταιρίες και δημιουργούνται κατά αυτό τον τρόπο διαδικασίες πτωχεύσεις.

Έχει γίνει πια σαφές ότι τα υποδείγματα που είχαν χρησιμοποιηθεί για την ποσοτικοποίηση των κινδύνων αυτών των δανείων είχαν ως επί το πλείστον υποεκτιμήσει τις πιθανές μελλοντικές ζημιές. Το ακριβές μέγεθος της μελλοντικής ζημίας προς το παρόν είναι δύσκολο να μετρηθεί, δεδομένου ότι οι δομές των τίτλων είναι αρκετά περίπλοκες και τα νέα αυτά προϊόντα έχουν περιορισμένη ιστορικότητα στοιχείων, ιδιαίτερα σε δυσμενές οικονομικό περιβάλλον (Gorton, 2008).

Ένα άλλο δίδαγμα της σημερινής κρίσης είναι ότι οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να βελτιώσουν την κατανόηση του τρόπου λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, των τρωτών σημείων του, καθώς και τις

σχέσεις του με την πραγματική οικονομία. Πρέπει να προσπαθήσουμε να βρούμε τρόπους να διακρίνουμε πιο γρήγορα αν οι χρηματοπιστωτικές καινοτομίες και άλλου είδους παράγοντες, όπως η ραγδαία αύξηση των τιμών των στοιχείων ενεργητικού ή η υπερβολική μόχλευση, πρόκειται να οδηγήσουν σε αποσταθεροποίηση του συστήματος. Επιπλέον, η απροσδόκητα ταχεία απήχηση της αναταραχής στις χρηματοπιστωτικές αγορές μέσω των παγκόσμιων αγορών σηματοδοτεί την ανάγκη για περαιτέρω μελέτη των πολύπλοκων διασυννοριακών διασυνδέσεων των δανειστών και των δανειζόμενων (Kohn, 2008).

Ζούμε μια παγκόσμια οικονομική κρίση που βαραίνει πλέον σε μεγάλο βαθμό τις οικονομίες σε όλο τον κόσμο. Αν και η εξέλιξη της κρίσης παραμένει εξαιρετικά αβέβαιη, τόσο η ευθραυστότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος όσο και η αδυναμία στην οικονομική δραστηριότητα φαίνεται πιθανό να διατηρηθεί για κάποιο χρονικό διάστημα. Τα δύσκολα θέματα, που έχουν να αντιμετωπίσουν οι ρυθμιστικές αρχές πρέπει να συμπεριλαμβάνουν τον ιδανικό βαθμό προστασίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, την ρύθμιση των μη-τραπεζικών ιδρυμάτων (όπως είναι τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου), καθώς και τον προσδιορισμό των επιπέδων επαρκών κεφαλαίων.

Παρόλο που η ρύθμιση και εποπτεία των τραπεζών είναι δύσκολη, θα πρέπει το μοντέλο της εποπτείας να αναθεωρηθεί ριζικά. Οι μεγαλύτεροι συστημικοί κίνδυνοι εμφανίζονται στις περιόδους μεγάλης ανάπτυξης όπου η πολιτική επιρροή του χρηματοπιστωτικού κλάδου είναι ισχυρή και οι εποπτικές πιέσεις εξασθενημένες. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο η θεσμοθέτηση επιβολής συγκεκριμένων κανόνων έναντι των "κατευθυντήριων γραμμών" εμφανίζεται ως επιτακτική ανάγκη. Αυτοί οι κανόνες θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν την επιβολή αυστηρότερων ελέγχων σε πρώιμα στάδια της ανάπτυξης.

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 12

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι χρηματοοικονομικές αγορές επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα με πολλούς τρόπους και για αυτό τον λόγο δημιουργούν πολλών ειδών προκλήσεις για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής. Στις ευρωπαϊκές χώρες η καλή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών σχέσεων αποτελεί προϋπόθεση για τη λειτουργία της οικονομίας, καθώς συμβάλλει στην σταθερότητα των τιμών και των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ενισχύοντας έτσι την εμπιστοσύνη στο νόμισμα. Παράλληλα, ο ορθός σχεδιασμός και η φερεγγυότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος βελτιώνουν τη συνολική αξιοπιστία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και επηρεάζουν τις προοπτικές της οικονομικής ανάπτυξης σε μακροπρόθεσμη βάση.

Παρόλο ότι είναι σύνηθες οι περισσότερες οικονομίες να στηρίζονται κατά τα αρχικά στάδια της ανάπτυξης στον τραπεζικό τομέα, η επακόλουθη ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών τους ταυτίζεται και με την δημιουργία μιας εύρωστης αγοράς εταιρικών ομολόγων. Η ανάπτυξη, όμως, της αγοράς εταιρικών ομολόγων μπορεί να εμποδιστεί από παρεμβατικές φορολογικές πολιτικές καθώς και από υπερβάλλοντες κανονισμούς.

Οι εποπτικές αρχές είναι ανάμεσα σε αυτούς που χρησιμοποιούν πληροφορίες από την αγορά εταιρικών ομολόγων. Υπάρχουν πλεονεκτήματα για την χρησιμοποίηση πληροφοριών της δευτερογενούς αγοράς επιπρόσθετα με λογιστικά στοιχεία, λόγω της δυνατότητας των αγορών να “φιλτράρουν” ένα μεγάλο όγκο πληροφοριών ταχύτατα, και να αντικατοπτρίζουν αυτές τις πληροφορίες στις τιμές των αξιόγραφων κάτω από φυσιολογικές συνθήκες λειτουργίας της αγοράς.

Η αγορά ομολόγων αποτελεί μία από τις κύριες πηγές χρηματοδότησης για πολλές από τις ευρωπαϊκές τράπεζες, αλλά, το κόστος αυτής της χρηματοδότησης διαφέρει σημαντικά μεταξύ των τραπεζών και μεταξύ των οικονομικών κύκλων. Είναι, λοιπόν, σημαντικό να κατανοήσουμε τους παράγοντες που καθορίζουν αυτήν την διαφοροποίηση. Κατά συνέπεια, ο κύριος στόχος της παρούσας μελέτης είναι η ανάλυση των παραγόντων που προσδιορίζουν το περιθώριο των ομολόγων που εκδίδονται από τις ελληνικές τράπεζες, λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαιτερότητες της εκάστοτε ομολογιακής έκδοσης και του εκδότη.

Στο τραπεζικό σύστημα οι πιστοδοτικές αποφάσεις συγκεντρώνονται στα χέρια ορισμένων ανθρώπων που λαμβάνουν τις αποφάσεις, σε αντίθεση με την ομολογιακή αγορά. Συνεπώς, όταν μια ανεπτυγμένη αγορά εταιρικών ομολόγων είναι παρούσα, ένα μεγάλο μέρος του συνολικού δανεισμού υπόκειται στο έλεγχο των δυνάμεων της αγοράς, γεγονός που δεν συμβαίνει όταν η ομολογιακή αγορά είναι υποανάπτυκτη. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, οι επενδυτές θα πρέπει να αντιλαμβάνονται, όχι μόνο τους παράγοντες που επηρεάζουν τα μεμονωμένα πιστωτικά περιθώρια, αλλά και τις συσχετίσεις ανάμεσα στα πιστωτικά περιθώρια και τον τρόπο που αυτές επηρεάζουν τον συνολικό κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου εταιρικών ομολόγων αλλά και των παραγώγων αυτών. Παράγοντες που έχουν οδηγήσει στην ανάπτυξη της αγοράς πιστωτικών παραγώγων, είναι η ανάγκη των τραπεζών για αντιστάθμιση του αναλαμβανόμενου πιστωτικού κινδύνου, της επενδυτικής ζήτησης, καθώς και της πιθανής αναποτελεσματικότητας των πιστωτικών αγορών.

Ο ρόλος των ομολογιακών αγορών ως αποτελεσματικό εργαλείο για την επίτευξη χρηματοδότησης κυβερνητικών και εταιρικών προγραμμάτων θεωρείται σημαντικός, τόσο από την επενδυτική αγορά όσο και από την ακαδημαϊκή έρευνα.

Παράλληλα, η δημιουργία μιας αποτελεσματικής και ολοκληρωμένης αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών εντός της Ελλάδος αλλά και της

Ευρωζώνης θα έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του κόστους απόκτησης και κατανομής των κεφαλαίων. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, η αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ευρωζώνη παρουσιάζει τάση σταδιακής ολοκλήρωσης (financial integration) βάσει της επέκτασης των διασυνοριακών συναλλαγών, τη μείωση των αποκλίσεων μεταξύ των κυβερνητικών ομολόγων των χωρών – μελών και την αύξηση των όγκων διαπραγμάτευσης στην χρηματιστηριακή, αλλά και στην εξω-χρηματιστηριακή αγορά.

Συγχρόνως, η ερώτηση που τίθεται είναι κατά πόσο τα πιστωτικά περιθώρια αντικατοπτρίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο, έτσι ώστε να ισχύει ότι οι εταιρίες με υψηλότερα πιστωτικά περιθώρια έχουν και μεγαλύτερο κίνδυνο για αθέτηση πληρωμών. Η παραδοσιακή αντίληψη είναι ότι τα συστατικά των πιστωτικών περιθωρίων είναι ο κίνδυνος αθέτησης και ο κίνδυνος ανάκτησης. Η παρούσα έρευνα αναδεικνύει ότι οι εν λόγω παράγοντες είναι μόνο δύο από τα συστατικά του πιστωτικού περιθωρίου.

Συγκεκριμένα, η παρούσα μελέτη αναπτύσσει ένα υπόδειγμα το οποίο εξετάζει την σχέση μεταξύ των πιστωτικών περιθωρίων Ελληνικών χρηματοοικονομικών ομολόγων και την εξάρτησή τους από συγκεκριμένους υποκείμενους παράγοντες: αθέτηση, ρευστότητα, ληκτότητα, μακροοικονομικούς δείκτες και άλλους. Τα αποτελέσματα συμπληρώνουν προηγούμενες εργασίες που υποδεικνύουν την σημαντικότητα αυτών των παραγόντων. Ακόμα, τα εμπειρικά ευρήματα τονίζουν το βάθος της αγοράς Ελληνικών μη-κυβερνητικών ομολόγων. Συνεπώς, μπορούμε να καταλήξουμε στο ότι, παρόλο που η Ευρωπαϊκή και η Ελληνική αγορά μη-κυβερνητικών ομολόγων, διαφέρουν σε σχέση με το αριθμό των ομολογιακών εκδόσεων και του όγκου διαπραγμάτευσης, τα εμπειρικά αποτελέσματα για τις δύο αγορές είναι αρκετά όμοια.

Συνεπώς επιβεβαιώνεται ότι κατά την ύπαρξη μίας ανεπτυγμένης αγοράς ομολόγων, ένα μεγάλο μέρος του συνολικού δανεισμού υπόκειται στον έλεγχο των δυνάμεων της αγοράς, γεγονός που δεν υφίσταται όταν η ομολογιακή αγορά

είναι υποανάπτυκτη. Σε αυτή την δεύτερη περίπτωση, αποταμιευτικά κεφάλαια τα οποία θα κατέληγαν στα εταιρικά ομόλογα λόγω της ελκυστικότητας τους ως επενδυτικό προϊόν για συγκεκριμένες κατηγορίες επενδυτών, επενδύονται σε άλλου είδους αξιόγραφα όπως είναι οι μετοχές και τα ομόλογα δημοσίου.

Λαμβανομένων υπόψη των παραπάνω και καθώς οι εποπτικές αρχές είναι ανάμεσα σε αυτούς που χρησιμοποιούν πληροφορίες από την αγορά εταιρικών ομολόγων, θεωρούμε ότι η συμπλήρωση των υφιστάμενων υποδειγμάτων μέτρησης κινδύνου με ενισχυμένα μέτρα επιβολής πειθαρχίας αγοράς θα μπορούσε να διορθώσει την λανθασμένη αντίληψη που επικρατεί συχνά στην αγορά ότι τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν διατρέχουν κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων τους. Η θεσμοθέτηση της υποχρέωσης για την έκδοση ομολόγων παρεπόμενου χρέους, ως μέρος των υποχρεώσεων των τραπεζών για την διαχείριση των εποπτικών κεφαλαίων τους, θα βοηθούσε τους επαγγελματίες επενδυτές να αντιληφθούν καλύτερα τον τραπεζικό κίνδυνο. Επομένως, θα ήταν δόκιμη η θεσμοθέτηση ενός ορίου ελαχίστου απαιτούμενου τραπεζικού κεφαλαίου εντός του τραπεζικού συστήματος, ακόμα και όταν οι κανόνες της Βασιλείας II επιτρέπουν μεμονωμένα για κάθε τράπεζα χαμηλότερα επίπεδα κεφαλαιακών απαιτήσεων καθώς η ισχυροποίηση του τραπεζικού κλάδου θα δώσει την δυνατότητα στην οικονομία να απορροφήσει ευκολότερα εταιρικές κρίσεις.

Μια χρήσιμη προσθήκη στον πυλώνα της πειθαρχίας αγοράς θα ήταν η προώθηση της ανάπτυξης ρευστών αγορών τραπεζικών ομολόγων με μεγάλη διασπορά επενδυτών, δημιουργώντας κατά αυτό τον τρόπο τις προϋποθέσεις για πιο αποτελεσματικό έλεγχο των τραπεζικών διαχειριστών από τους ομολογιακούς επενδυτές. Υπάρχει ήδη μια σειρά από προτάσεις που υποστηρίζει την υποχρεωτική έκδοση παρεπόμενου τραπεζικού χρέους, και οι συντάκτες της Βασιλείας II θα προσφέρουν μεγάλη υπηρεσία αν δώσουν σε αυτές τις προτάσεις μεγαλύτερη σημασία από ότι έχουν κάνει μέχρι τώρα οι υπεύθυνοι για την χάραξη πολιτικής. Ακόμα και αν οι υπεύθυνοι χάραξης της Βασιλείας II καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι δεν δικαιολογείται προς το παρόν ένα πλαίσιο

υποχρεωτικής διάθεσης παρεπόμενου χρέους, θα μπορούσαν να προσφέρουν μεγάλο καλό στο μέλλον ενθαρρύνοντας τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές να ξεκινήσουν μελέτες για το πώς τα σινιάλα της αγοράς θα μπορούσαν να συμπληρώσουν την αποτελεσματικότητα των παρεμβάσεων της εποπτικής διαδικασίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Alpha Bank, (2000) “Η μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος: ο ρόλος του χρηματοοικονομικού τομέα”, *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 76, Αθήνα.
- Γαλιάτσος Κ., (2007) “Η δόμηση χρηματοπιστωτικών μέσων στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα”, *Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών*, Α΄ Τρίμηνο, Αθήνα.
- ΕΚΤ (2006): *Η Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη Ζώνη του Ευρώ*, Γερμανία.
- ΕΚΤ (2006): Μηνιαίο Δελτίο, Μάρτιος, Γερμανία.
- Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (2006): Στατιστικά Στοιχεία, www.agii.gr
- Θωμαδάκης Σ., Ξανθάκης Μ. (2006) *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα.
- Μαλινδρέτου Β. (2000), *Επενδύσεις*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.
- Μαλινδρέτου Β. (2002), *Σύγχρονα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.
- Μούζουλας Σπήλιος (2000), *Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και στην Ευρωπαϊκή Ένωση*, Εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Β΄ έκδ.
- Μυλωνάς Θ. Νικόλαος (1999), *Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, Θεωρία και Πρακτική*, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Εκδόσεις Α.Ν. Σάκκουλα.
- Νιάρχος Ν., (2004), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*, 7η έκδοση, εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.

- Ο.ΔΗ.Χ. (2009), Στατιστικά Στοιχεία, www.pdma.gr.
- Ο.Ο.Σ.Α (2005α), *“Οι συντάξεις με μια ματιά: οι δημόσιες πολιτικές στις χώρες του ΟΟΣΑ”*, Παρίσι.
- Ορφανίδης (2009) *“Τι μας διδάσκει η σημερινή κρίση για το μέλλον της αρχιτεκτονικής της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος”*, Ομιλία στην εκδήλωση του ΚΕΒΕ, 9 Απριλίου, Λευκωσία.
- Προβόπουλος Γ. (2009), *“Η Κατάσταση και οι Προοπτικές της Ελληνικής Οικονομίας και οι Προκλήσεις Οικονομικής Πολιτικής”* ομιλία στην 76η Ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων της ΤτΕ, 15 Απριλίου.
- Τράπεζα της Ελλάδος, Μηνιαία Στατιστικά Δελτία, 2000 – 2007.
- Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικά Δελτία Οικονομικής Συγκυρίας, 2000 – 2007.
- Τράπεζα της Ελλάδος, Εκθέσεις Διοικητή, 1999 – 2007.
- Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικά Δελτία, 2000 – 2007.
- Τσάμης Α., (2002), *“Η εισαγωγή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων στα πλαίσια του τραπεζικού συστήματος”*, *Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*. Δ΄ Τρίμηνο, Αθήνα.
- Φίλος Ι., (2004), *“Η εκτίμηση κινδύνων ως εργαλείο εσωτερικού ελέγχου των τραπεζών”*, *Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών*, Α΄ Τρίμηνο, Αθήνα.
- Χ.Α.Α., Ετήσια Στατιστικά Δελτία, 2000 – 2007.
- Χριστοδουλάκης Γ. (2004), *“Υποδείγματα πιστωτικού κινδύνου τύπου Merton (1974) και η προβλεπτική τους ικανότητα ως συστήματα έγκαιρης προειδοποίησης”*, *Δελτίο Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών*, Γ΄ Τρίμηνο, Αθήνα.

Ξενόγλωσση

Altman R.: (1968), “Financial Ratios, Discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy”, *Journal of Finance*, 23, 589 – 609.

B.I.S. (2004), “Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework”.

B.I.S (2003), “Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries”, Basel Committee on Banking Supervision Working paper No.12.

Baker, M. (1998), “Fund managers’ attitudes to risk and time horizons: the effect of performance benchmarking”, *European Journal of Finance*, vol. 4, σελ.257-78.

Bernanke, B.S. (2009). “Four Questions about the Financial Crisis”. Speech delivered at the Morehouse College, Atlanta, Georgia, April 14.

Bevan, A., Garzarelli, F. (2000): “Corporate bond spreads and the business cycle: introducing GS-SPREAD”, *The Journal of Fixed Income* 9 No. 4 (2000), p.8-18.

Birchler, U. W., (2000) “Bankruptcy Priority for bank Deposits: A Contract Theoretic Explanation”, *Review of Financial Studies*, 13, 813 – 839.

Black, Fischer and Piotr Karasinski. (1991) "Bond and Option Pricing when Short Rates are Lognormal." *Financial Analysts Journal* 47, July-August, 52-59.

Bliss, R. (2001). “Market discipline and subordinated debt: A review of some salient issues”. *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, First Quarter, 24-45.

- Bliss, R., and Flannery M.(2000), “Market Discipline in the Governance of U.S. Bank Holding Companies”, The Federal Reserve of Chicago.
- Bollerslev, (1986) “Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity”, στο *Journal of Econometrics*, τόμος 31, σ.307-327.
- Borensztein, Eduardo, Barry Eichengreen and Ugo Panizza. (2006),“A Tale of Two Markets: Bond Market Development in East Asia and Latin America.”, Hong Kong Institute for Monetary Research Occasional Paper No. 3.
- Brennan M., Schwartz E.,(1980), “Analyzing convertible bonds”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15:907-929.
- Calomiris, C. W., (1999), “Building an Incentive – Compatible Safety Net”, *Journal of Banking and Finance*, 23, 1499-1519.
- Campbell, R. και Huisman, (2003), “Measuring Credit Spread Risk”, *Journal of Portfolio Management*, 29, 121-127.
- Campell, J. and Taksler, G. (2003), “Equity Volatility and Corporate Bond Yields”, *Journal of Finance* 63, 2321 – 2349
- Chen, R.R. and Scott, L.: (1993), “Maximum likelihood estimation for a multifactor equilibrium model of the term structure of interest rates”, *Journal of Fixed Income* 3, 14-31.
- Christensen B., and Prabhala N., (1998), “The relation between implied and realized volatility”, *Journal of Financial Economics*, 50, p.125–50.
- Collin-Dufresne, P., Golstein, R., and Martin S., (2001). "The determinants of credit spread changes", *Journal of Finance*, 56(6), 2177-2208.

- Collin-Dufresne, Pierre and Robert S. Goldstein. (2002) "Do Bonds Span the Fixed Income Markets? Theory and Evidence for Unspanned Stochastic Volatility." *The Journal of Finance* 57, September, 1685-1730.
- Comite European des Assurances (2005): Annual Report 2004 –2005, CEA Brussels
- Committee on the Global Financial System (2003): Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets, Bank for International Settlements, Basel, March.
- De Grauwe, Paul, (2005), *Economics of Monetary Union*, 6th εκδ., Oxford.
- DeLarosiere Group (2009), Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Brussels, 25 February.
- Dialynas, C.P. and Edington D.H., (1992), “Bond yield spreads: a postmodern view”, *Journal of Portfolio Management*, 68-75.
- Diamond, D.W. (1991).“Monitoring and Reputation:The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt.” *Journal of Political Economy* 99(4), pp. 689–721.
- Diebold, F.X., Li, C., (2006), “Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields”, *Journal of Econometrics*, pp.337-364.
- Draghi, M. (2008). “How to Restore Financial Stability”. *Bundesbank Lecture* 2008, Germany, September 16.
- Duca, J.V., (1999), “What credit market indicators tell us”, Federal Reserve Bank of Dallas Economic and Financial Review, Third Quarter, 2-13.
- Duffee, Gregory R., (1998): “The relation between treasury yields and corporate bond yield spreads”, *Journal of Finance* 53, 2225-2241.

- Duffie, D., & Singleton, K. J. (1998). Econometric modeling of term structures of defaultable bonds, Working Paper, Graduate School of Business, Stanford University.
- Duffie, D., Singleton J. K., (1999), “Modeling the Term Structures of Defaultable Bonds”, *Review of Financial Studies*, 12, 687-720.
- E.C.B. (2006): “Euro Area Statistics: Money, banking and investment funds”. Brussels.
- E.C.B., (2004a). The euro bond market study, December.
- E.C.B., (2004b). Developments in euro-denominated bond issuance in 2004, Quarterly Bulletin, No 79, October – December 2004.
- E.F.A.M.A. (2003-2008): “Quarterly Statistical Release”.
- Eichengreen, Barry και Pipat Luengnaruemitchai, (2004), “Why Doesn’t Asia Have Bigger Bond Markets?”, NBER Working Paper No. 10576, (Cambridge: National Bureau of Economic Research).
- El-Agraa, Ali, (2006), *The European Union: Economics and Politics*, 7th ed., Cambridge.
- Elton, E., Gruber, M., Agrawal, D., Mann, C., (2001) Explaining the rate spread of corporate bonds, *Journal of Finance*, pp.247-277.
- Engle R.F., (1982) “Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of U.K. Inflation”, *Econometrica*, 50, pp.987-1008.
- Evanoff, Douglas, and Larry Wall. (2001). “Sub-debt yield spreads as bank risk measures”. *Journal of Financial Services Research* 20, 121-145.
- Fabozzi F., (1986) *Floating Rate Instruments: Characteristics, Valuation and Portfolio Strategy*, Probus Publishing Co.

- Garganas, (2005) “On the Practice of Financial Stability in Greece: The Implications of Basel II”, speech in the *Conference on Financial Stability and Implications of Basel II*, Central Bank of Turkey, Constantinople, 16 May.
- Gompers, P.A., Metrick, A. (2001): “Institutional investors and asset prices”, *Quarterly Journal of Economics*, vol 116(1), σελ.229-59.
- Gordon G., and Antony Santomero (1990), “Market Discipline and Bank Subordinated Debt”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 22: 119-128.
- Gorton, G. (2008). “The Panic of 2007”. *Working Paper*. Yale University.
- Greenspan, A. (1999): “Do efficient financial markets mitigate financial crises?”, speech at the 1999 Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta, Sea Island, Georgia, 19 October.
- Greenspan, A. (2009). “We Need a Better Cushion against Risk”. *The Financial Times*, March 26.
- Gropp, Reint, Jukka Vesala and Giuseppe Vulpes, (2002), “Equity and Bond Market Signals as Leading Indicators of Bank Fragility,” *European Central Bank*, working paper no. 150, June.
- Guha, D. and Hiris, L.: (2002), “The aggregate credit spread and the business cycle”, *International Review of Financial Analysis*, 11, 219-227.
- Handa, P. και Schwartz, R.A. (1996), “Limit order trading”, *Journal of Finance*, 51: 1835 – 1861.
- Hilscher Jens, (2007) “Is the Corporate Bond market Forward Looking?”, ECB, Working Paper.

- Hotchkiss, Edith S., and Tavy Ronen, (2002), “The Informational Efficiency of the Corporate Bond Market: An Intraday Analysis”, *Review of Financial Studies* 15, 1325-1354.
- IMF (2008). *Global Financial Stability Report*. April 2008.
- Jarrow, R., Lando, D. and Turnbull, S. M.: (1997), “A markov model for the term structure of credit spreads”, *The Review of Financial Studies* 10, 481—523.
- Jarrow, R., Turnbull, S., (1995), “Pricing Derivatives on Financial Securities Subject to Credit Risk”, *Journal of Finance* 50, 53-86.
- K.P.M.G. (2003): “State of the Investment Management Industry in Europe”, Autumn 2003.
- Kane, Edward J., (1998) “Capital Movements, Asset Values and Banking Policy in Globalized Markets”, NBER Working Paper No.6633.
- Koenigsberg, Mark, Janet L. Showers and James Streit. (1991) "The Term Structure of Volatility and Bond Option Valuation." *The Journal of Fixed Income* 1 September, 19-36.
- Kohn, D. L. (2008). “Monetary Policy and Asset Prices Revisited”. *Speech at the Cato Institute's 26th Annual Monetary Policy Conference, Washington, D.C., November 19.*
- Lando, D. (1998). “On Cox processes and credit risky securities”, *Review of Derivatives Research*, 2 (213), 99-120.
- Litterman, R. and Scheinkman, J.: (1991), “Common factors affecting bond returns”, *Journal of Fixed Income* 1, 54-61.
- Longstaff, F and E Schwartz (1995), “A simple approach to valuing risky, fixed and floating rate debt”, *Journal of Finance*, 50, pp 789-821.

- Longstaff, F. and Schartz, E., (1995), “Valuing risky debt: A new approach”, *Journal of Finance*, 53, 1213-1242.
- McKinsey, (2008), “Long-Term trends in the global capital markets”, *The McKinsey Quarterly*, February.
- Merton, R. (1974), “On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates”, *Journal of Finance*, 11, 288-300.
- Nelson, C.R., Siegel, A.F., (1987), “Parsimonious modeling of yield curve”, *Journal of Business*, pp. 473-489.
- O.E.C.D. (2005b):”National Accounts of OECD countries – Volume III 1993-2004”, Paris.
- O.E.C.D. (2005c):”Factbook – 2005”, Paris.
- Peria M., Schmukler S., (1999) “Do Depositors Punish Banks for ‘Bad’ Behavior? Market Discipline in Argentina, Chile and Mexico”, World Bank Policy research Paper No.2058.
- Rajan, R.G. (1992).“Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm’s Length Debt.” *Journal of Finance* 47(4), pp. 1,367–1,400.
- Roldos, J. E., (2004), “Emerging Local Bond Markets”, in *Emerging Local Securities and Derivatives Markets*, World Economic and Financial Surveys (Washington: International Monetary Fund).
- Sharpe, W.F. (1966) “Mutual Fund performance”, *Journal of Business*, 34, σελ.119-38.
- Sironi A. (2003) “Testing for Market Discipline in the European Banking Industry: Evidence from Subordinated Debt Issues”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 35, 443-472.

- Smith, R. T., (1995), “Markets for Corporate Debt Securities”, International Monetary Fund, Working Paper No. 95/67 (Washington: International Monetary Fund).
- Taylor, J. (2009). “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”. *NBER Working Paper* No. w14631, January.
- VanHoose, David. (2007). “Market discipline and supervisory discretion in banking: Reinforcing or conflicting pillars of Basel II?” *Networks Financial Institute Working Paper 2007-WP-06*, Φεβρουάριος.
- Vasicek, O.A. (1977), “An Equilibrium Characterization of the Term Structure”, *Journal of Financial Economics*, 5, 177-188.

Παράρτημα

Πίνακας 2.1: Συνολικό μέγεθος των Ομολογιακών Αγορών, ποσά σε κυκλοφορία σε όρους του ΑΕΠ (1995 - 2005)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Αυστρία	85%	85%	94%	95%	106%	113%	119%	124%	129%	133%	145%
Βέλγιο	185%	191%	191%	182%	191%	194%	200%	201%	202%	200%	198%
Γαλλία	95%	95%	98%	95%	100%	107%	115%	118%	129%	135%	143%
Γερμανία	85%	92%	100%	110%	123%	134%	136%	140%	145%	149%	154%
Δανία	179%	174%	175%	176%	171%	166%	175%	182%	181%	194%	203%
Ε.Ε.-15	99%	104%	105%	106%	116%	120%	125%	128%	136%	143%	155%
Ελλάδα	90%	99%	98%	99%	98%	100%	105%	120%	131%	146%	161%
Ευρωζώνη	100%	105%	108%	110%	120%	127%	132%	136%	144%	151%	161%
Ηνωμένο Βασίλειο	68%	78%	76%	72%	87%	85%	91%	89%	95%	104%	122%
ΗΠΑ	146%	152%	155%	152%	175%	163%	175%	162%	167%	174%	202%
Ιαπωνία	94%	104%	106%	126%	151%	125%	140%	150%	168%	179%	195%
Ιρλανδία	67%	70%	64%	61%	68%	67%	73%	75%	98%	119%	155%
Ισπανία	72%	77%	82%	85%	97%	98%	100%	102%	113%	128%	152%
Ιταλία	148%	148%	140%	138%	143%	145%	155%	157%	162%	168%	176%
Λουξεμβούργο	23%	37%	44%	43%	47%	60%	92%	112%	126%	132%	154%
Ολλανδία	99%	104%	115%	124%	147%	165%	176%	180%	194%	209%	240%
Πορτογαλία	62%	65%	63%	66%	76%	87%	102%	115%	132%	143%	166%
Σουηδία	150%	145%	142%	135%	144%	123%	120%	123%	127%	127%	137%
Φιλανδία	104%	106%	101%	96%	97%	88%	89%	90%	99%	105%	109%

Πηγή: European Capital Markets Institute, Στατιστικά 2006

Πίνακας 2.2: Κεφαλαιοποίηση των Εγχώριων Μετοχικών Αγορών σε σχέση με το ΑΕΠ των χωρών (1995 - 2005).

% του ΑΕΠ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Αυστρία	13.5%	14.4%	18.3%	15.9%	16.4%	15.3%	13.2%	14.5%	19.7%	27.2%	43.5%
Γερμανία	22.8%	27.6%	39.2%	47.7%	70.9%	66.2%	57.5%	30.5%	39.5%	39.6%	45.9%
Δανία	31.6%	39.0%	56.5%	54.6%	64.2%	66.7%	53.9%	39.9%	49.6%	-	-
Ε.Ε.-15	40.6%	50.1%	65.7%	78.4%	110.8%	104.1%	86.3%	57.3%	65.5%	69.3%	82.7%
Ελλάδα	12.4%	19.2%	28.6%	63.0%	166.2%	93.8%	71.9%	44.2%	53.3%	53.5%	68.3%
Ευρωζώνη	27.6%	34.2%	46.6%	61.0%	89.6%	86.2%	70.9%	46.1%	52.9%	61.7%	73.7%
Ηνωμένο Βασίλειο	118.2%	139.7%	154.4%	159.9%	206.8%	179.4%	153.2%	106.2%	121.9%	122.7%	146.0%
ΗΠΑ	93.9%	110.4%	133.7%	139.9%	192.8%	154.8%	139.6%	95.8%	117.1%	127.7%	144.4%
Ιαπωνία	66.8%	65.1%	51.5%	59.5%	106.2%	65.9%	55.2%	46.8%	61.5%	69.5%	103.0%
Ιρλανδία	38.3%	47.5%	62.3%	72.4%	75.6%	84.3%	73.0%	43.8%	48.4%	56.4%	60.2%
Ισπανία	25.2%	39.2%	52.0%	63.8%	74.1%	86.0%	78.1%	60.4%	73.7%	82.5%	89.8%
Ιταλία	19.0%	21.1%	30.3%	45.4%	65.4%	70.8%	49.1%	36.1%	37.4%	42.9%	48.6%
Λουξεμβούργο	167.5%	180.9%	199.1%	192.5%	190.9%	171.8%	122.6%	102.7%	123.4%	143.4%	159.3%
Σουηδία	69.2%	90.0%	109.8%	108.0%	157.6%	135.8%	109.5%	66.5%	86.8%	-	-
Φιλανδία	33.5%	49.3%	60.9%	113.0%	287.5%	241.2%	158.4%	94.0%	93.8%	-	-
Χώρες Euronext	37.6%	46.7%	62.2%	80.9%	115.3%	109.2%	91.9%	60.7%	66.5%	69.8%	86.6%

Πηγή: European Capital Markets Institute, Στατιστικά 2006

Πίνακας 2.3: Εναπομένουσες Ονομαστικές Αξίες Χρεογράφων στον Ευρωπαϊκό Χώρο βάσει της εθνικότητας του εκδότη (σε δις \$)

ΧΩΡΑ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Αυστρία	81.048	90.306	120.063	166.055	202.153	213.392	273.028
Βέλγιο	131.141	145.294	187.756	251.274	302.344	289.94	369.155
Φινλανδία	38.789	40.554	52.429	73.943	90.284	88.174	104.551
Γαλλία	321.02	399.541	521.371	741.593	920.695	966.997	1250.8
Γερμανία	864.487	1028.506	1398.864	1873.297	2251.861	2181.94	2603.14
Ελλάδα	27.769	30.48	49.608	79.186	113.407	134.542	197.087
Ιρλανδία	34.124	46.435	64.66	102.142	148.947	185.571	290.704
Ιταλία	246.412	316.963	415.429	575.624	730.943	717.988	914.175
Λουξεμβούργο	12.411	20.282	31.881	46.607	56.591	63.044	96.495
Ολλανδία	294.194	333.067	431.461	580.995	702.424	730.715	937.011
Πορτογαλία	34.327	47.95	66.791	102.024	126.763	137.398	183.072
Σλοβενία	1.778	1.865	2.222	2.669	2.763	1.798	2.011
Ισπανία	203.08	225.958	291.077	443.321	581.799	702.053	1071.697
Ευρωζώνη (13)	2290.58	2727.201	3633.612	5038.73	6230.974	6413.552	8292.926
Δανία	24.909	26.832	30.014	44.462	56.129	67.248	86.041
Σουηδία	100.249	98.574	122.283	147.958	169.857	176.486	207.263
Ηνωμένο Βασίλειο	542.342	610.916	776.604	1077.98	1374.83	1531.783	2060.09
Βουλγαρία	5.203	5.407	4.18	4.382	4.08	2.164	2.988
Κύπρος	1.304	1.762	2.025	3.251	4.905	4.287	4.921
Τσεχία	1.898	1.593	1.924	1.998	5.06	6.067	7.424
Εσθονία	0.307	0.325	0.697	1.356	2.501	2.117	1.815
Ουγγαρία	10.3	10.101	10.311	11.931	15.49	18.292	27.667
Λετονία	0.209	0.375	0.446	0.537	0.824	0.832	1.185
Λιθουανία	1.05	1.164	1.567	2.025	2.662	2.683	4.214
Μάλτα	0.416	0.396	0.377	0.348	0.338	0.318	0.299
Πολωνία	9.442	11.546	13.743	19.827	24.64	33.363	40.229
Ρουμανία	1.126	1.705	2.854	4.027	4.064	4.266	4.41
Σλοβακία	2.784	2.6	2.894	3.277	4.207	2.792	4.074
Ευρωπαϊκή Ένωση	2992.119	3500.497	4603.531	6362.089	7900.561	8266.25	10745.546

Πηγή: Bank of International Settlements, Τριμηνιαία Στατιστική Αναφορά, 2000 - 2007

Πίνακας 2.4: Εναπομένουσες Ονομαστικές Αξίες Χρεογράφων στον Ευρωπαϊκό Χώρο βάσει της κατοικίας του εκδότη (σε δις \$)

ΧΩΡΑ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Αυστρία	91.207	104.512	134.041	177.705	213.524	220.932	279.246
Βέλγιο	42.227	53.276	72.534	101.064	127.431	116.788	146.566
Φινλανδία	37.974	39.201	51.288	73.155	94.132	92.773	108.11
Γαλλία	326.708	402.126	529.203	747.159	902.378	919.065	1163.422
Γερμανία	486.141	635.946	926.948	1312.26	1653.779	1595.956	1851.144
Ελλάδα	24.089	25.848	42.437	63.433	84.941	97.556	138.575
Ιρλανδία	70.41	87.872	115.1	211.364	352.32	456.772	774.611
Ιταλία	132.918	175.054	255.822	383.093	546.961	565.121	751.38
Λουξεμβούργο	70.395	103.986	128.575	189.918	227.031	276.662	376.537
Ολλανδία	501.424	570.437	734.826	966.988	1077.335	1038.273	1320.113
Πορτογαλία	20.058	24.355	35.486	49.467	53.941	59.337	82.477
Σλοβενία	1.778	1.865	2.222	2.669	2.763	1.798	2.011
Ισπανία	59.538	70.65	117.371	231.203	394.864	542.929	893.4
Ευρωζώνη (13)	1864.867	2295.128	3145.853	4509.478	5731.4	5983.962	7887.592
Δανία	31.621	34.288	37.668	52.289	64.122	76.114	95.923
Σουηδία	91.617	88.145	102.299	123.322	141.018	150.335	184.316
Ηνωμένο Βασίλειο	708.202	756.549	941.838	1301.671	1713.162	1900.978	2509.098
Βουλγαρία	5.203	5.407	4.18	4.314	3.735	1.992	2.42
Κύπρος	1.304	1.762	2.025	3.793	7.023	7.242	9.214
Τσεχία	0.705	1.56	1.961	2.808	5.848	6.15	6.55
Εσθονία	0.335	0.303	0.65	1.299	2.474	2.117	1.815
Ουγγαρία	10.41	10.126	10.43	12.463	16.219	18.705	27.387
Λετονία	0.209	0.397	0.493	0.594	0.892	0.867	1.225
Λιθουανία	1.05	1.201	1.612	2.08	2.73	2.742	4.33
Μάλτα	0.416	0.396	0.377	0.348	0.338	0.318	0.299
Πολωνία	5.661	6.055	7.774	13.056	18.511	28.661	35.956
Ρουμανία	1.126	1.705	2.854	4.027	4.064	4.418	4.86
Σλοβακία	2.879	2.595	2.888	3.27	3.935	2.556	3.81
Ευρωπαϊκή Ένωση	2725.605	3205.617	4262.902	6034.812	7715.471	8187.157	10774.795

Πηγή: Bank of International Settlements, Τριμηνιαία Στατιστική Αναφορά 2000 - 2007

Πίνακας 2.5: Δραστηριότητα εκδόσεως ομολόγων σε νόμισμα ευρώ για την περίοδο 2000-2007

Όγκος εκδόσεων σε δισ €	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Μέσος Όρος
Οργανισμών (Agencies)	42.5	51.0	53.5	71.5	69.4	69.2	66.0	75.9	62.4
Κεντρικού Δημοσίου	600.9	634.2	700.1	780.4	769.8	674.3	681.7	661.6	687.9
Τοπικού Δημοσίου	17.9	36.6	42.9	45.0	38.5	50.5	42.0	34.1	38.4
Υπερεθνικά (Surranationals)	8.6	11.7	14.7	15.5	16.6	14.7	15.8	21.5	14.9
Τιτλοποιήσεων (ABS)	35.1	61.1	65.3	74.4	95.3	164.8	228.5	343.6	133.5
Χρηματοοικονομικού Τομέα	249.3	278.8	279.8	397.7	430.2	406.6	449.5	381.7	359.2
Ομόλογα με κάλυψη	206.2	188.7	196.7	234.1	210.9	225.9	238.8	222.6	215.5
Εταιρικά Ομόλογα	136.5	209.4	117.9	149.5	120.2	113.0	151.2	154.0	144.0
Εκδόσεις Δημόσιου Τομέα	669.9	733.5	811.2	912.4	894.3	808.7	805.0	805.0	805.0
Εκδόσεις Ιδιωτικού Τομέα	627.1	738.0	659.7	855.7	856.6	910.3	1,068.0	1,068.0	816.5
Σύνολο	1,297.0	1,471.5	1,470.9	1,768.1	1,750.9	1,719.0	1,873.5	1,895.0	1,621.6

Σύνολο εκδόσεων σε %	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Μέσος Όρος
Οργανισμών (Agencies)	3.3%	3.5%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%	3.5%	4.0%	3.7%
Κεντρικού Δημοσίου	46.3%	43.1%	47.6%	44.1%	44.0%	39.2%	36.4%	34.9%	42.0%
Τοπικού Δημοσίου	1.4%	2.5%	2.9%	2.5%	2.2%	2.9%	2.2%	1.8%	2.3%
Υπερεθνικά (Surranationals)	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	1.1%	0.9%
Τιτλοποιήσεων (ABS)	2.7%	4.2%	4.4%	4.2%	5.4%	9.6%	12.2%	18.1%	7.6%
Χρηματοοικονομικού Τομέα	19.2%	18.9%	19.0%	22.5%	24.6%	23.7%	24.0%	20.1%	21.5%
Ομόλογα με κάλυψη	15.9%	12.8%	13.4%	13.2%	12.0%	13.1%	12.7%	11.7%	13.1%
Εταιρικά Ομόλογα	10.5%	14.2%	8.0%	8.5%	6.9%	6.6%	8.1%	8.1%	8.9%
Εκδόσεις Δημόσιου Τομέα	51.6%	49.8%	55.1%	51.6%	51.1%	47.0%	43.0%	42.5%	49.0%
Εκδόσεις Ιδιωτικού Τομέα	48.4%	50.2%	44.9%	48.4%	48.9%	53.0%	57.0%	56.4%	50.9%

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, "Quarterly Note on the Euro-Denominated Bond Markets", (2000 - 2007).

Πίνακας 2.6: Εναπομένουσες Ονομαστικές Αξίες Χρεογράφων στον Ευρωπαϊκό Χώρο για τον Χρηματοπιστωτικό κλάδο βάσει της εθνικότητας του εκδότη (σε δις \$)

ΧΩΡΑ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Αυστρία	44.706	52.758	69.76	91.699	116.173	124.103	166.779
Βέλγιο	107.062	111.724	142.248	182.184	211.584	203.908	267.248
Φινλανδία	10.39	9.068	11.418	14.171	20.238	23.249	34.461
Γαλλία	204.147	233.987	316.732	480.967	638.675	705.793	950.46
Γερμανία	810.69	953.158	1267.119	1659.063	1972.949	1897.536	2236.004
Ελλάδα	3.668	4.7	7.244	14.569	28.946	37.773	62.516
Ιρλανδία	27.707	33.92	50.581	88.923	138.948	176.52	280.203
Ιταλία	168.19	222.335	289.408	388.885	466.586	476.548	633.678
Λουξεμβούργο	10.79	18.304	29.409	42.668	52.159	59.486	92.593
Ολλανδία	237.031	272.218	370.909	511.562	641.057	677.273	868.332
Πορτογαλία	18.327	29.288	42.925	69.873	90.981	96.668	129.822
Σλοβενία	-	-	0.031	0.038	0.222	0.193	0.215
Ισπανία	160.377	181.17	235.541	369.015	498.259	619.967	957.511
Ευρωζώνη (13)	1803.085	2122.63	2833.325	3913.617	4876.777	5099.017	6679.822
Δανία	7.38	9.34	12.788	22.804	28.226	39.309	58.104
Σουηδία	62.613	61.799	80.66	104.601	123.573	133.41	167.518
Ηνωμένο Βασίλειο	381.08	455.762	599.293	869.263	1153.138	1323.031	1796.663
Βουλγαρία	-	-	-	0.068	0.345	0.322	0.861
Κύπρος	0.065	0.551	0.655	1.418	2.197	2.21	2.983
Τσεχία	1.443	1.164	1.362	1.148	1.741	2.186	2.041
Εσθονία	0.277	0.303	0.364	0.962	2.053	1.539	1.242
Ουγγαρία	0.188	0.574	0.64	0.77	0.865	2.047	7.24
Λετονία	-	-	-	-	0.007	0.124	0.395
Λιθουανία	-	-	-	-	-	-	-
Μάλτα	-	-	-	-	-	-	-
Πολωνία	3.897	5.363	5.816	6.588	5.932	5.564	6.09
Ρουμανία	-	-	-	-	-	0.5	0.5
Σλοβακία	0.197	0.111	0.132	0.158	0.436	0.378	0.263
Ευρωπαϊκή Ένωση	2260.225	2657.597	3535.035	4921.397	6195.29	6609.637	8723.722

Πηγή: Bank of International Settlements, Τριμηνιαία Στατιστική Αναφορά 2000 - 2007

Πίνακας 2.7: Εναπομένουσες Ονομαστικές Αξίες Χρεογράφων στον Ευρωπαϊκό Χώρο για τον Εταιρικό Κλάδο βάσει της εθνικότητας του εκδότη (σε δις \$)

ΧΩΡΑ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Αυστρία	2.713	2.746	3.639	8.181	11.404	15.582	19.411
Βέλγιο	1.917	5.168	3.831	8.181	11.419	8.927	12.99
Φινλανδία	6.779	8.917	10.315	14.725	17.127	13.647	15.939
Γαλλία	112.422	157.882	191.763	245.11	259.395	233.768	268.526
Γερμανία	39.719	40.03	53.792	76.141	95.112	89.005	110.68
Ελλάδα	3.598	3.44	4.65	7.853	9.523	8.912	14.602
Ιρλανδία	1.51	4.113	7.173	9.746	9.141	8.417	9.861
Ιταλία	11.437	21.989	30.038	43.067	66.678	51.333	60.35
Λουξεμβούργο	1.598	1.956	2.446	3.907	4.432	3.559	3.902
Ολλανδία	56.517	60.024	59.5	67.912	59.946	52.208	61.002
Πορτογαλία	1.545	2.81	3.512	3.992	5.251	5.504	8.951
Σλοβενία	-	0.01	-	0.008	-	-	0.018
Ισπανία	15.955	19.113	20.176	27.262	27.636	24.585	42.558
Ευρωζώνη (13)	255.71	328.198	390.835	516.085	577.064	515.447	628.79
Δανία	5.802	7.169	7.918	11.539	16.058	16.629	16.628
Σουηδία	9.919	13.873	16.3	17.362	18.29	18.481	17.982
Ηνωμένο Βασίλειο	150.196	151.777	176.892	205.252	218.189	202.781	257.04
Βουλγαρία	-	-	-	-	-	-	0.132
Κύπρος	0.25	0.25	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Τσεχία	0.233	0.2	0.2	0.2	0.438	0.206	1.28
Εσθονία	0.009	0.009	0.22	0.265	0.272	0.419	0.395
Ουγγαρία	-	-	-	-	-	0.885	1.267
Λετονία	-	-	-	-	-	-	-
Λιθουανία	0.057	0.035	0.042	-	-	-	-
Μάλτα	0.416	0.396	0.377	0.348	0.338	0.318	0.299
Πολωνία	0.074	0.27	0.283	0.341	0.368	0.319	0.356
Ρουμανία	0.25	0.509	1.019	1.122	0.932	0.817	0.617
Σλοβακία	0.655	0.553	0.786	0.908	0.707	0.645	0.518
Ευρωπαϊκή Ένωση	423.571	503.239	594.972	753.522	832.756	757.047	925.404

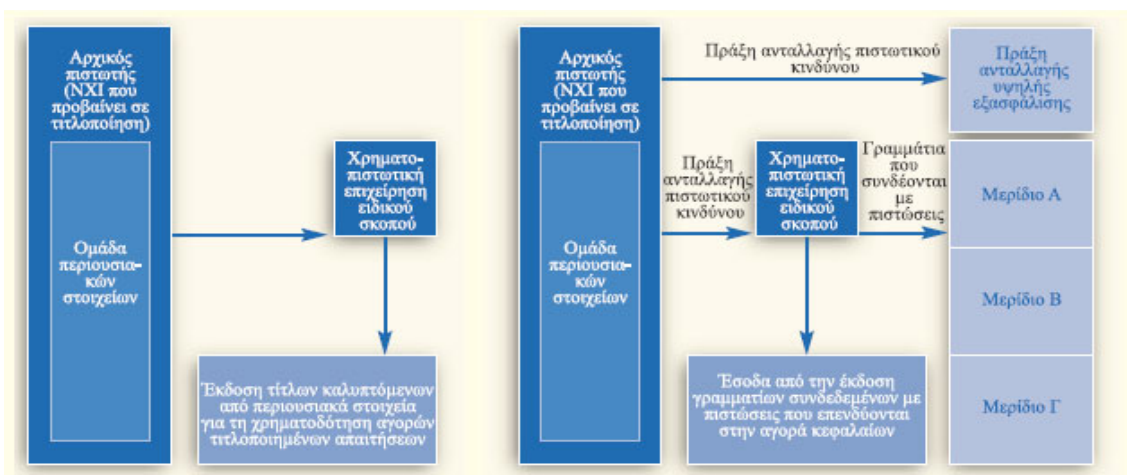
Πηγή: Bank of International Settlements, Τριμηνιαία Στατιστική Αναφορά 2000 -2007

Πίνακας 2.8: Εναπομένουσες Ονομαστικές Αξίες των Εξωχρηματοσηριακών Παραγώγων ανά κατηγορία (δισ \$)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1. Συμβόλαια Συναλλάγματος	15,666	16,748	18,448	24,475	29,289	31,364	40,239
Προθεσμιακά Συμβόλαια Συναλλάγματος (Forwards - FX swaps)	10,134	10,336	10,719	12,387	14,951	15,873	19,870
Συμβάσεις Ανταλλαγής Συναλλάγματος (Currency swaps)	3,194	3,942	4,503	6,371	8,223	8,504	10,767
Δικαιώματα επί Συναλλάγματος (FX Options)	2,338	2,470	3,226	5,717	6,115	6,987	9,602
2. Συμβόλαια Επιτοκίων	64,668	77,568	101,658	141,991	190,502	211,970	291,115
Προθεσμιακά Συμβόλαια Επιτοκίων (Forward rate agreements)	6,423	7,737	8,792	10,769	12,789	14,269	18,668
Συμβόλαια Ανταλλαγής Επιτοκίων (Interest rate swaps)	48,768	58,897	79,120	111,209	150,631	169,106	229,241
Δικαιώματα επί Επιτοκίων (IR Options)	9,476	10,933	13,746	20,012	27,082	28,596	43,206
3. Μετοχικά Συμβόλαια	1,891	1,881	2,309	3,787	4,385	5,793	7,488
Προθεσμιακά Συμβόλαια Μετοχών (Forwards and swaps)	335	320	364	601	756	1,177	1,767
Δικαιώματα επί Μετοχών (Stock Options)	1,555	1,561	1,944	3,186	3,629	4,617	5,720
4. Συμβόλαια Εμπορευμάτων	662	598	923	1,406	1,443	5,434	7,115
Σε Χρυσό	218	231	315	344	369	334	640
Άλλα Εμπορεύματα	445	367	608	1,062	1,074	5,100	6,475
Προθεσμιακά Συμβόλαια Εμπορευμάτων (Forwards and swaps)	248	217	402	420	558	1,909	2,813
Δικαιώματα επί Εμπορευμάτων (Commodities Options)	196	150	206	642	516	3,191	3,663
5. Πιστωτικά Παράγωγα (Credit default swaps)	-	-	-	-	6,396	13,908	28,650
Ατομικά Πιστωτικά Παράγωγα (Single-name instruments)	-	-	-	-	5,117	10,432	17,879
Συμμετοχικά Πιστωτικά Παράγωγα (Multi-name instruments)	-	-	-	-	1,279	3,476	10,771

Πηγή: BIS "Quarterly Review" Δεκέμβριος 2007

Διάγραμμα 2.5: Βασική δομή της τιτλοποίησης μέσω πραγματικής πώλησης και της συνθετικής τιτλοποίησης



Σημείωση: **Τιτλοποίηση μέσω πραγματικής πώλησης:** το NXI που προβαίνει στην τιτλοποίηση πωλεί τις τιτλοποιημένες απαιτήσεις σε χρηματοπιστωτική επιχείρηση ειδικού σκοπού (FVC). Η τελευταία εκδίδει τίτλους που καλύπτονται από περιουσιακά στοιχεία για τη χρηματοδότηση της αγοράς.

Συνθετική τιτλοποίηση: με τη βοήθεια πιστωτικών παραγώγων, το NXI που προβαίνει σε τιτλοποίηση μεταθέτει τον πιστωτικό κίνδυνο σε μια FVC. Η τελευταία εκδίδει γραμμάτια συνδεδεμένα με πιστώσεις σε επιμέρους μερίδια (Α, Β, Γ), τα οποία αγοράζονται από επενδυτές, οι οποίοι στη συνέχεια αναλαμβάνουν τους πιστωτικούς κινδύνους. Τα μερίδια τιμολογούνται αναλόγως με τη συμμετοχή τους στην πιθανή ζημία. Η FVC επενδύει τα έσοδα στις αγορές κεφαλαίων. Εάν η ονομαστική αξία του υποκείμενου χαρτοφυλακίου του NXI υπερβαίνει την ονομαστική αξία των γραμματίων που συνδέονται με πιστώσεις, το NXI μπορεί να μεταθέσει τον υπόλοιπο κίνδυνο σε άλλους συμμετέχοντες στην αγορά χωρίς την εμπλοκή της FVC. Αυτή η πράξη ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου αποκαλείται μερικές φορές πράξη ανταλλαγής υψηλής εξασφάλισης (super senior swap), καθώς συνήθως εμφανίζει το χαμηλότερο κίνδυνο συμμετοχής στην πιθανή ζημία. Περισσότερες πληροφορίες βλ. στο άρθρο με τίτλο "Credit risk transfer instruments: their use by German banks and aspects of financial stability" στη Μηνιαία Έκθεση Απριλίου του 2004 της Deutsche Bundesbank.

Πηγή: ΕΚΤ (2006)

Πίνακας 2.9: Τιτλοποιήσεις Ελληνικών Τραπεζών (2003 - 2007)

Όνομα Τράπεζας	Όνομα Τιτλοποίησης	Είδος Χαρτοφυλακίου	Ημερομηνία Έκδοσης	Ποσό Έκδοσης (εκατ. Ευρώ)
Aspis	<i>Byzantium</i>	Στεγαστικά Δάνεια	Νοέμβριος 2003	€ 250
EFG	<i>Themelion I</i>	Στεγαστικά Δάνεια	Ιούνιος 2004	€ 750
Piraeus	<i>Estia I</i>	Στεγαστικά Δάνεια	Ιούνιος 2005	€ 750
EFG	<i>Themelion II</i>	Στεγαστικά Δάνεια	Ιούνιος 2005	€ 750
EFG	<i>Karta Plc</i>	Πιστωτικές Κάρτες	Ιούλιος 2005	€ 750
Emporiki	<i>Lithos</i>	Στεγαστικά Δάνεια	Απρίλιος 2006	€ 1,000
EFG	<i>Themelion III</i>	Στεγαστικά Δάνεια	Ιούνιος 2006	€ 1,000
Ταμείο Παρακατ. & Δανείων	<i>Grifonas</i>	Στεγαστικά Δάνεια	Αύγουστος 2006	€ 950
EFG	<i>Anaptyxi</i>	Δάνεια Μικρο-Μεσ. Επιχ.	Νοέμβριος 2006	€ 2,250
Millenium	<i>Kion</i>	Στεγαστικά Δάνεια	Δεκέμβριος 2006	€ 600
EFG	<i>Themeleion IV</i>	Στεγαστικά Δάνεια	Ιούνιος 2007	€ 1,555
Piraeus	<i>Estia II</i>	Στεγαστικά Δάνεια	Ιούλιος 2007	€ 1,250
EFG	<i>Daneion</i>	Καταναλωτικά Δάνεια	Νοέμβριος 2007	€ 2,500

Πηγή: Δημοσιευμένα Στοιχεία Τραπεζών, υπολογισμοί συγγραφέα

Πίνακας 4.1: Τραπεζικά Αξιόγραφα και Χαρακτηριστικά Κεφαλαίου

Επενδυτικό Εργαλείο	Πληρωμές	Δυνατότητα Παράτασης (Deferement)	Λήξη	Μέγιστο Ποσοστό επί του Κεφαλαίου
Senior Debt	Μη - πληρωμή = αθέτηση	Μη δυνατότητα παράτασης	Απεριόριστη	Δεν αποτελεί κεφάλαιο
Συμπληρωματικά Ιδία Κεφάλαια (Lower Tier 2)	Μη - πληρωμή = αθέτηση	Μη δυνατότητα παράτασης	5 χρόνια ελάχιστη / δικαίωμα ανάκλησης μετά 5 χρόνια	50% των Βασικών Εποπτικών Κεφαλαίων (Tier 1)
Συμπληρωματικά Ιδία Κεφάλαια (Upper Tier 2)	Σωρευτικές	Δυνατότητα παράτασης	Διηλεκτές / δικαίωμα ανάκλησης μετά 5 χρόνια	100% των Βασικών Εποπτικών Κεφαλαίων (Tier 1)
Βασικά Ιδία Κεφάλαια (Tier 1 Hybrid Preferred Capital)	Μη - σωρευτικές	Δυνατότητα παράτασης	Διηλεκτές / δικαίωμα ανάκλησης μετά 5 χρόνια	15% των Βασικών Εποπτικών Κεφαλαίων (Tier 1)
Προνομιούχες Μετοχές (Preferred Stock)	Μη - σωρευτικές	Δυνατότητα παράτασης	Διηλεκτές / δικαίωμα ανάκλησης μετά 5 χρόνια	Συνήθως 30% των Βασικών Εποπτικών Κεφαλαίων (Tier 1)
Μετοχές (Equity)	Δικαίωμα μη - πληρωμής	Δυνατότητα παράτασης	Απεριόριστη	100%

Πηγή: Υπολογισμοί συγγραφέα βάσει δημοσιευμένων στοιχείων

**ΕΞΕΛΙΞΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ
ΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

Πίνακας 4.2 : ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΡΑΠΕΖΩΝ (2002 - 2006)

(% μεταβολή έναντι του προηγούμενου έτους)

Σύνολο Τραπεζικού Κλάδου	2002	2003	2004	2005	2006
Χορηγήσεις	15.0	14.2	17.0	19.1	14.2
Ιδία Κεφάλαια	-14.6	7.6	4.9	30.8	32.1
Καταθέσεις	5.3	9.6	14.0	17.3	13.1
Καταθέσεις + Repos	-0.8	3.9	10.5	10.2	12.2
Σύνολο Ενεργητικού	4.0	6.3	9.4	21.1	15.2
Ελληνικές Εμπορικές Τράπεζες	2002	2003	2004	2005	2006
Χορηγήσεις	16.4	14.9	17.9	18.6	15.1
Ιδία Κεφάλαια	-15.8	9.4	4.3	39.9	32.8
Καταθέσεις	5.0	9.5	12.0	14.9	14.6
Καταθέσεις + Repos	-2.2	2.9	8.0	13.0	13.6
Σύνολο Ενεργητικού	4.2	5.8	7.3	19.0	17.1

Πίνακας 4.3: ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΓΟΡΑΣ (%) ΩΣ ΠΡΟΣ ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

	Ενεργητικό				
	2002	2003	2004	2005	2006
Ελληνικές Εμπορικές Τράπεζες	81.1	82.1	81.0	85.1	86.5
Ξένες Τράπεζες	8.9	9.3	10.0	10.1	10.1
Συνεταιριστικές Τράπεζες	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
Ειδική Πιστωτική Οργανισμοί	9.5	8.0	8.3	4.0	2.6
Σύνολο Κλάδου	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	Χορηγήσεις				
	2002	2003	2004	2005	2006
Ελληνικές Εμπορικές Τράπεζες	82.3	84.5	85.1	86.4	87.1
Ξένες Τράπεζες	10.4	9.4	8.8	8.8	9.2
Συνεταιριστικές Τράπεζες	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
Ειδική Πιστωτική Οργανισμοί	6.5	5.2	5.1	3.8	2.6
Σύνολο Κλάδου	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	Καταθέσεις				
	2002	2003	2004	2005	2006
Ελληνικές Εμπορικές Τράπεζες	82.3	82.6	81.8	85.4	86.5
Ξένες Τράπεζες	7.6	7.3	8.2	9.1	9.3
Συνεταιριστικές Τράπεζες	0.6	0.7	0.8	0.9	0.8
Ειδική Πιστωτική Οργανισμοί	9.5	9.4	9.2	4.6	3.4
Σύνολο Κλάδου	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Πηγή: Εκθέσεις του Διοικητή για το έτος 2003, 2004, 2005, 2006, Τράπεζα της Ελλάδος

Πίνακας 5.2: Καθαρά Κεφάλαια για τον Ευρωπαϊκό Κλάδο Επενδυτικών Χαρτοφυλακίων

Χώρες	2005		2004		2003		2002	
	EUR (εκατ.)	% ΕΠΙ ΤΟΥ Συνόλου	EUR (εκατ.)	% ΕΠΙ ΤΟΥ Συνόλου	EUR (εκατ.)	% ΕΠΙ ΤΟΥ Συνόλου	EUR (εκατ.)	% ΕΠΙ ΤΟΥ Συνόλου
Αυστρία	156,697	2.4%	125,289	2.3%	110,996	2.3%	85,821	2.0%
Βέλγιο	112,942	1.7%	98,785	1.8%	89,537	1.9%	77,181	1.8%
Γαλλία	1,270,600	19.4%	1,110,290	20.8%	1,008,000	20.9%	891,000	21.0%
Γερμανία	965,543	14.7%	855,031	16.0%	828,568	17.2%	750,964	17.7%
Δανία	106,434	1.6%	77,179	1.4%	48,934	1.0%	38,288	0.9%
Ελβετία	116,705	1.8%	83,325	1.6%	79,637	1.7%	86,462	2.0%
Ελλάδα	28,299	0.4%	32,985	0.6%	31,813	0.7%	27,096	0.6%
Ηνωμένο Βασίλειο	634,649	9.7%	492,846	9.2%	434,601	9.0%	370,235	8.7%
Ιρλανδία	583,275	8.9%	434,589	8.1%	361,760	7.5%	303,881	7.2%
Ισπανία	275,073	4.2%	237,502	4.4%	207,465	4.3%	172,913	4.1%
Ιταλία	410,078	6.2%	396,886	7.4%	401,586	8.3%	372,316	8.8%
Λιχτενστάιν	13,215	0.2%	10,138	0.2%	7,701	0.2%	3,675	0.1%
Λουξεμβούργο	1,525,208	23.2%	1,106,222	20.7%	953,302	19.8%	844,508	19.9%
Νορβηγία	34,010	0.5%	21,956	0.4%	18,102	0.4%	14,753	0.3%
Ολλανδία	95,768	1.5%	89,102	1.7%	87,182	1.8%	93,200	2.2%
Ουγγαρία	7,082	0.1%	4,441	0.1%	3,515	0.1%	3,974	0.1%
Πολωνία	15,877	0.2%	9,237	0.2%	7,076	0.1%	5,528	0.1%
Πορτογαλία	36,451	0.6%	31,465	0.6%	28,708	0.6%	24,509	0.6%
Σλοβακία	2,740	0.04%	1,641	0.03%	887	0.02%		
Σουηδία	105,587	1.6%	81,438	1.5%	71,213	1.5%	56,065	1.3%
Τουρκία	20,200	0.3%	13,392	0.3%	11,209	0.2%		
Τσεχία	4,728	0.1%	3,590	0.1%	3,350	0.1%	3,304	0.1%
Φινλανδία	44,668	0.7%	30,805	0.6%	22,082	0.5%	15,749	0.4%
Σύνολο Κεφαλαίων	6,565,829	100.0%	5,348,134	100.0%	4,817,224	100.0%	4,241,422	100.0%
Κεφάλαια Ο.Σ.Ε.Κ.Α.	5,169,757	78.7%	4,192,053	78.4%	3,763,217	78.1%	3,288,494	77.5%
Κεφάλαια Μη-Ο.Σ.Ε.Κ.Α.	1,396,070	21.3%	1,156,082	21.6%	1,054,007	21.9%	952,929	22.5%

Πηγή: European Fund and Asset Management Association (E.F.A.M.A.) Στατιστικές ανακοινώσεις

5.3 Πίνακας ■ Καθαρές Πωλήσεις των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στην Ευρώπη ανά κατηγορία (2005)

Χώρες	Μετοχικά Χαρτοφυλάκια	Ομολογιακά Χαρτοφυλάκια	Ισοσταθμισμένα Χαρτοφυλάκια	Money Market Χαρτοφυλάκια	Λοιπά Χαρτοφυλάκια	Σύνολο Χαρτοφυλακίων
Αυστρία	1,065	7,384	1,694	2,571	1,507	14,221
Γαλλία	32,900	-14,500	10,700	29,700	0	58,800
Γερμανία	-900	6,626	3,404	-630	1,648	10,148
Δανία	4,186	5,469	938	0	0	10,593
Ελβετία	-575	9,552	-22	-1,119	123	7,959
Ελλάδα	-444	5,740	-1,031	-10,587	790	-5,532
Ηνωμένο Βασίλειο	5,785	8,002	3,701	713	3,314	21,515
Ισπανία	9,831	6,759	7,333	-2,373	0	21,550
Ιταλία	-8,748	-5,854	11,062	-11,874	0	-15,414
Λιχτενστάιν	-92	930	109	165	93	1,205
Λουξεμβούργο	77,675	69,842	21,085	3,078	64,598	236,278
Νορβηγία	1,601	1,180	380	3,534	27	6,722
Ολλανδία	-3,087	-3,120	-299	59	-1,076	-7,523
Ουγγαρία	101	393	39	798	221	1,552
Πορτογαλία	81	599	272	20	1,038	2,010
Σλοβακία	33	442	56	328	120	979
Σουηδία	1,915	1,051	1,488	674	2,050	7,178
Τσεχία	56	119	-18	358	96	611
Φινλανδία	928	2,125	508	1,378	45	4,984
Σύνολο Κεφαλαίων	122,311	102,739	61,399	16,793	74,594	377,836

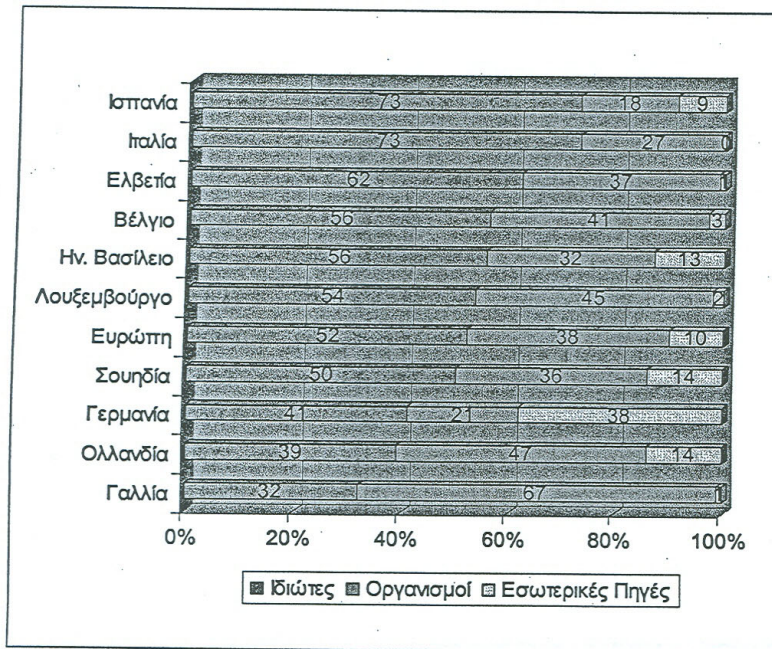
Πηγή: European Fund and Asset Management Association (E.F.A.M.A.) Στατιστικά Δελτία

5.4 Πίνακας ■ Καθαρές Πωλήσεις των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στην Ελλάδα ανά κατηγορία.

Έτος	Μετοχικά Χαρτοφυλάκια	Ομολογιακά Χαρτοφυλάκια	Ισοσταθμισμένα Χαρτοφυλάκια	Money Market Χαρτοφυλάκια	Λοιπά Χαρτοφυλάκια	Σύνολο Χαρτοφυλακίων
2005	-444	5,740	-1,031	-10,587	790	-5,532
2004	-247	856	32	-587	0	54
2003	297	1,286	-2,782	4,755	0	3,556
Σύνολο Κεφαλαίων	-394	7,882	-3,781	-6,419	790	-1,922

Πηγή: European Fund and Asset Management Association (E.F.A.M.A.) Στατιστικά Δελτία

5.4-Διάγραμμα ■ Πηγές των επενδυμένων κεφαλαίων υπό διαχείριση (% , 1^ο Εξάμηνο 2003)



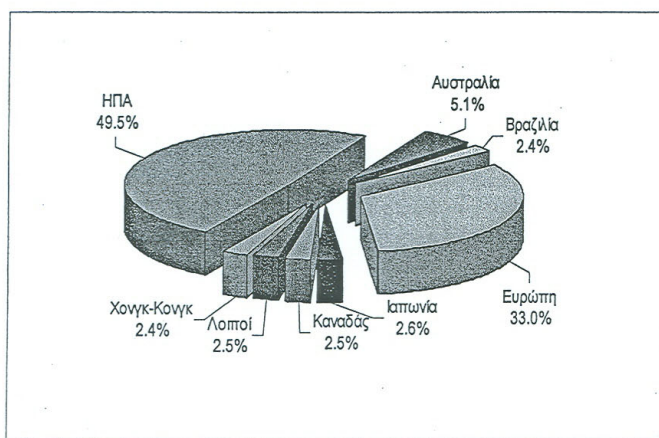
Πηγή: K.P.M.G. (2003): "State of the Investment Management Industry in Europe", Autumn 2003.

5.5 Πίνακας ■ Συνολικά Κεφάλαια των Επενδυτικών Χαρτοφυλακίων
(Βάσει επενδυτικής κατηγορίας σε δις ευρώ)

Τρίμηνο (Q)	Μετοχικά Χαρτοφυλάκια	Ομολογιακά Χαρτοφυλάκια	Μικτά Χαρτοφυλάκια	Χαρτοφυλάκια Ακίνητης Περιουσίας
Q4-1998	506.8	970.6	558.4	87.3
Q1-1999	559.6	1022.3	600.8	92.1
Q2-1999	626.2	1071.8	654.7	96.5
Q3-1999	652.9	1050	673.7	102.3
Q4-1999	864.2	1052.3	778.7	107.8
Q1-2000	1048.3	1013.6	870	109.2
Q2-2000	1053.5	1002.1	894.4	111.3
Q3-2000	1111.5	1013	940.6	115.7
Q4-2000	1027.3	1018.5	919.4	123.6
Q1-2001	943.6	1050.1	893.2	123.7
Q2-2001	998.6	1075.3	906.9	130
Q3-2001	778.2	1075.3	800.5	133.6
Q4-2001	889.3	1093.5	862.5	141.6
Q1-2002	915.1	1103.4	875.3	150.6
Q2-2002	772.5	1099.8	813.7	147.2
Q3-2002	621.1	1129.4	748	154.1
Q4-2002	630.9	1135.5	750.3	156.2
Q1-2003	559.8	1122.3	724.3	163.3
Q2-2003	644.2	1174.3	776	171.9
Q3-2003	679.4	1205.4	819.5	178.9
Q4-2003	748.6	1166.6	855.5	183.8
Q1-2004	808.5	1205.4	904	189.2
Q2-2004	816.7	1183.6	920.5	193.4
Q3-2004	796.9	1211.2	916.5	196.2
Q4-2004	836.8	1238.7	941.4	196.8
Q1-2005	864.6	1285.7	984.4	201.1
Q2-2005	1097.2	1510.1	1011.1	207.1
Q3-2005	1224.8	1581.9	1071.1	213.2
Q4-2005	1339.7	1539.1	1107.9	215.8

Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Στατιστικά Δελτία 2005-2006

5.2 Διάγραμμα ■ Κατανομή των Επενδυτικών Χαρτοφυλακίων σε Διεθνές Επίπεδο (Τέλος 2005:2ο Τρ.)



Πηγή: European Fund and Asset Management Association (E.F.A.M.A.) Στατιστικά Δελτία

Πίνακας 7.1: Πράξεις Νομισματικής Πολιτικής του Ευρωσυστήματος

Πράξεις νομισματικής πολιτικής	Είδη συναλλαγών		Διάρκεια	Συχνότητα	Διαδικασία
	Παροχή ρευστότητας	Απορρόφηση ρευστότητας			
Πράξεις Ανοικτής αγοράς					
Πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	Αντιστρεπτέες συναλλαγές	-	Μία εβδομάδα	Κάθε εβδομάδα	Τακτικές δημοπρασίες
Πράξεις πιο μακροχρόνιας αναχρηματοδότησης	Αντιστρεπτέες συναλλαγές	-	Τρεις μήνες	Κάθε μήνα	Τακτικές δημοπρασίες
Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας	Αντιστρεπτέες συναλλαγές	Αντιστρεπτέες συναλλαγές	Κατά περίπτωση	Χωρίς περιοδικότητα	Έκτακτες δημοπρασίες
	Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας			
	Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	Πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων	-	Χωρίς περιοδικότητα	Διμερείς διαδικασίες
Διαρθρωτικές πράξεις	Αντιστρεπτέες συναλλαγές	Έκδοση πιστοποιητικών χρέους	Προκαθορισμένη ή κατά περίπτωση	Με ή χωρίς περιοδικότητα	Τακτικές δημοπρασίες
	Οριστικές αγορές	Οριστικές πωλήσεις	-	Χωρίς περιοδικότητα	Διμερείς διαδικασίες
Πάγιες διευκολύνσεις					
Διευκόλυνση οριακής χρηματοδότησης	Αντιστρεπτέες συναλλαγές	-	Μία ημέρα	Πρόσβαση κατά τη ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων	διακριτική
Διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων	-	Καταθέσεις	Μία ημέρα	Πρόσβαση κατά τη ευχέρεια των αντισυμβαλλομένων	διακριτική

Πηγή: "Η Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη Ζώνη του Ευρώ" ΕΚΤ (Νοέμβριος 2008)

Πίνακας 8.1: Καμπύλες Αποδόσεων Μηδενικών Τοκομεριδίων σε ευρώ

	2001		2002		2003		2004		2005		2006	
	Coupon Curve	Zero (Spot) Curve	Coupon Curve	Zero (Spot) Curve	Coupon Curve	Zero (Spot) Curve	Coupon Curve	Zero (Spot) Curve	Coupon Curve	Zero (Spot) Curve	Coupon Curve	Zero (Spot) Curve
1 Εβδομάδα	3.343	3.343	3.190	3.190	2.245	2.245	2.239	2.239	2.488	2.488	3.633	3.633
1 Μήνας	3.330	3.330	2.984	2.984	2.124	2.124	2.174	2.174	2.428	2.428	3.634	3.634
2 Μήνες	3.316	3.316	2.944	2.944	2.132	2.132	2.174	2.174	2.443	2.443	3.662	3.662
3 Μήνες	3.294	3.294	2.930	2.930	2.142	2.142	2.179	2.179	2.492	2.492	3.723	3.723
4 Μήνες	3.275	3.275	2.886	2.886	2.152	2.152	2.190	2.190	2.553	2.553	3.765	3.765
5 Μήνες	3.262	3.262	2.862	2.862	2.163	2.163	2.201	2.201	2.597	2.597	3.805	3.805
6 Μήνες	3.256	3.256	2.840	2.840	2.177	2.177	2.218	2.218	2.640	2.640	3.851	3.851
7 Μήνες	3.252	3.252	2.826	2.826	2.192	2.192	2.237	2.237	2.680	2.680	3.884	3.884
8 Μήνες	3.255	3.255	2.816	2.816	2.205	2.205	2.255	2.255	2.717	2.717	3.916	3.916
9 Μήνες	3.264	3.264	2.804	2.804	2.219	2.219	2.276	2.276	2.752	2.752	3.946	3.946
10 Μήνες	3.285	3.285	2.796	2.796	2.245	2.245	2.296	2.296	2.784	2.784	3.974	3.974
11 Μήνες	3.306	3.306	2.786	2.786	2.274	2.274	2.315	2.315	2.814	2.814	3.995	3.995
12 Μήνες	3.341	3.341	2.779	2.779	2.304	2.304	2.334	2.334	2.841	2.841	4.022	4.022
2 Χρόνια Swap	3.859	3.868	2.912	2.913	2.755	2.760	2.646	2.649	3.014	3.016	4.126	4.127
3 Χρόνια Swap	4.197	4.218	3.233	3.244	3.123	3.139	2.877	2.886	3.094	3.097	4.126	4.127
4 Χρόνια Swap	4.473	4.509	3.425	3.444	3.425	3.454	3.044	3.059	3.153	3.159	4.126	4.126
5 Χρόνια Swap	4.681	4.732	3.646	3.680	3.658	3.701	3.198	3.221	3.198	3.206	4.127	4.127
6 Χρόνια Swap	4.847	4.913	3.846	3.896	3.855	3.913	3.342	3.375	3.247	3.257	4.132	4.132
7 Χρόνια Swap	4.989	5.071	4.022	4.091	4.024	4.099	3.466	3.510	3.291	3.305	4.145	4.148
8 Χρόνια Swap	5.119	5.220	4.157	4.241	4.162	4.252	3.576	3.631	3.350	3.370	4.157	4.161
9 Χρόνια Swap	5.189	5.296	4.279	4.380	4.279	4.385	3.677	3.743	3.399	3.424	4.179	4.187
10 Χρόνια Swap	5.254	5.371	4.383	4.501	4.370	4.489	3.764	3.842	3.445	3.476	4.194	4.204
11 Χρόνια Swap	5.308	5.433	4.473	4.606	4.449	4.580	3.837	3.926	3.490	3.527	4.218	4.234
12 Χρόνια Swap	5.360	5.495	4.540	4.685	4.520	4.664	3.894	3.992	3.532	3.576	4.224	4.239
13 Χρόνια Swap	5.395	5.536	4.610	4.771	4.585	4.743	3.961	4.071	3.566	3.616	4.245	4.265
14 Χρόνια Swap	5.428	5.574	4.665	4.838	4.644	4.816	4.015	4.137	3.600	3.656	4.259	4.282
15 Χρόνια Swap	5.458	5.611	4.705	4.886	4.695	4.879	4.064	4.197	3.624	3.684	4.272	4.299
16 Χρόνια Swap	5.478	5.633	4.743	4.932	4.746	4.947	4.110	4.255	3.658	3.727	4.279	4.307
17 Χρόνια Swap	5.498	5.657	4.773	4.968	4.781	4.990	4.152	4.308	3.681	3.754	4.288	4.319
18 Χρόνια Swap	5.518	5.682	4.803	5.006	4.814	5.032	4.188	4.355	3.701	3.778	4.295	4.327
19 Χρόνια Swap	5.528	5.691	4.828	5.037	4.843	5.070	4.221	4.397	3.716	3.797	4.301	4.334
20 Χρόνια Swap	5.533	5.692	4.845	5.057	4.870	5.106	4.243	4.425	3.729	3.811	4.308	4.343
21 Χρόνια Swap	5.533	5.685	4.860	5.074	4.893	5.136	4.273	4.467	3.742	3.828	4.306	4.339
22 Χρόνια Swap	5.535	5.683	4.870	5.082	4.916	5.169	4.293	4.492	3.751	3.838	4.307	4.339
23 Χρόνια Swap	5.538	5.681	4.878	5.087	4.934	5.192	4.310	4.514	3.758	3.845	4.307	4.337
24 Χρόνια Swap	5.540	5.681	4.885	5.093	4.949	5.211	4.324	4.531	3.765	3.853	4.305	4.333
25 Χρόνια Swap	5.543	5.680	4.890	5.095	4.959	5.220	4.330	4.533	3.769	3.856	4.303	4.328
26 Χρόνια Swap	5.540	5.669	4.893	5.092	4.971	5.238	4.344	4.553	3.773	3.860	4.300	4.321
27 Χρόνια Swap	5.538	5.659	4.890	5.080	4.979	5.245	4.352	4.561	3.776	3.862	4.296	4.313
28 Χρόνια Swap	5.535	5.649	4.888	5.067	4.984	5.246	4.359	4.568	3.777	3.861	4.292	4.305
29 Χρόνια Swap	5.533	5.639	4.885	5.055	4.989	5.249	4.365	4.573	3.778	3.860	4.288	4.297
30 Χρόνια Swap	5.533	5.635	4.880	5.038	4.991	5.245	4.362	4.560	3.777	3.855	4.282	4.286

Πηγή: Reuters, υπολογισμοί συγγραφέα

Πίνακας 8.2: Στοιχεία των τραπεζικών ομολογιακών εκδόσεων ανά έτος έκδοσης και έτος λήξεως

<i>Έτος Λήξης</i>	<i>Έτος Έκδοσης</i>								<i>Σύνολο</i>
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
2003	1								1
2004		1		1					2
2005			1	4	4				9
2006				2	5	5			12
2007					7	6	1	1	15
2008				1		6	12	4	23
2009					4		6	1	11
2010	1					10	1	2	14
2011		1					13	1	15
2012			4			3			7
2013				5			3		8
2014					5				5
2015						3			3
2016							2		2
Σύνολο	2	2	5	13	25	33	38	9	127

Πηγή: Δημοσιευμένα στοιχεία τραπεζών, Reuters, Bloomberg, υπολογισμοί συγγραφέα.

Πίνακας 9.1: Σύγκριση Κατηγοριών Πιστοληπτικής Διαβάθμισης

Moody's	Standard & Poors	Fitch	Γενική Κατηγοριοποίηση	Διαβάθμιση
Aaa	AAA	AAA	AAA	22
Aa1	AA+	AA+	AA+	21
Aa2	AA	AA	AA	20
Aa3	AA-	AA-	AA-	19
A1	A+	A+	A+	18
A2	A	A	A	17
A3	A-	A-	A-	16
Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	15
Baa2	BBB	BBB	BBB	14
Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	13
Ba1	BB+	BB+	BB+	12
Ba2	BB	BB	BB	11
Ba3	BB-	BB-	BB-	10
B1	B+	B+	B+	9
B2	B	B	B	8
B3	B-	B-	B-	7
Caa1	CCC+	CCC+	CCC+	6
Caa2	CCC	CCC	CCC	5
Caa3	CCC-	CCC-	CCC-	4
Ca	CC	CC	CC	3
C	C	C	C	2
-	D	D	D	1

Πηγή: Υπολογισμοί συγγραφέα βάσει δημοσιευμένων στοιχείων

Πίνακας 9.2: Γενικές κατευθύνσεις για την Πιστοληπτική Διαβάθμιση του Τραπεζικού Κεφαλαίου

	Moody's	S&P's	Fitch	Παράδειγμα βάσει γενικής κλίμακας
Sr. Unsecured debt	X	X	X	AAA
Sr. Subordinated (LT2)	X-1	X-1	X-1	AAA-
Jr. Subordinated (UT2)	X-1	X-2	X-1	AA+
Preferred (Tier 1)	X-2	X-2	X-1	AA+
Tier 3	X-2	X-3	X-1	AA

Πηγή: Υπολογισμοί συγγραφέα βάσει δημοσιευμένων αξιολογήσεων