



**ΑΝΟΙΚΤΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΥΠΡΟΥ**

**ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΕΝΟΤΗΤΑ: ΤΡΑ/ΧΡΗ 701**

ΘΕΜΑ :

**Η ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΘΕΩΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΜΑΛΚΙΕΛ
ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ**

ΤΗΣ ΓΙΑΝΝΟΥΛΑΣ ΠΑΤΣΑΛΙΑ

**Υπεύθυνος Καθηγητής:
Αποστ. Χριστόπουλος.**

Θεσσαλονίκη, Μάιος 2010

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σκοπός διατριβής και περίληψη στα ελληνικά.....	04
Σκοπός διατριβής και περίληψη στα αγγλικά.....	08
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ.....	11
Οικονομικός Κύκλος.....	11
1.1 Εισαγωγή.....	11
1.2 Διάκριση των Οικονομικών Κύκλων.....	11
1.3 Φάσεις του Οικονομικού Κύκλου.....	12
1.4 Αίτια των Οικονομικών Κύκλων.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ	15
Ισοζύγιο πληρωμών.....	15
2.1 Εισαγωγή.....	15
2.2 Τρόποι αντιμετώπισης ελλειμματικού ισοζυγίου πληρωμών.....	16
2.3 Στατιστικά Στοιχεία Δημόσιου Χρέους και Ελλείμματος.....	17
2.4 Έκθεση της Τράπεζας Ελλάδας για τα δημοσιονομικά προβλήματα.....	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ.....	31
Οργανισμός Δημόσιου Χρέους	31
3.1 Εισαγωγή.....	31
3.2 Πολιτική Δανεισμού.....	31
3.3 Εσωτερική Διάρθρωση.....	35
3.4 Ύψος Χρέους.....	36
3.5 Σύνθεση χρέους ανά λήξη.....	37
3.6 Σύνθεση Χρέους ανά νόμισμα.....	38
3.7 Σύνθεση Χρέους με βάση το επιτόκιο.....	38
3.8 Δημοπρασίες προηγούμενων ετών (και σύγκριση επιτοκίων).....	39
3.9 Χαρακτηριστικά Ομολόγων και Εντόκων Γραμματίων.....	45
3.10 Ομόλογα σε κυκλοφορία.....	46
3.11 Κατανομή 2005-2009 κατά την έκδοση.....	49
3.12 Βασικοί Διαπραγματευτές.....	50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ	52
Οίκοι Αξιολόγησης.....	52
4.1 Εισαγωγή.....	52
4.2 Οι κυρίαρχοι της αγοράς.....	54
4.3 Μειωμένη αξιοπιστία.....	56
4.4 Προσπάθεια της Ευρώπης για τον έλεγχο των οίκων.....	58

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ.....	61
Χρηματοοικονομικό Σύστημα – Πιστωτικές Αγορές.....	61
5,1 Εισαγωγή.....	61
5,2 Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου.....	62
5,3 Διάκριση αξιογράφων.....	63
5,4 Είδη ομολογιών.....	65
5,5 Θεωρητική Αποτίμηση αξιογράφων σταθερού εισοδήματος.....	66
5,6 Σχέση επιτοκίων και τιμών Ομολογιών.....	68
5,7 Πληθωρισμός και αγορά Ομολογιών.....	70
5,8 Παραδείγματα για την επαλήθευση των θεωρημάτων του Malkiel.....	70
5,9 Διάρκεια και Τροποποιημένη Διάρκεια Ομολογιών	77
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ.....	 82
Εμπειρική μελέτη τριών ομολογιών.....	82
6.1 Εισαγωγή.....	82
6.2 Συμπεράσματα από την μελέτη.....	84
 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	 85
 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ.....	 87
Πίνακες που συγκρίνουν τις καθημερινές τιμές τριών ομολογιών και τις καθημερινές τιμές του euribor εβδομάδος για την εξαγωγή συμπερασμάτων....	88

ΣΚΟΠΟΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι η εμπειρική μελέτη των θεωρημάτων του Malkiel στην Ελληνική Αγορά Ομολόγων . Ο σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξεταστεί κατά πόσον ισχύουν τα θεωρήματα του Malkiel αναφορικά με τον δανεισμό του Δημοσίου μέσω έκδοσης ομολόγων καθώς τις τελευταίες δεκαετίες ο δανεισμός αυτού του είδους αποτελεί βασικό μέσο χρηματοδότησης της Ελληνικής Οικονομίας.

Γενικά στην χρηματοοικονομική Διοίκηση είναι πολύ βασικό οι επιχειρήσεις να γνωρίζουν τον τρόπο δανεισμού που τους συμφέρει περισσότερο και αυτό γίνεται αν γνωρίζουν τις επιπτώσεις που θα έχει ο δανεισμός τους με ομόλογα από τις μεταβολές των επιτοκίων. Θα πρέπει δηλαδή να γνωρίζουν τον τρόπο με τον οποίο επηρεάζονται οι τιμές των ομολόγων σε μεταβολές των επιτοκίων έτσι ώστε ανάλογα με τις εκτιμήσεις τους για την πορεία αυτών, να επιλέγουν μεταξύ του βραχυπροθέσμου και του μακροπροθέσμου δανεισμού

Όπως οι επιχειρήσεις έτσι και το κράτος θα πρέπει να μελετά τους τρόπους χρηματοδότησης του ελλείμματος του, όχι μόνο γενικά ως προς το μέσο αλλά και ως προς τον ακριβή τύπο του μέσου αυτού (π.χ ομολόγων) .

Η ανάλυση ακολουθεί δύο στάδια :

Στο πρώτο στάδιο ο σκοπός είναι να δείξουμε σε θεωρητικό επίπεδο πως έχει εξελιχθεί ο δανεισμός μέσω ομολόγων του Δημοσίου και στο δεύτερο στάδιο ο στόχος είναι να εξετάσουμε εμπειρικά κατά πόσο στην πάροδο του χρόνου αυτός έγινε ευνοϊκότερος ή δυσχερέστερος για την χώρα.

Μέσα από την έρευνα τόσο την θεωρητική όσο και την εμπειρική θα διερευνηθεί κατά πόσο ο δανεισμός ήταν ευνοϊκότερος όταν βασίζεται σε ομόλογα μικρής ή μεγάλης διάρκειας με μικρά η μεγάλα τοκομερίδια .

Για να γίνει αυτό θα χρησιμοποιηθούν ημερήσια στοιχεία 10ετών και 5ετών ομολογίων με περίπου ίδια και διαφορετικά επιτόκια, τα οποία θα εξεταστούν σε μεταβολές των επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Χρηματοπιστωτικής Αγοράς (Euribor)

και θα αποτιμηθούν οι επιδράσεις από τις παραπάνω μεταβολές στην αγορά ομολόγων.

Ο στόχος μας δηλαδή είναι να φανεί κατά πόσο μια μεταβολή των επιτοκίων επηρεάζει στην αντίθετη κατεύθυνση τα βραχυχρόνια ή μακροχρόνια ομόλογα ή και τα ομόλογα με μικρό ή μεγάλο τοκομερίδιο.

Η αναγκαιότητα της παρούσας έρευνας προκύπτει από το γεγονός ότι η Ελληνική Οικονομία εξαρτάται άμεσα από τον δανεισμό και ειδικότερα από τον δανεισμό των Ομολόγων.

Η σπουδαιότητα της αναφέρεται στο γεγονός ότι στην τρέχουσα περίοδο η Ελληνική Οικονομία αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα με το έλλειμμα το οποίο θα προσπαθήσει η Ελληνική Κυβέρνηση να το καλύψει μέσω ομολογιακού δανεισμού.

Ειδικότερα στην σημερινή εποχή που έχει φθάσει να συζητιέται ακόμα και η περίπτωση χρεοκοπίας της Ελληνικής Οικονομίας, μια τέτοια μελέτη έχει μεγάλη συνεισφορά καθώς η κάλυψη των ελλειμμάτων με τον Ομολογιακό Δανεισμό θα αποτελέσει και πάλι την αναγκαία λύση και γι αυτό θα πρέπει οι ασκούντες την πολιτική να γνωρίζουν ποιο είδος ομολογιών (χρόνο λήξης και τοκομερίδια) αποτελεί την πιο καλή λύση καθώς θα πρέπει να γνωρίζουν επίσης και τους παράγοντες που επηρεάζουν την συμπεριφορά τους δηλαδή την πορεία των τιμών αυτών των ομολόγων.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εμπειρική μελέτη των θεωρημάτων του Malkiel στην Ελληνική Αγορά Ομολόγων

Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται εν συντομία η έννοια και τα χαρακτηριστικά του οικονομικού κύκλου αλλά και τα αίτια που τον προκαλούν . Είναι βέβαιο ότι τα επιτόκια με τα οποία δανείζεται μία οικονομία επηρεάζονται από την φάση που βρίσκεται εκείνη την περίοδο ο οικονομικός της κύκλος (είναι μια παράμετρος από τις πολλές που μπορεί να τα επηρεάσει , άλλοι παράμετροι μπορεί να είναι η αξιοπιστία που έχει η χώρα στις αγορές δηλαδή στους δανειστές ή η ρευστότητα αυτών ή η ύπαρξη μια γενικευμένης κρίσης κ.λ.π) .

Στο δεύτερο Κεφάλαιο, παρουσιάζεται σε θεωρητικό επίπεδο η έννοια του ισοζυγίου πληρωμών ενός κράτους, τα προβλήματα που δημιουργεί σε μια οικονομία ένα ελλειμματικό ισοζύγιο πληρωμών καθώς και οι τρόποι που μπορείς να τα αντιμετωπίσεις λαμβάνοντας υπόψη ότι ζούμε σε ένα περιβάλλον παγκοσμιοποίησης.

Επίσης, στο δεύτερο μέρος του Κεφαλαίου παρουσιάζονται τα στατιστικά στοιχεία για το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της Ελληνικής Οικονομίας από το 2005 μέχρι το 2009 , το δημοσιονομικό χρέος και το έλλειμμα της Ελλάδος καθώς επίσης και ένα απόσπασμα της έκθεσης της Τράπεζας της Ελλάδος για την νομισματική πολιτική της Ελλάδας για το έτος 2009-2010 και που στο οποίο αναλύονται τα δημοσιονομικά προβλήματα της χώρας (χρέος, έλλειμμα και έλλειψη ανταγωνιστικότητας των προϊόντων μας)

Στο τρίτο Κεφάλαιο αναφέρονται στοιχεία που βρέθηκαν από το site του Οργανισμού Δημόσιου Χρέους και που εξηγούν στο τι είναι ο οργανισμός διαχείρισης του δημοσίου χρέους , ποιοι τον συνιστούν , ποιος είναι ο σκοπός για τον οποίο ιδρύθηκε, πως πραγματοποιείται ο δανεισμός , το ύψος του χρέους , την σύνθεση του χρέους ανά λήξη, την σύνθεση του χρέους ανά νόμισμα , τη σύνθεση

του χρέους ανά επιτόκιο, τα ομόλογα που είναι σε ισχύ , ποιοι είναι οι διαπραγματευτές των ομολόγων στην δευτερογενή αγορά κ.τ.λ

Στο τρίτο Κεφάλαιο δηλαδή αναφέρουμε σε εμπειρικό επίπεδο πως είναι διαμορφωμένο το χρέος μας σε ομόλογα και ΕΓΕΔ , πως εξελίχθηκε ο τωρινός μας δανεισμός σε βάθος δεκαετίας με τι επιτόκια δανειστήκαμε και χρησιμοποιώντας τα επιτόκια ευρίβοι ανάλογης διάρκειας που ίσχυαν κατά τον χρόνο έκδοσης του χρέους μας, μπορούμε να συγκρίνουμε αν ο δανεισμός μας έγινε με ευνοϊκότερους ή δυσχερέστερους όρους για την χώρα .

Στο τέταρτο Κεφάλαιο αναφερόμαστε στους οίκους αξιολόγησης των χρεών ενός κράτους (ομολόγων) και εξηγούμε τον σκοπό για τον οποίο ιδρύθηκαν και τον σημαντικό ρόλο που έχουν οι αξιολογήσεις τους για τα ομόλογα που πρόκειται να εκδοθούν από ένα κράτος στην παγκόσμια αγορά.

Στο πέμπτο Κεφάλαιο, αναφερόμαστε στο Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και τις Πιστωτικές Αγορές , στις Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, στην Διάκριση των Αξιόγραφων, στην Αποτίμηση Αξιόγραφων σταθερού εισοδήματος, στη σχέση μεταξύ επιτοκίων και ομολογιών (θεωρήματα του Malkiel) με σχετικά θεωρητικά παραδείγματα για την επαλήθευσή τους και τέλος στη Διάρκεια Ομολογίας, στα χαρακτηριστικά αυτής και στην εξήγηση της τροποποιημένης Διάρκειας .

Στο πέμπτο Κεφάλαιο δηλαδή αναφερόμαστε στο καθαρά θεωρητικό μέρος των ομολόγων ,στην αποτίμηση τους και στους παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή τους.

Στο έκτο Κεφάλαιο , γίνεται εμπειρική μελέτη των παραπάνω θεωρημάτων του Malkiel με την καθημερινή παρακολούθηση στην δευτερογενή αγορά ομολόγων 3 ομολογιών από το 2005 μέχρι το 2009 (στοιχεία στο παράρτημα της παρούσας εργασίας) , και παρουσιάζονται όλα τα συμπεράσματα που εξάγονται από αυτή.

Για να γίνει αυτό θα χρησιμοποιηθούν ημερήσια στοιχεία 10ετών και 5ετών ομολογιών με περίπου ίδια και διαφορετικά επιτόκια, τα οποία θα εξεταστούν σε μεταβολές των επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Χρηματοπιστωτικής Αγοράς (Euribor Εβδομάδος) και θα αποτιμηθούν οι επιδράσεις από τις παραπάνω μεταβολές στην αγορά ομολόγων.

AIM DIATRIVIS

The object of this paper is the empirical study of theories of the Greek Malkiel Bond Markets. The purpose of this study is to examine whether applying the theorems of Malkiel regarding the lending of Treasury bond since the last decades of borrowing such a key means of financing the Greek economy.

Generally in financial management is very important that businesses know how borrowing more favorable to them and that if I know the impact of borrowing with bonds to changes in interest rates. That means knowing how it affects bond prices to changes in interest rates in order according to their estimates about the course such a choice between short-and long-term debt

As companies so the state should consider ways of financing the deficit, not only generally about the medium but also the exact type of instrument (eg bond).

The analysis followed two stages:

In the first stage the aim is to show theoretically that has evolved through the lending of Treasury bonds and the second stage the objective is to examine empirically whether over time it became more difficult favorable for the country. Through research both theoretical and empirical will investigate whether lending was more lenient when based on short bonds and long-term with small or larger coupon.

To do this you use daily data and 5 year 10 year bond with approximately the same and different rates, which will be to changes in interest rates in the European financial market (Euribor) and will evaluate the effects of these changes in the bond market.

Our goal is to be seen whether a change in interest rates affects the opposite direction in the short or long-term bonds or bonds with short or long maturity.

The need for this research stems from the fact that the Greek economy is directly dependent on the loan and in particular the lending of securities.

The significance of the fact is that the current Greek economy has been facing serious problems with the shortfall will try the Greek Government to cover the debt through a bond.

Especially in today's time has come to be discussed even in the event of failure of the Greek economy, such a study is of great contribution and to cover the deficits by issuing bonds will again be necessary for this solution and those exercising the policy to know what kind of bonds (coupon payments and expiry time) is the most appropriate solution and should also know the factors affecting their behavior is the development of prices of these bonds.

ABSTRACT

The empirical study of theorem Malkiel in the Greek Market Bond

The first chapter presents briefly the concept and characteristics of the economic cycle but also the underlying causes of war. It is true that the rates with which borrows an economy affected by the stage at that time the economic cycle (a factor of many that may influence other parameters can be reliable as the country markets that the lenders or the liquidity or the existence of a generalized crisis, etc.).

In the second chapter, in theory, the concept of balance of payments of a country, the problems in an economy creates a deficit balance of payments and how you can deal with them whereas we live in an environment of globalization. Also, the second part of the chapter presents statistics on Gross Domestic Product of the Greek economy from 2005 until 2009, the government debt and deficit in Greece as well as an extract from the Bank of Greece to monetary policy Greece for the year 2009-2010 and which analyzed the financial problems of the country (chreos. deficit and lack of competitiveness of our products)

The third chapter presents the data found from the site of the Agency debt and behind on what is the agency managing the public debt, what are the, what is the purpose for which it was founded, that made the loan, the amount of debt the composition of debt at maturity, the composition of debt by currency composition of debt at interest, bonds that are in effect, what the negotiators of the bonds on the secondary market etc.

The third Chapter is to say that experimentation is modeled our debt into bonds and EGED, how we developed the current debt-depth decade with the rate borrowed and using the similar period euribor rates prevailing at the time of our debt, we to compare where we were borrowing on more favorable terms or more difficult for the country.

The fourth chapter deals with the debt rating agencies a state (bonds) and

explain the purpose for which established the important role which their ratings on the bonds to be issued by a state in the global market.

The fifth chapter is reported in the financial system and credit markets, money markets and capital, the distinction of securities in fixed income securities valuation, the relationship between interest rates and bond (theorems Malkiel) for the theoretical examples to verify and Bond finally over, the characteristics of that to explain the modified duration.

The Fifth Chapter is talking about the pure theory of bonds, the valuation and the factors affecting their price.

The sixth chapter is an empirical study of these theories of Malkiel the daily monitoring of the secondary bond market three bond from 2005 to 2009 (information in the appendix of this paper), and presents all the conclusions drawn from it.

To do this you use daily data and 5 year 10 year bond with approximately the same and different rates, which will be to changes in interest rates in the European financial market (Euribor week) and will evaluate the effects of these changes in the bond market.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

Οικονομικός Κύκλος

Εισαγωγή

Ως γνωστό, σε μια οικονομία μιας χώρας παρατηρούνται υφέσεις στη διάρκεια των οποίων μειώνονται τα εισοδήματα και αυξάνεται η ανεργία. Όταν τελειώσει η περίοδος της ύφεσης και η οικονομία εισέρχεται στην περίοδο της ανάπτυξης, τα αποτελέσματα αντιστρέφονται με τα εισοδήματα να αυξάνουν και την ανεργία να μειώνεται. Τις διακυμάνσεις αυτές οι οικονομολόγοι τις ονομάζουν **οικονομικό (ή επιχειρηματικό) κύκλο** (business cycle).

Οι παραπάνω οικονομικές διακυμάνσεις δεν είναι προβλέψιμες. Όσο κοινές είναι οι υφέσεις άλλο τόσο ακανόνιστες είναι. Μερικές φορές εμφανίζονται πολύ κοντά η μία στην άλλη. Μερικές φορές πάλι απέχουν πολύ μεταξύ τους.

Ο οικονομικός κύκλος λοιπόν μπορούμε να πούμε ότι είναι το φαινόμενο των επαναλαμβανομένων διακυμάνσεων του επιπέδου της γενικής οικονομικής δραστηριότητας που παρατηρούνται για μια περίοδο ετών.

Έτσι οι περιοδικά επαναλαμβανόμενες διακυμάνσεις των βασικών οικονομικών μεταβλητών, όπως η παραγωγή, η απασχόληση και το επίπεδο τιμών συνθέτουν το φαινόμενο του οικονομικού κύκλου (Jgnacy Chrzanawski. An Introduction to Shipping Economics Fairplay Puplications 1989, σελ 40).

Διάκριση των Οικονομικών Κύκλων

Όπως είπαμε και παραπάνω ο όρος κύκλος δεν συνδέεται με κάποια περιοδικότητα ή κανονικότητα στην εμφάνιση του φαινομένου, ούτε φυσικά σημαίνει ότι όλοι οι κύκλοι είναι ίδιοι. Συνήθως υπάρχουν σημαντικές διαφορές ως προς τη χρονική διάρκεια του κύκλου αλλά και ως προς τις επιδράσεις του στην οικονομία.

Ανάλογα με τη χρονική διάρκεια εμφάνισης των διακυμάνσεων και την έντασή τους ο οικονομικός κύκλος διακρίνεται ως εξής :

- **Μακροχρόνιος Κύκλος** ή Κύκλος του Kondradieu ή Υπερκύκλος. Εξελίσσεται σε ένα χρονικό ορίζοντα 50 χρόνων, ο οποίος περιλαμβάνει 20 χρόνια οικονομικής ανόδου, στη συνέχεια ακολουθεί μια χρονική περίοδος διάρκειας 10 ετών οικονομικής σταθερότητας σε υψηλό σημείο, ενώ στην τελευταία φάση του περιλαμβάνει 20 χρόνια οικονομικής ύφεσης.
- **Μεσοπρόθεσμος Κύκλος** ή Κύκλος του Juglar. Αποτελείται από μια χρονική περίοδο από 7 έως 10 έτη και συνήθως αναφέρεται ως επενδυτικός κύκλος (ή επιχειρηματικός) .
- **Βραχυπρόθεσμος Κύκλος** ή Κύκλος του Kitchin. Αναφέρεται ως εμπορικός κύκλος και η εξέλιξή του διαρκεί 3-4 χρόνια.

Φάσεις του Οικονομικού Κύκλου

Σε κάθε οικονομία, παρατηρείται μια μακρόχρονη ανοδική τάση του παραγόμενου προϊόντος με έντονες όμως, βραχυχρόνιες διακυμάνσεις, όπου πρόκειται για τις φάσεις του οικονομικού κύκλου.

Παρά τις διαφορές που έχουν μεταξύ τους οι οικονομικοί κύκλοι κάθε οικονομικός κύκλος θα μπορούσε να χωριστεί σε τέσσερις φάσεις που έχουν κοινά χαρακτηριστικά.

1 . Ανάκαμψη ή άνοδος ή άνθηση

Η φάση αυτή αρχίζει με πλεονάζουσα ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών, που για να παραχθούν πρέπει να αυξηθεί η παραγωγή και επομένως η απασχόληση των συντελεστών παραγωγής. Έτσι, ο ρυθμός ανεργίας μειώνεται, ενώ παράλληλα αυξάνεται το ΑΕΠ και το εθνικό εισόδημα. Παράλληλα αφού τώρα αυξάνεται η συνολική ζήτηση και παραγωγή, αυξάνονται και τα κέρδη με αποτέλεσμα να δημιουργείται ένα ευνοϊκό κλίμα για επενδύσεις. Όσο όμως η οικονομική επέκταση συνεχίζει, αρχίζει και η άνοδος του γενικού επιπέδου των τιμών και εμφανίζονται οι πρώτες πληθωριστικές τάσεις.

2. Κρίση

Στο ανώτατο σημείο του κύκλου η πραγματική παραγωγή της οικονομίας είναι σ' ένα υψηλό επίπεδο και η ανεργία αρκετά χαμηλή, μάλιστα σε ορισμένες κατηγορίες εξειδικευμένης εργασίας εμφανίζονται οι πρώτες ελλείψεις εργατικού δυναμικού. Καθώς λοιπόν η οικονομία πλησιάζει το επίπεδο της πλήρους απασχόλησης και χαρακτηρίζεται από υπερκατανάλωση, οι αυξητικές τάσεις των τιμών γίνονται όλο και πιο έντονες και ο πληθωρισμός ανεβαίνει σε υψηλά επίπεδα.

3. Κάθοδος (πτώση)

Τα χαρακτηριστικά της καθόδου είναι τα αντίθετα από αυτά της άνθησης. Στη φάση αυτή μειώνεται αισθητά η συνολική ζήτηση και η οικονομική δραστηριότητα με αποτέλεσμα να μειώνεται και η παραγωγή. Τώρα το ΑΕΠ είναι μικρότερο από αυτό της τάσης.

Η απόκλιση αυτή είναι γνωστή και ως παραγωγικό έλλειμμα. Άμεση συνέπεια των παραπάνω είναι και η αύξηση της ανεργίας καθώς τώρα δεν είναι απαραίτητα τόσα εργατικά χέρια. Σε ένα τέτοιο απαισιόδοξο κλίμα φυσικά οι επενδύσεις δεν μπορούν παρά να μειωθούν αφού υπάρχει αβεβαιότητα. Το μόνο ας πούμε θετικό στην όλη υπόθεση είναι η υποχώρηση των πληθωριστικών τάσεων αφού μειώνεται η ζήτηση. Αν η φάση αυτή συνεχιστεί για πολύ ακόμα οι τιμές πέφτουν και εμφανίζεται το φαινόμενο του αντιπληθωρισμού.

4. Ύφεση

Πρόκειται για το πιο χαμηλό σημείο του κύκλου γνωστό και ως κοίλο. Τώρα η παραγωγή βρίσκεται στο χαμηλότερο επίπεδο και η ανεργία εκτινάσσεται στα ύψη. Η ζήτηση αγαθών είναι φυσικά ανεπαρκής αφού το εισόδημα βρίσκεται και αυτό στο χαμηλότερο επίπεδό του αλλά και ο πληθωρισμός βρίσκεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Το γενικότερο επιχειρηματικό κλίμα αποθαρρύνει κάθε είδος επένδυση και η πλειοψηφία των ατόμων περιμένει το γεγονός που θα δώσει ώθηση στην οικονομία και θα τερματίσει τη φάση της ανάρρωσης.

Αίτια των οικονομικών κύκλων

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι οικονομικοί κύκλοι διαφέρουν ως προς την έκταση των φαινομένων που παρατηρούνται αλλά και ως προς τη χρονική διάρκειά τους. Έτσι άλλες φορές η φάση της καθόδου τελειώνει γρήγορα και ξαναρχίζει η ανοδική πορεία σχετικά ανώδυνα, και άλλες φορές οδηγεί σε παρατεταμένη ύφεση. Οι οικονομικοί κύκλοι, λοιπόν, χαρακτηρίζονται από ασυμμετρία, αφού διαφέρουν ως προς τη διάρκεια και έκταση των φαινομένων της κάθε φάσης τους.

Τα αίτια των οικονομικών κύκλων μπορούν να διακριθούν σε εξωγενή και ενδογενή.

Ως εξωγενή αίτια θεωρούνται οι μεταβολές παραγόντων που δρουν έξω από το οικονομικό σύστημα, όπως πόλεμοι και επαναστάσεις, εκλογές, τιμές πετρελαίου, μετανάστευση, επιστημονικές ανακαλύψεις, ανακαλύψεις εδαφών και πόρων, τεχνολογικές καινοτομίες, κερδοσκοπικές φούσκες κλπ.

Ως ενδογενή αίτια ερμηνεύονται οι μηχανισμοί εντός του οικονομικού συστήματος που προκαλούν αυτοτελώς του οικονομικούς κύκλους. Εδώ εντάσσονται.

- Οι νομισματικές θεωρίες, που αποδίδουν τις διακυμάνσεις στην επέκταση ή συρρίκνωση της προσφοράς χρήματος (Friedman)
- Οι επενδυτικές θεωρίες που στηρίζονται στην αλληλεπίδραση μεταξύ της ανάπτυξης της παραγωγής και των επενδύσεων (Samuelson)
- Οι θεωρίες της αγοράς εργασίας, που αποδίδουν τις οικονομικές διακυμάνσεις σε δυσκαμψία των τιμών (μισθών –ημερομισθίων) στην αγορά εργασίας (Lucas)
- Οι μετατοπίσεις της καμπύλης Συνολικής Προσφοράς
- Οι μετατοπίσεις της καμπύλης της Συνολικής Ζήτησης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Εισαγωγή

Στον διεθνή χώρο πραγματοποιούνται οικονομικές συναλλαγές μεταξύ των οικονομικών μονάδων των διάφορων χωρών. Στις μέρες μας έχουν αναπτυχθεί σε τέτοιο σημείο έτσι ώστε ο όρος που χρησιμοποιείται για να εκφράσει τους οικονομικούς δεσμούς που υπάρχουν μεταξύ των χωρών να είναι ο όρος «**παγκοσμιοποίηση**»

Ο όρος «παγκοσμιοποίηση» θέλει να δώσει έμφαση στο γεγονός ότι οι χώρες που συναλλάσσονται μεταξύ τους οικονομικά μπορεί να μην είναι γείτονες χώρες ή να μην ανήκουν στην ίδια ευρύτερη γεωγραφική περιφέρεια αλλά να είναι πολύ απομακρυσμένες μεταξύ τους.

Οι οικονομικές συναλλαγές λοιπόν μεταξύ των χωρών έχει σαν αποτέλεσμα την εισροή και την εκροή συναλλάγματος από την μια στην άλλη .

Οι χρηματοοικονομικές δοσοληψίες μεταξύ των χωρών μπορούν να αφορούν οικονομικές συναλλαγές διάφορων δραστηριοτήτων μεταξύ επιχειρήσεων, ιδιωτών αλλά και Κυβερνήσεων . Οι κυριότερες κατηγορίες των παραπάνω δραστηριοτήτων είναι :

- εξαγωγές ή εισαγωγές εμπορευμάτων από ή προς τη χώρα
 - παροχή τουριστικών υπηρεσιών σε επισκέπτες από άλλη χώρα
 - Μεταφορά κεφαλαίων που αφορούν την καταβολή τόκων ή μερισμάτων που συνδέονται με επενδύσεις οι οποίες όμως έχουν γίνει από κατοίκους άλλης χώρας.
- Όπως στην περίπτωση των επιχειρήσεων που πρέπει να έχουν ισοσκελισμένες τις εισροές τους με τις εκροές τους έτσι και σε ένα κράτος θα πρέπει το **ισοζύγιο των εισροών του και των εκροών από και προς το εξωτερικό να είναι ισοσκελισμένο.**

Το παραπάνω ισοζύγιο ονομάζεται **ισοζύγιο πληρωμών** μιας χώρας.

Το ισοζύγιο πληρωμών αποτελείται από τρία τμήματα τα εξής :

- το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών**, που αποτελείται από το α) εμπορικό ισοζύγιο και β) ισοζύγιο άδηλων συναλλαγών
- το ισοζύγιο της κίνησης κεφαλαίων**, που αποτελείται από τρία τμήματα α) του ιδιωτικού τομέα β) του δημοσίου τομέα και γ) του χρηματοπιστωτικού τομέα

- το ισοζύγιο μεταβολών των διαθεσίμων της χώρας , τα διαθέσιμα που έχει μια χώρα είναι τριών ειδών και είναι : α) τα συναλλαγματικά διαθέσιμα β) τα διαθέσιμα σε χρυσό και γ) τα διαθέσιμα στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Σ' ένα πλεονασματικό ισοζύγιο παρατηρείται αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων ενώ σ' ένα ελλειμματικό μείωση αυτών.

Στην περίπτωση που υπάρχει έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών λόγω μεγάλης ζήτησης ξένων προϊόντων και υπηρεσιών σε σχέση με την ζήτηση εγχώριων προϊόντων και υπηρεσιών από τους ξένους υπάρχει πίεση για υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, δηλαδή μεταβολής της σταθερής σχέσης του ως προς τα άλλα νομίσματα.

ΤΡΟΠΟΙ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΗΣ ΠΙΕΣΗΣ ΠΟΥ ΑΣΚΕΙΤΑΙ ΣΤΟ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Η πίεση αυτή μπορεί να αντιμετωπιστεί προσωρινά με διάφορα μέτρα , τα πιο σημαντικά είναι τα εξής

- Ο εξωτερικός δανεισμός, γιατί έτσι αυξάνεται η προσφορά ξένου συναλλάγματος και εκτονώνεται η πίεση για υποτίμηση του νομίσματος . Αυτό όμως είναι ένα προσωρινό μέτρο γιατί κάποια στιγμή θα κληθεί η χώρα να επιστρέψει τα δανεικά μαζί με τους τόκους και με αυτόν τον τρόπο οι πιέσεις επανέρχονται και μάλιστα δριμύτερα.
- Μέτρα λιτότητας : Τα μέτρα λιτότητας αφορούν την μείωση των κρατικών δαπανών, την αύξηση της φορολογίας και τις ελεγχόμενες αυξήσεις στους μισθούς. Τα μέτρα αυτά αποσκοπούν στον περιορισμό του εισοδήματος και κατά συνέπεια στην μείωση των εισαγωγών
- Συναλλαγματικοί έλεγχοι : Οι έλεγχοι αυτοί μπορεί να περιλαμβάνουν περιορισμούς στις εισαγωγές, ελέγχους στις χρηματοοικονομικές επενδύσεις σε ξένες χώρες, περιορισμό στον δανεισμό ξένων επιχειρήσεων από εγχώριες Τράπεζες κτλ.

Είναι φανερό ότι αυτή η κατηγορία μέτρων πολιτικής τείνει στις μέρες μας να μειωθεί κατά πολύ λόγω της «παγκοσμιοποίησης» , της ανάπτυξης δηλαδή διεθνών οικονομικών σχέσεων.

Σήμερα όμως, και συγκεκριμένα στην Ελλάδα που είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και που έχει σαν νόμισμα το ευρώ (κοινό νόμισμα των περισσότερων μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης) παρόλο που το ισοζύγιο της είναι ελλειμματικό δεν υπάρχει τόσο έντονη η πίεση για υποτίμηση του νομίσματος. Το πρόβλημα που έχει είναι η μεγάλη δυσκολία για την αναχρηματοδότηση του χρέους της γιατί οι αγορές πλέον δεν δανείζουν εύκολα (λόγω ελλείψεως ρευστότητας αλλά και λόγω καχυποψίας για το υγιές της χρηματοδότησης) μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Οπότε και λόγω του υψηλού της χρέους και του μεγάλου ελλείμματος που παρουσιάζει στο ισοζύγιο πληρωμών της, να βρίσκει κεφάλαια μόνο με πάρα πολύ υψηλό επιτόκιο έχοντας ως αποτέλεσμα να επιβαρύνει ακόμα περισσότερο την θέση της. Το μόνο όπλο που έχει στα χέρια της για να πείσει τις αγορές για την χρηματοδότησή της με λογικά επιτόκια είναι τα μέτρα λιτότητας που μπορεί να πάρει και που προαναφέραμε παραπάνω και την αλληλεγγύη που δικαιούται να έχει από τις εταιρίες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Δελτία τύπου της 19/05/2009 και της 10/05/2010 της Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας της Ελλάδος για το έλλειμμα και το Χρέος της Γενική Κυβέρνησης (αφορά έτη 2005 έως 2010)

**ΓΕΝΙΚΗ ΓΡΑΜΜΑΤΕΙΑ
ΕΘΝΙΚΗΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΑΣ
ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ**

ΔΕΛΤΙΟ ΤΥΠΟΥ Πειραιάς, 19 Μαΐου 2009

Έλλειμμα και Χρέος της Γενικής Κυβέρνησης

Σύμφωνα με τον Κανονισμό του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης αριθ. 3605/93, η Γ.Γ.ΕΣΥΕ απέστειλε στην Eurostat στις 31 Μαρτίου την πρώτη κοινοποίηση του 2009 για το έλλειμμα και το χρέος. Ο πίνακας 1 της κοινοποίησης που απεικονίζεται παρακάτω παρουσιάζει τα κύρια αποτελέσματα που αφορούν την περίοδο 2005 έως 2009.

Αυτή η κοινοποίηση προετοιμάστηκε σε συνεργασία με τους αντίστοιχους θεσμικούς φορείς στον τομέα των στατιστικών της Γενικής Κυβέρνησης.

Πίνακας 1: Αναφορά ελλείμματος / πλεονάσματος Γενικής Κυβέρνησης, επίπεδο χρέους και παροχή σχετικών στοιχείων.

Κράτος Μέλος: Ελλάδα Έτος

Νομισματική Μονάδα: εκατ. Ευρώ ΕΣΟΛ 95 2005 2006 2007 2008

2009

Ημερ: 31/03/09 κωδικοί Προσωρινά Προσωρινά Προσωρινά Εκτιμήσεις

Προβλέψεις

Έλλειμμα (-)/ Πλεόνασμα (+) Β.9

Γενική Κυβέρνηση S.13 -10056 -5987 - 8272 - 12195 -

9314

- Κεντρική Κυβέρνηση S.1311 -12100 -8824 -11480 -16751 -

14267

- Οργανισμοί Τοπικής Αυτοδιοίκησης S.1313 -90 -164 -18 151

1711

- Οργανισμοί Κοινωνικής Ασφάλισης S.1314 2134 3001 3226 4405

3242

Ενοποιημένο χρέος Γενικής Κυβέρνησης

ονομαστικές τιμές στο τέλος κάθε έτους 195338 204394 216381 237181

251200

Ανά κατηγορία:

Διαθέσιμα και καταθέσεις AF.2 1235 988 693 728

Χρεόγραφα εκτός μετοχών, μη συμπ/νων χρ. παραγώγων AF.33 172019 181911

196283 218048

Βραχυπρόθεσμα AF.331 1156 943 1625 5496

Μακροπρόθεσμα AF.332 170863 180968 194658 212552

Δάνεια AF.4 22084 21495 19405 18405

Βραχυπρόθεσμα AF.41 190 165 43 87

Μακροπρόθεσμα AF.42 21894 21330 19362 18318

Δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης που αφορούν:

Ακαθάριστο σχηματισμό παγίου κεφαλαίου P.51 5727 6485 6760 7156 6398

Δαπάνες για τόκους κατά Δ.Υ.Ε. D.41 8668 8701 9312 10575 11419

Δαπάνες για τόκους κατά ΕΣΟΛ 95 D.41 (έξοδα) 8986 9265 9962 10606 11452

Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε τρέχουσες τιμές Β.1*g 197645 213207 228180

242946 252250

Έλλειμμα (-)/ Πλεόνασμα (+) ως % του ΑΕΠ 5,1% 2,8% 3,6% 5,0% 3,7%

Ενοποιημένο χρέος Γενικής Κυβέρνησης ως % του ΑΕΠ 98,8% 95,9% 94,8%
97,6% 99,6%

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΡΧΗ

ΔΕΛΤΙΟ ΤΥΠΟΥ 10 Μαΐου 2010

Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (Δ.Υ.Ε.)

1η Κοινοποίηση 2010

Σύμφωνα με τον Κανονισμό του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης αριθ. 479/2009, η Ελληνική Στατιστική Αρχή απέστειλε στην Eurostat στις 1 Απριλίου την πρώτη κοινοποίηση του 2010 για το έλλειμμα και το χρέος στα πλαίσια της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος.

Ο πίνακας 1 της κοινοποίησης που απεικονίζεται παρακάτω παρουσιάζει τα κύρια αποτελέσματα που αφορούν την περίοδο 2006 έως 2010.

Αυτή η κοινοποίηση προετοιμάστηκε σε συνεργασία με τους αντίστοιχους θεσμικούς φορείς στον τομέα των στατιστικών της Γενικής Κυβέρνησης.

Πίνακας 1: Αναφορά ελλείμματος / πλεονάσματος Γενικής Κυβέρνησης, επίπεδο χρέους και παροχή σχετικών στοιχείων.

Κράτος Μέλος: Ελλάδα

Έτος

Νομισματική Μονάδα: εκατ. Ευρώ ΕΣΟΛ 95 2006 2007 2008 2009 2010

Ημέρ: 1/04/ 2010 κωδικοί Προσωρινά Προσωρινά Προσωρινά Εκτιμήσεις

Προβλέψεις

Έλλειμμα (-)/ Πλεόνασμα (+) Β.9

Γενική Κυβέρνηση S.13 -7496 -11478 -18303 -32342 -20773

- Κεντρική Κυβέρνηση S.1311 -9949 -12668 -20517 -33646 -22149

- Οργανισμοί Τοπικής Αυτοδιοίκησης S -222 -35 33 121 120

- Οργανισμοί Κοινωνικής Ασφάλισης S.1314 2675 1225 2181 1183 1256

Ενοποιημένο χρέος Γενικής Κυβέρνησης

ονομαστικές τιμές στο τέλος κάθε έτους 205738 216731 237252 273407 293562

Ανά κατηγορία:

Διαθέσιμα και καταθέσεις AF.2 1017 713 743 1493

Χρεόγραφα εκτός μετοχών, μη συμπ/νων χρ. παραγώγων AF.33 179682 194188
216105 252685

Βραχυπρόθεσμα ΑΦ.331 943 1625 5496 10820

Μακροπρόθεσμα ΑΦ.332 178739 192563 210609 241865

Δάνεια ΑΦ.4 25039 21830 20404 19229

Βραχυπρόθεσμα ΑΦ.41 1465 343 87 1303

Μακροπρόθεσμα ΑΦ.42 23574 21487 20317 17926

Δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης που αφορούν:

Ακαθάριστο σχηματισμό παγίου κεφαλαίου Ρ.51 6243 6633 6580 6821

Δαπάνες για τόκους κατά Δ.Υ.Ε. D.41 8703 9388 10932 12045

Δαπάνες για τόκους κατά ΕΣΟΛ 95 D.41 (έξοδα) 9293 10064 10963 11811

Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε τρέχουσες τιμές Β.1*g 210459 226437 239141
237494 238772

Έλλειμμα (-)/ Πλεόνασμα (+) ως % του ΑΕΠ -3,6% -5,1% -7,7% -13,6% -8,7%

Ενοποιημένο χρέος Γενικής Κυβέρνησης ως % του ΑΕΠ 97,8% 95,7% 99,2%
115,1% 122,9%

Μέρος του κεντρικού μηνύματος της από 22/03/2010 - Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική 2009-2010, με αναφορά στα προβλήματα που αντιμετωπίζει σήμερα η Ελληνική Οικονομία (χρέος, έλλειμμα και έλλειψη ανταγωνιστικότητας των προϊόντων μας)

« Το κεντρικό μήνυμα της Έκθεσης συνοψίζεται ως εξής:

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται εν μέσω μιας βαθιάς κρίσης, με κύρια χαρακτηριστικά το μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα, το τεράστιο χρέος και την συνεχή διάβρωση της ανταγωνιστικής της θέσης. Τα προβλήματα αυτά δεν είναι νέα. Προϋπήρχαν της διεθνούς κρίσης του 2008 και ήταν αναπόφευκτο, χωρίς τολμηρές και αποφασιστικές παρεμβάσεις, να οδηγήσουν, αργά ή γρήγορα, σε αδιέξοδο. Οι παρεμβάσεις αυτές δεν έγιναν και έτσι η κατάσταση επιδεινώθηκε αισθητά, με αποκορύφωμα το δημοσιονομικό εκτροχιασμό το 2008 και το 2009. Η διεθνής κρίση μεγέθυνε τις συσσωρευμένες αρνητικές επιπτώσεις αυτών των χρόνιων αδυναμιών και επιτάχυνε την πτωτική πορεία της οικονομίας.

Η Τράπεζα της Ελλάδος είχε προειδοποιήσει εγκαίρως για τη σοβαρότητα της κατάστασης:

- Πριν από ενάμιση χρόνο, στις αρχές Οκτωβρίου του 2008, η Ενδιάμεση Έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος τόνιζε ότι η οικονομία βρίσκεται σ' ένα κρίσιμο σταυροδρόμι και ότι, όσο χειρότερη η διεθνής συγκυρία, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες και τα διαρθρωτικά προβλήματα θα διογκώνονται και η αντιμετώπισή τους θα γίνεται δυσχερέστερη.

- Το Φεβρουάριο του 2009, στην Έκθεση που ακολούθησε, η Τράπεζα της Ελλάδος προειδοποιούσε για όλα όσα τελικώς συμβαίνουν σήμερα, τονίζοντας ιδίως το ενδεχόμενο της διόγκωσης του κόστους δανεισμού. "Η διεύρυνση της διαφοράς αποδόσεων", αναφερόταν στην Έκθεση, "συνεπάγεται υψηλότερη μελλοντική επιβάρυνση των φορολογουμένων".

- Τέλος, τον Οκτώβριο του 2009 η Ενδιάμεση Έκθεση προέτρεπε να μεταδοθεί με σαφήνεια στις αγορές το μήνυμα ότι η Ελλάδα είναι αποφασισμένη να εφαρμόσει ένα πολυετές σχέδιο δημοσιονομικής εξυγίανσης και διαρθρωτικών αλλαγών.

Δυστυχώς, οι εξελίξεις των τελευταίων μηνών επιβεβαίωσαν τις δυσσώωνες προβλέψεις και υπέσκαψαν την εμπιστοσύνη στο μέλλον της ελληνικής οικονομίας: Ήδη από τον Απρίλιο του 2009 η Ελλάδα έχει υπαχθεί στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος, καθώς τα ελλείμματα του 2007 και του 2008 υπερέβαιναν την τιμή αναφοράς της Συνθήκης. Το 2009 το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, όπως εγκαίρως είχε προειδοποιήσει η Τράπεζα της Ελλάδος, έφθασε το 12,9% και το δημόσιο χρέος το 115% του ΑΕΠ. Οι εξελίξεις αυτές πυροδότησαν μια σειρά υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και μεγάλη διεύρυνση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ ελληνικών και γερμανικών κρατικών ομολόγων, με αποτέλεσμα την επιβάρυνση του κόστους δανεισμού και του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους του Δημοσίου. Αυτό, με τη σειρά του, χειρότερευσε τη δημοσιονομική θέση της χώρας, δυσχέρανε ακόμη περισσότερο τη δημοσιονομική προσαρμογή και είχε σοβαρές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία και στο τραπεζικό σύστημα. Η ελληνική οικονομία έχει πλέον εμπλακεί σε έναν φαύλο κύκλο, με μία και μοναδική διέξοδο: τη δραστική μείωση του ελλείμματος και του χρέους, την άμεση δηλαδή αντιστροφή της δυσμενούς τάσης.

Τα δημόσια ελλείμματα και το χρέος είναι βεβαίως υψηλά και σε άλλες χώρες του κόσμου. Σε αντίθεση όμως με την Ελλάδα, εκεί χρηματοδοτούνται κυρίως από εγχώριους αποταμιευτικούς πόρους. Η χαμηλή αποταμίευση δεν επιτρέπει να

χρηματοδοτηθεί από εγχώριες πηγές το δημόσιο χρέος, με αποτέλεσμα να διογκώνεται το εξωτερικό χρέος και να διευρύνεται το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Έτσι το πρόβλημα του δημοσιονομικού ελλείμματος συμπλέκεται με το πρόβλημα του εξωτερικού ελλείμματος και χρέους και τα δίδυμα ελλείμματα αναδεικνύονται ως η κύρια πηγή που τροφοδοτεί έναν επικίνδυνο φαύλο κύκλο.

Οι σημαντικότερες ορατές πλευρές αυτής της κατάστασης ήταν η διεύρυνση των δημοσιονομικών ανισορροπιών και του χρέους και η υποχώρηση της ανταγωνιστικότητας, η οποία αποτυπώνεται ανάγλυφα στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Η κρίση όμως δεν περιορίζεται σ' αυτά. Επηρεάζει αρνητικά το σύνολο της οικονομίας, επιβαρύνει τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος, πλήττει την εμπιστοσύνη, δημιουργεί πρωτοφανείς αβεβαιότητες και θέτει υπό αμφισβήτηση κοινωνικές και οικονομικές συμπεριφορές και νοοτροπίες που κυριάρχησαν τις τελευταίες δεκαετίες στη χώρα. Η οικονομική κρίση διαχέεται στο σύνολο της κοινωνίας, η οποία καλείται τώρα να συνειδητοποιήσει το πρόβλημα και να αναθεωρήσει στάσεις και πρακτικές, προκειμένου να την αντιμετωπίσει.

Τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στην Έκθεση αναδεικνύουν την πολύπλευρη κρίση που διέρχεται σήμερα η ελληνική οικονομία.

Μετά από μια δεκαετία θετικών επιδόσεων, το ΑΕΠ το 2009 μειώθηκε κατά 2%, επηρεαζόμενο κυρίως από τη μεγάλη πτώση των επενδύσεων, αλλά και της ιδιωτικής κατανάλωσης και των εξαγωγών. Το 2010 προβλέπεται πάλι αρνητικός ρυθμός μεταβολής, το ύψος του οποίου θα επηρεαστεί καθοριστικά από την αποτελεσματικότητα και την ταχύτητα εφαρμογής των μέτρων οικονομικής πολιτικής που έχουν εξαγγελθεί. Τη στιγμή αυτή πάντως εμφανίζεται πιθανότερο η μείωση του ΑΕΠ να είναι της τάξεως του 2%. Είναι εξάλλου σημαντικό ότι η ύφεση στην ελληνική οικονομία εμφανίζεται με υστέρηση, τώρα που στον υπόλοιπο κόσμο η ανάκαμψη έχει αρχίσει, αν και με ασταθή βηματισμό. Στη ζώνη του ευρώ ειδικότερα, η ανάκαμψη είναι εμφανής από το τρίτο τρίμηνο του 2009. Η ανάκαμψη ωστόσο παραμένει εθθραυστη, καθώς έχει στηριχθεί σε μεγάλο βαθμό στην επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, η οποία θα πρέπει σταδιακά να αντιστραφεί, δεδομένου ότι έχει ήδη συσσωρεύσει μεγάλα δημόσια ελλείμματα και χρέη στις περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες.

Η ύφεση στην ελληνική οικονομία επεκτάθηκε σε όλους τους παραγωγικούς τομείς, επηρέασε αρνητικά την απασχόληση και διεύρυνε την ανεργία. Σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία, η συνολική απασχόληση μειώθηκε κατά 1,1% το 2009, ενώ εκτιμάται ότι ο αριθμός των απασχολούμενων μισθωτών μειώθηκε κατά 1,5% περίπου.

Οι δυσμενείς εξελίξεις στην οικονομία και κυρίως στα δημοσιονομικά μεγέθη και ο κλονισμός της εμπιστοσύνης επιβάρυναν και το τραπεζικό σύστημα. Σε αντίθεση με όσα συνέβησαν σε πολλές άλλες χώρες, όπου η κρίση εκδηλώθηκε αρχικά στο τραπεζικό σύστημα και μεταφέρθηκε στη συνέχεια στην πραγματική οικονομία, στην Ελλάδα το τραπεζικό σύστημα, που έχει στέρεες βάσεις, αντιμετώπισε δυσχέρειες ρευστότητας όταν οι έντονες δημοσιονομικές ανισορροπίες οδήγησαν στην υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας, γεγονός που περιόρισε την πρόσβαση των τραπεζών σε πηγές άντλησης ρευστότητας και αύξησε το κόστος δανεισμού τους. Παράλληλα, η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των καταθέσεων, λόγω της ύφεσης, επηρέασε την προσφορά δανειακών κεφαλαίων. Σημειώνεται ωστόσο ότι παρά τα προβλήματα αυτά, ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα παρέμεινε θετικός καθ' όλη τη διάρκεια του 2009, σε αντίθεση με ό,τι συνέβη στη ζώνη του ευρώ, όπου υπήρξαν περίοδοι αρνητικής μεταβολής. Όπως έχει επανειλημμένα τονίσει η Τράπεζα της Ελλάδος, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα επέδειξε αξιοσημείωτη αντοχή στην διάρκεια της διεθνούς κρίσης. Προϋπόθεση όμως για να διατηρήσει αυτή την ικανότητα και στο μέλλον είναι η άρση των εξωγενών παραγόντων που επηρεάζουν τη λειτουργία του και η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο μέλλον της ελληνικής οικονομίας.

Η οικονομική πολιτική, αντιμετωπίζοντας τις μεγάλες προκλήσεις που δημιουργεί η πολυεπίπεδη κρίση, προσανατολίστηκε πρόσφατα σε αποφάσεις που σηματοδοτούν ισχυρή βούληση για την αντιστροφή των αρνητικών τάσεων των προηγούμενων ετών. Έτσι, ο Προϋπολογισμός του 2010 και το Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης, που προδιαγράφει τις γενικές μεσοπρόθεσμες κατευθύνσεις πολιτικής, συμπληρώθηκαν με πρόσθετα μέτρα που ισχυροποιούν την πιθανότητα επίτευξης των δημοσιονομικών στόχων.

Με το σύνολο της πολιτικής που διαμορφώνεται, επιχειρείται η αντιστροφή μιας μακράς πορείας που είχε συσσωρεύσει προβλήματα και οδηγούσε σε επικίνδυνα αδιέξοδα. Η αλλαγή πορείας δεν θα είναι ούτε εύκολη ούτε θα επιτευχθεί σύντομα.

Θα απαιτηθεί μια εξίσου μακρά προσπάθεια για να σπάσει ο φαύλος κύκλος που τείνει να ωθήσει την οικονομία σε μαρασμό και το βιοτικό επίπεδο σε υποβάθμιση. Η οικονομική πολιτική που έχει εξαγγελθεί είναι η απαρχή αυτής της μεγάλης προσπάθειας που απαιτείται. Αν εφαρμοστεί αποτελεσματικά, θα οδηγήσει σ' έναν ενάρετο κύκλο διαρκείας που θα επαναφέρει την ελληνική οικονομία σε βιώσιμη αναπτυξιακή τροχιά, σε οικονομική και κοινωνική πρόοδο.

Για να συμβεί όμως αυτό θα πρέπει κατ' αρχάς να διασφαλιστεί ότι η οικονομική πολιτική που εξαγγέλθηκε θα εφαρμοστεί απαρέγκλιτα, χωρίς δισταγμούς, αναβλητικότητα και υπαναχωρήσεις. Αυτό θα συμβάλει αποφασιστικά στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, η οποία θα επηρεάσει θετικά το κόστος δανεισμού του Δημοσίου, με αλυσιδωτές ευνοϊκές επιδράσεις στο κόστος δανεισμού των τραπεζών και κατ' επέκταση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Στις παρούσες συνθήκες, η δημοσιονομική εξυγίανση είναι εκ των ων ουκ άνευ για την αναπτυξιακή επανεκκίνηση της οικονομίας.

Το επόμενο βήμα της οικονομικής πολιτικής είναι τώρα η στήριξη της ανάκαμψης με διαρθρωτικού χαρακτήρα πολιτικές, με τις οποίες θα επιδιώκεται η ουσιαστική ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας, η σταθερή βελτίωση των συνθηκών παραγωγής και ο εκσυγχρονισμός του αναπτυξιακού προτύπου. Οι πολιτικές αυτές θα πρέπει να αποσκοπούν και σε μεγαλύτερη διαφάνεια και κυρίως στη βελτίωση της λειτουργίας και της αποτελεσματικότητας του ευρύτερου διοικητικού μηχανισμού.

Η κρίση που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία σήμερα είναι συνολική και πολύπλευρη. Γι' αυτό ανάλογη θα πρέπει να είναι και η απάντηση: διατηρήσιμη, συνεχής και πειστική δημοσιονομική προσαρμογή και παράλληλα μια πολιτική διαρθρωτικών αλλαγών που θα βελτιώνουν τη λειτουργία των αγορών και την ανταγωνιστικότητα. Και το κυριότερο: οριστική απομάκρυνση από τις συμπεριφορές, τις νοοτροπίες και τις πολιτικές που μας έφεραν στη σημερινή κατάσταση.

ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΚΘΕΣΗΣ

A. Τα χαρακτηριστικά της κρίσης στην ευρωπαϊκή και την παγκόσμια οικονομία

Η παγκόσμια κρίση, παρά την ανάκαμψη της δραστηριότητας, έχει μπει σε μια δεύτερη, δύσκολη φάση.

Σήμερα η κρίση στην ευρωπαϊκή και την παγκόσμια οικονομία διανύει τη δεύτερη φάση της, που χαρακτηρίζεται από την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά με ασταθή βηματισμό. Η φάση αυτή κυριαρχείται από το ερώτημα: Πώς θα αντιμετωπιστεί η μεγάλη διόγκωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους όλων των ανεπτυγμένων οικονομιών, η οποία οφείλεται στα μέτρα δημοσιονομικής ώθησης για τη στήριξη της πραγματικής οικονομίας και στα μέτρα στήριξης ή και διάσωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος; Πρόκειται για το ζήτημα των “στρατηγικών εξόδου”, οι οποίες αναζητούν και πρέπει να βρουν τη δύσκολη ισορροπία ανάμεσα στην ανάγκη να αντιμετωπιστούν έγκαιρα οι κίνδυνοι για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών και την ανάγκη να μην υπάρξει επάνοδος σε συνθήκες ύφεσης, αν τυχόν αποσυρθεί πρόωρα η στήριξη στην πραγματική οικονομία. Ταυτόχρονα, στις συνθήκες της μεγάλης αύξησης του δημόσιου χρέους των ανεπτυγμένων οικονομιών, παρατηρείται ένα νέο φαινόμενο που περιτλέκει την κατάσταση: η μετατόπιση των πιέσεων προς τις αγορές κρατικών τίτλων. Η εξέλιξη αυτή ενθαρρύνεται και από το γεγονός ότι είναι διστακτικά τα βήματα που έγιναν μέχρι τώρα για μια νέα αρχιτεκτονική του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, ιδίως όσον αφορά τη διεύρυνση του πεδίου ρυθμιστικής εποπτείας σε περισσότερες κατηγορίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και προϊόντων, π.χ. στα “αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου” (hedge funds) και στα “συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικής αθέτησης” (credit default swaps – CDS).

B. Το μέγεθος της πολυετούς δημοσιονομικής προσπάθειας που θα απαιτηθεί είναι μεγάλο

Η περίπτωση της Ελλάδος διαφέρει από εκείνες άλλων χωρών που επίσης έχουν μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα. Έχει κρίσιμη σημασία πώς χρηματοδοτούνται το δημόσιο έλλειμμα και το δημόσιο χρέος σε κάθε χώρα.

Ενώ το 2009 και άλλες χώρες είχαν —λόγω της οικονομικής κρίσης— υψηλά ελλείμματα της γενικής κυβέρνησης, όπως π.χ. το Ηνωμένο Βασίλειο (12,6%), οι ΗΠΑ (12,5%), η Ιρλανδία (11,3%), η Ισπανία (11,2%) και η Πορτογαλία (9,3%), η περίπτωση της Ελλάδος διαφέρει, επειδή συνδέεται με ένα επικίνδυνο μείγμα προβλημάτων που απορρέουν από τις διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας. Το υψηλό δημόσιο χρέος (που ήταν της τάξεως του 115% του ΑΕΠ το 2009 —το υψηλότερο στη ζώνη του ευρώ, μαζί με εκείνο της Ιταλίας— και

αναμένεται να συνεχίσει να αυξάνεται μέχρι και το 2011) και οι μεσομακροπρόθεσμες προοπτικές επιβάρυνσης των δημόσιων δαπανών λόγω της γήρανσης του πληθυσμού (π.χ. οι δαπάνες για συντάξεις αναμένεται να αυξηθούν από 11,7% του ΑΕΠ το 2008 σε 24,0% το 2050, όπως αναφέρεται στο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2009-2013) υποδηλώνουν το μεγάλο μέγεθος της πολυετούς δημοσιονομικής προσπάθειας που θα απαιτηθεί. Ήδη σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος είχε ενδεικτικά αναφερθεί τι συνεπάγεται η δυναμική του χρέους. Συγκεκριμένα, είχε υπολογιστεί ότι μείωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ κάτω από την τιμή αναφοράς της Συνθήκης του Μάαστριχτ (60%) μέσα σε μια δεκαετία θα απαιτούσε υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα μεγαλύτερα από 6,5% του ΑΕΠ ετησίως στο διάστημα αυτό, με βάση την υπόθεση ότι οι ρυθμοί ανάπτυξης θα είναι χαμηλοί και ότι θα είναι σχετικά συγκρατημένη η αύξηση του κόστους εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους.

Η προσπάθεια αυτή όμως πρέπει να γίνει και να αποφέρει καρπούς μέσα σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από σημαντικούς κινδύνους για τη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών διεθνώς. Οι κίνδυνοι αυτοί πηγάζουν από: (α) τη μεγάλη αύξηση των δημόσιων ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους στις ανεπτυγμένες οικονομίες, (β) τις δυσμενείς δημογραφικές προοπτικές λόγω της γήρανσης του πληθυσμού, (γ) τις εκτιμήσεις ότι δεν πρέπει να αναμένεται σύντομα επάνοδος της δυναμικής παραγωγής και της απασχόλησης στα προ της κρίσης επίπεδα. Επιπλέον, κινδύνους συνεπάγεται και το γεγονός ότι τα δημόσια οικονομικά είναι εκτεθειμένα σε διαταραχές που προέρχονται από τις αγορές, όπου η αβεβαιότητα για τη χρονική κλιμάκωση και την ένταση των “πολιτικών εξόδου” από τα μέτρα δημοσιονομικής ώθησης μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των διαφορών αποδόσεων (spreads). Αναμένεται λοιπόν ότι διεθνώς τα επιτόκια χρηματοδότησης του δημόσιου χρέους χωρών θα αυξηθούν, ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης θα είναι χαμηλότερος απ’ ό,τι πριν από την κρίση. Όσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων αυτών και του ρυθμού ανάπτυξης, τόσο μεγαλύτερη δημοσιονομική προσαρμογή θα απαιτείται για να ανακοπεί η ανοδική τάση του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ. Γι’ αυτό είναι αναγκαίο να γίνουν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στις ανεπτυγμένες

χώρες προκειμένου να ενισχυθεί ο δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης. Είναι φανερό ότι όλες αυτές οι επισημάνσεις ισχύουν κατά μείζονα λόγο για την Ελλάδα.

Υπό τις συνθήκες αυτές, έχει κρίσιμη σημασία πώς χρηματοδοτούνται το δημόσιο έλλειμμα και το δημόσιο χρέος σε κάθε χώρα. Για παράδειγμα, στην Ιαπωνία το ακαθάριστο δημόσιο χρέος είναι της τάξεως του 200% του ΑΕΠ, αλλά είναι υψηλή και η εθνική αποταμίευση (23% του ΑΕΠ το 2009), η οποία συμβάλλει αποφασιστικά στην εγχώρια χρηματοδότηση του δημόσιου χρέους, ενώ είναι πλεονασματικό το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (1,8% του ΑΕΠ το 2009). Στις ΗΠΑ, το δημόσιο χρέος (85% του ΑΕΠ το 2009, προβλέπεται να αυξηθεί στο 94% το 2010), όπως και το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (5% του ΑΕΠ το 2008, 3% του ΑΕΠ το 2009) χρηματοδοτούνται με δολάρια, που είναι διεθνές αποθεματικό νόμισμα, ενώ η εθνική αποταμίευση είναι σχετικά χαμηλή (12,2% του ΑΕΠ το 2009, έναντι 18,8% στη ζώνη του ευρώ). Στην Ιταλία, όπου το δημόσιο χρέος ήταν 115% του ΑΕΠ το 2009 (όπως στην Ελλάδα), η εθνική αποταμίευση είναι σχετικά υψηλή (16,7% του ΑΕΠ) και η εξάρτηση από εξωτερική χρηματοδότηση μικρή (το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ήταν μόνο 2,4% του ΑΕΠ το 2009). Στην Ελλάδα όμως η εθνική αποταμίευση είναι πολύ χαμηλή, με αποτέλεσμα να είναι μεγάλη η εξάρτηση από εισροές κεφαλαίων για χρηματοδότηση του χρέους, όπως υποδηλώνει το υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Γ. Μεγάλη υστέρηση της αποταμίευσης και σημαντικές απώλειες ανταγωνιστικότητας

Η ακαθάριστη εθνική αποταμίευση είναι πολύ χαμηλή ως ποσοστό του ΑΕΠ (η χαμηλότερη μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ), ενώ η καθαρή εθνική αποταμίευση είναι αρνητική. Οι μεγάλες απώλειες ανταγωνιστικότητας στην εννεαετία 2001-2009 συνδέονται κυρίως με τις διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εξ ορισμού ανταναικλά την υστέρηση της εθνικής αποταμίευσης έναντι της εγχώριας επενδυτικής δαπάνης, η

οποία “εκ ταυτότητος” ισοδυναμεί με την υστέρηση της συνολικής εγχώριας παραγωγής έναντι της συνολικής ζήτησης και δαπάνης. Η τελευταία οφείλεται στις μεγάλες και επί σειρά ετών σωρευμένες απώλειες διεθνούς ανταγωνιστικότητας.

Η υστέρηση της εθνικής αποταμίευσης έναντι των εγχώριων επενδύσεων την τελευταία δεκαετία οφείλεται στην ταυτόχρονη ταχεία αύξηση τόσο της κατανάλωσης όσο και των επενδύσεων, που ήταν αποτέλεσμα της μεγάλης μείωσης των επιτοκίων λόγω της ένταξης στην ΟΝΕ, της σχετικά υψηλής πιστωτικής επέκτασης, της βελτίωσης των προσδοκιών των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και, βεβαίως, των μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η ανεπάρκεια της ακαθάριστης εθνικής αποταμίευσης και η διαρκής τάση μείωσής της ως ποσοστού του ΑΕΠ την τελευταία 20ετία προκύπτει ανάγλυφα από τα εθνικολογιστικά στοιχεία: από 18,5% την πενταετία 1992-1996 μειώθηκε προοδευτικά φθάνοντας στο 5,0% το 2009. Τα ποσοστά αυτά είναι τα χαμηλότερα μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ.

Η ακαθάριστη αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα μειώθηκε από 24,6% του ΑΕΠ (1992-1996) σε 9,6% το 2007. Κατά τα δύο τελευταία έτη η πτωτική τάση αντιστράφηκε (αυξήθηκε ελαφρά σε 10,7% το 2008 και περαιτέρω το 2009 στο 15% περίπου), αλλά η αποταμίευση είναι ακόμη χαμηλή.

Τέλος, η εξέλιξη της ακαθάριστης αποταμίευσης της γενικής κυβέρνησης αντανακλά τις διακυμάνσεις της δημοσιονομικής πολιτικής. Ήταν αρνητική (-6,1% του ΑΕΠ) την πενταετία 1992-1996, σχεδόν μηδενίστηκε (-0,5%) την πενταετία που ακολούθησε (1997-2001) και στη συνέχεια γινόταν ολοένα πιο αρνητική, φθάνοντας το 2009 στο -10,1%.

Όπως δείχνουν τα οριστικά εθνικολογιστικά στοιχεία για το 2008, η ακαθάριστη εθνική αποταμίευση, ύψους μόλις 7,1% του ΑΕΠ, δεν επαρκούσε για τη χρηματοδότηση των συνολικών επενδύσεων που έφθαναν το 20,9% του ΑΕΠ. Η διαφορά καλύφθηκε (όπως και τα προηγούμενα χρόνια) από τον εξωτερικό δανεισμό και αντανακλάται στο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (13,8% του ΑΕΠ το 2008 σε εθνικολογιστική βάση, 14,6% του ΑΕΠ σύμφωνα με τη στατιστική ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος). Το πρόβλημα είναι ακόμη σοβαρότερο αν ληφθεί υπόψη ότι η καθαρή εθνική αποταμίευση, η

οποία προκύπτει μετά την αφαίρεση των αποσβέσεων (που ήταν ίσες με 12,2% του ΑΕΠ το 2008), ήταν αρνητική κατά την περίοδο 2000-2008 (-5,1% του ΑΕΠ το 2008), με εξαίρεση τα έτη 2001 και 2004 που ήταν θετική αλλά δεν υπερέβαινε το 0,2% του ΑΕΠ. Το 2009 η αρνητική καθαρή εθνική αποταμίευση έφθασε στο 8,1% του ΑΕΠ.

Τα στοιχεία αυτά δείχνουν πώς τα υψηλά ελλείμματα του δημόσιου τομέα και η χαμηλή αποταμίευση του ιδιωτικού τομέα έχουν τροφοδοτήσει τις εξωτερικές ανισορροπίες. Οι εξελίξεις αυτές καθιστούν αδήριτη αναγκαιότητα τη δραστική δημοσιονομική προσαρμογή αλλά και την προώθηση ενός εναλλακτικού αναπτυξιακού προτύπου, όπως έχει τονιστεί και σε προηγούμενες εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος – ενός προτύπου που δεν θα βασίζεται αποκλειστικά στην ιδιωτική κατανάλωση, η οποία στην Ελλάδα στράφηκε κυρίως στις εισαγωγές και στηρίχθηκε υπέρμετρα στους υψηλούς ρυθμούς πιστωτικής επέκτασης, ούτε στις ιδιωτικές επενδύσεις σε κατοικίες.

Οι απώλειες ανταγωνιστικότητας, στις οποίες οφείλεται άμεσα το υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, συνδέονται κυρίως με τις διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας, όπως είναι τα στοιχεία δυσκαμψίας στις αγορές προϊόντων και εργασίας, η δημοσιονομική χαλαρότητα σε μια περίοδο που η ταχεία ανάπτυξη επέβαλλε και επέτρεπε θαρραλέα δημοσιονομική προσαρμογή και —τέλος— ένας μεγάλος, αναποτελεσματικός και συνεχώς διευρυνόμενος δημόσιος τομέας. Τα στοιχεία δυσκαμψίας στις αγορές εργασίας και προϊόντων συνέβαλαν στη διατήρηση των ρυθμών ανόδου των αμοιβών και των τιμών σε επίπεδα σταθερά υψηλότερα από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Κατά την εννεαετία 2001-2009 ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού στην Ελλάδα υπερέβαινε κατά 1,1-1,2 εκατοστιαία μονάδα τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, ενώ η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι των 28 κυριότερων εμπορικών εταίρων της Ελλάδος αυξήθηκε σωρευτικά κατά 20%, αν υπολογιστεί βάσει των σχετικών τιμών καταναλωτή, ή κατά 28%, αν υπολογιστεί βάσει του σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας. Οι επακόλουθες μεγάλες απώλειες ανταγωνιστικότητας τιμών επέτειναν τα προβλήματα που οφείλονται στις δομικές αδυναμίες της παραγωγής και συνέβαλαν καθοριστικά στο να παραμείνει χαμηλό το επίπεδο της “διαρθρωτικής” ανταγωνιστικότητας και αντίστοιχα περιορισμένη η δυνατότητα

της εγχώριας παραγωγής να ανταποκρίνεται με επάρκεια και ευελιξία στη σύνθεση και στις μεταβολές της εξωτερικής αλλά και της εγχώριας ζήτησης.»

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Το συμπέρασμά λοιπόν από την παραπάνω έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος αλλά και από τα στοιχεία που προαναφέραμε αυτής διαπιστώνεται ότι τα μεγάλα προβλήματα της Ελληνικής Οικονομίας είναι το χρέος, το έλλειμμα και η έλλειψη ανταγωνιστικότητας των προϊόντων της.

Το έλλειμμα του κράτους όπως προαναφέραμε και παραπάνω οι Ελληνικές Κυβερνήσεις το χρηματοδοτούν με δανεισμό . Δανεισμός που προέρχεται λιγότερο από το εσωτερικό χώρας και περισσότερο από το εξωτερικό με την έκδοση ομολογιών.

Για την μέριμνα της χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου δημιουργήθηκε ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους ,μέσω του οποίου θα αποδειχθεί σε θεωρητικό επίπεδο πως έχει εξελιχθεί ο δανεισμός μέσω ομολόγων και ΕΓΕΔ του Δημοσίου τα τελευταία 10 χρόνια και θα εξεταστεί εμπειρικά κατά πόσο στην πάροδο του χρόνου ο δανεισμός έγινε ευνοϊκότερος ή δυσχερέστερος για την χώρα συγκρίνοντας τα επιτόκια του δανεισμού με τα αντίστοιχα επιτόκια Euribor που υπήρχαν εκείνη την εποχή .

Επιτόκιο Euribor

Το βασικό επιτόκιο πάνω στο οποίο στηρίζονται όλα τα διαμορφούμενα επιτόκια όλων των χωρών της ευρωζώνης, συνεπώς και της Ελλάδος, είναι το επιτόκιο Euribor. Το επιτόκιο αυτό είναι το λεγόμενο διατραπεζικό επιτόκιο στην ζώνη του ευρώ, δηλαδή το επιτόκιο με το οποίο δανείζουν και δανείζονται οι τράπεζες μεταξύ τους στην ευρωζώνη . Τα επιτόκια στην ζώνη του ευρώ διαμορφώνονται ανάλογα με τις μεταβολές του συγκεκριμένου επιτοκίου. Οι τράπεζες για παράδειγμα όταν δανείζουν ορίζουν ως επιτόκιο δανεισμού το επιτόκιο euribor συν μια επιπλέον απόδοση η οποία διαφέρει σε κάθε Τράπεζα.

Το επιτόκιο euribor που παρατηρούμε στην αγορά αφορούν διάφορες περιόδους, όπως για παράδειγμα μία νύχτα (overnight), εβδομάδα, μήνα , τρίμηνο, εξάμηνο, έτος κ.ο.κ. Τα επιτόκια εκφράζονται πάντα σε ετήσια βάση ενώ επιλέγουμε το επιτόκιο που αναφέρεται στη χρονική περίοδο που θέλουμε να δεσμεύσουμε τα χρήματά μας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Εισαγωγή

Όπως είπαμε και παραπάνω για την μέριμνα και την χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου δημιουργήθηκε ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους, ο οποίος έχει επίσης σαν σκοπό εκτός από την χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου και την βελτίωση του κόστους δανεισμού αλλά και την επίτευξη της καλύτερης δυνατής διάρθρωσης του δημοσίου χρέους ανάλογα βέβαια με τις ανάγκες της χώρας και τις διεθνείς οικονομικές συνθήκες.

Πιο συγκεκριμένα ο Ο.Δ.Δ.Η.Χ. αφού λάβει υπόψη του το εγκεκριμένο από τον Υπουργό Οικονομικών ετήσιο πρόγραμμα κάλυψης των δανειακών αναγκών του Δημοσίου αναλαμβάνει δράσεις σχετικά με :

1. Την κατάρτιση και Υλοποίηση δανειακού προγράμματος
2. Την διαχείριση του χαρτοφυλακίου του χρέους
3. Την σύνταξη εκθέσεων και υποβολή προτάσεων προς το Υπουργείο Οικονομικών σχετικά με την πολιτική διαχείρισης και διάρθρωσης του δημοσίου χρέους.
4. Την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών για σύναψη δανείων και διαχείρισης χαρτοφυλακίου σε οργανισμούς και φορείς του ευρύτερου δημόσιου τομέα.

Πολιτική Δανεισμού

Η τρέχουσα πολιτική δανεισμού έχει ως στόχο την κάλυψη των ταμειακών αναγκών του Δημοσίου με το χαμηλότερο δυνατό κόστος, λαμβάνοντας πάντα υπόψη την επενδυτική ζήτηση. Πρωταρχικό κριτήριο της πολιτικής δανεισμού είναι η διαμόρφωση μιας αγοράς ελληνικών ομολόγων η οποία να χαρακτηρίζεται από υψηλή ρευστότητα και αποτελεσματικότητα (market efficiency).

Συγκεκριμένοι στόχοι είναι:

- Διαφάνεια στην πρωτογενή αγορά ομολόγων με την ανακοίνωση του ετήσιου δανειακού προγράμματος του Ελληνικού Δημοσίου σε τακτική βάση
- Αποτελεσματική δευτερογενής αγορά με υψηλούς ημερήσιους όγκους συναλλαγών και μικρά περιθώρια τιμών αγοράς πώλησης
- Συμμετοχή σε Δείκτες Κυβερνητικών Ομολόγων της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης
- Συνεχής επικοινωνία με βασικούς διαπραγματευτές και θεσμικούς επενδυτές

Ο δανεισμός πραγματοποιείται μέσω κοινοπρακτικών ομολογιακών εκδόσεων, δημοπρασιών ομολόγων και εντόκων γραμματίων, στρατηγικών εκδόσεων, ιδιωτικών τοποθετήσεων και ευρωπαϊκών εμπορικών χρεογράφων (Euro Commercial Paper).

A. Κοινοπρακτικές Εκδόσεις

- Αποτελούν εκδόσεις ομολόγων αρχικού ύψους €3 έως €5 δις με δυνατότητα αύξησης έως και €7-10 δις μετά από διαδοχικές επανεκδόσεις. Οι συγκεκριμένες εκδόσεις διαπραγματεύονται στην ΗΔΑΤ και στην ευρωπαϊκή πλατφόρμα EuroMTS
- Τα ομόλογα έχουν διάρκειες 3, 5, 10, 30+ χρόνων έτσι ώστε να επιτυγχάνεται η υψηλή ρευστότητα σε πολλά σημεία αναφοράς της ελληνικής καμπύλης επιτοκίων
- Επιτυγχάνεται ο έλεγχος της διάθεσης των ομολόγων σε θεσμικούς επενδυτές όπως ασφαλιστικά ταμεία, συνταξιοδοτικά ταμεία, κεντρικές τράπεζες κλπ.
- Επιτυγχάνεται η ευρεία γεωγραφική διάθεση των ομολόγων
- Επιτυγχάνεται η σωστή και ακριβής τιμολόγηση των ομολόγων μέσω της διαδικασίας ανοίγματος βιβλίου προσφορών (book-building).

B. Δημοπρασίες

Οι δημοπρασίες αφορούν εκδόσεις εντόκων γραμματίων, και ομολόγων, καθώς και επανεκδόσεις τίτλων μεγαλύτερης διάρκειας. Οι ημερομηνίες διεξαγωγής γνωστοποιούνται εκ των προτέρων βάσει του προγράμματος δανεισμού το οποίο ανακοινώνεται σε τακτική βάση και μέσω των σελίδων Reuters Στις δημοπρασίες συμμετέχουν αποκλειστικά οι Βασικοί Διαπραγματευτές

- Τα ποσά των δημοπρασιών ανακοινώνονται δύο εργάσιμες ημέρες (συνήθως Παρασκευή) πριν τη δημοπρασία
- Οι Βασικοί Διαπραγματευτές έχουν δικαίωμα υποβολής 5 μόνο προσφορών ο καθένας
- Το ελάχιστο ποσό προσφοράς είναι € 5 εκ.
- Οι προσφορές υποβάλλονται μέχρι και τις 12 μμ. την ημέρα της δημοπρασίας
- Οι προσφορές ικανοποιούνται στην τελευταία αποδεκτή τιμή της δημοπρασίας
- Υπάρχει η δυνατότητα υποβολής μη ανταγωνιστικών προσφορών μέχρι συνολικού ποσού ύψους 20% επί του δημοπρατούμενου ποσού, τόσο κατά την ημέρα διεξαγωγής της δημοπρασίας, όσο και κατά το χρονικό διάστημα 2 εργάσιμων ημερών μετά το τέλος αυτής, και μέχρι τις 12.00 μμ. της δεύτερης εργάσιμης ημέρας
- Τα αποτελέσματα της εκάστοτε δημοπρασίας γνωστοποιούνται μέσα σε 10 λεπτά από το τέλος αυτής στις σελίδες Reuters και Bloomberg του Οργανισμού.
- Ο διακανονισμός γίνεται σε 3 εργάσιμες μέρες (T+3).
- Υπάρχει η δυνατότητα ακύρωσης της δημοπρασίας κάτω από ειδικές συνθήκες

Γ. Στρατηγικές εκδόσεις, Ιδιωτικές τοποθετήσεις

- Αντιπροσωπεύουν το 5%-20% του συνολικού ετήσιου δανεισμού
- Επιτρέπουν τον δανεισμό σε νομίσματα εκτός Ευρωζώνης (πχ. USD, CHF, JPY, etc) ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες αγοράς
- Επιτρέπουν τον δανεισμό με χαμηλότερο κόστος και τη διεύρυνση της επενδυτικής βάσης.

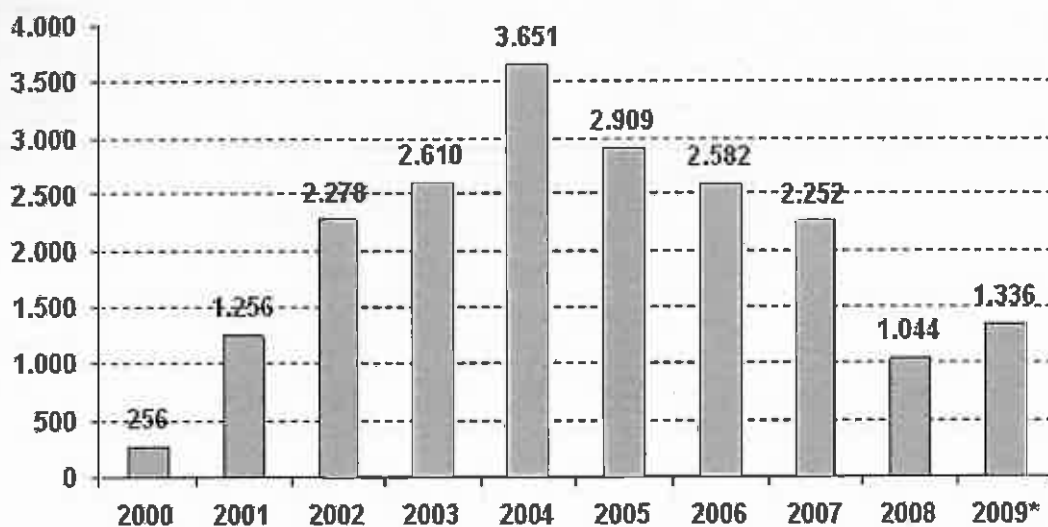
Δ. Δευτερογενής Αγορά

Τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου διαπραγματεύονται στη δευτερογενή αγορά σε δύο ηλεκτρονικές πλατφόρμες.

ι. Εγχώρια πλατφόρμα (Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων-ΗΔΑΤ)

Η εγχώρια δευτερογενής αγορά (ΗΔΑΤ) κατατάσσεται στις πρώτες θέσεις σε ευρωπαϊκό επίπεδο, όσον αφορά στη ρευστότητα.

**Μέσος Ημερήσιος Όγκος Συνλλαγών σε εκατ. EUR
(εγχώρια πλατφόρμα ΗΔΑΤ)**

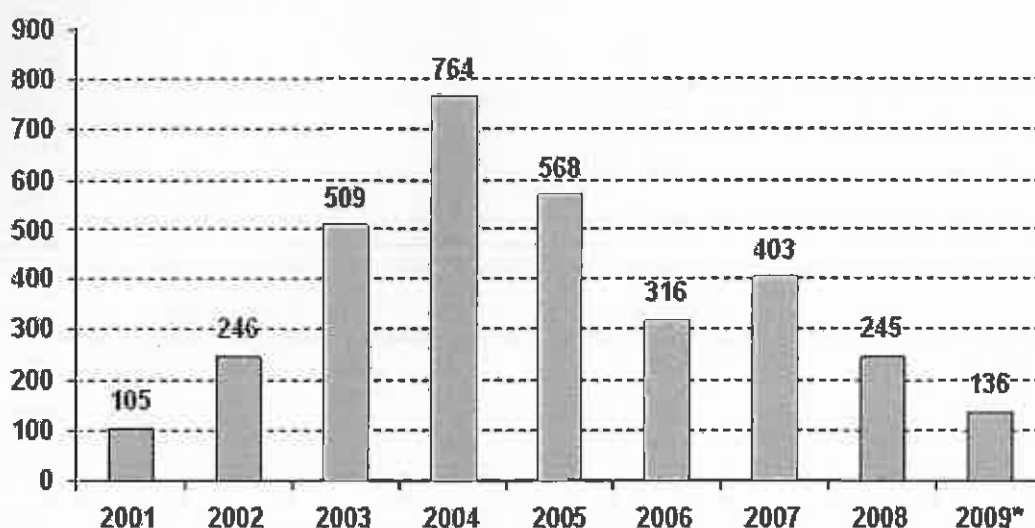


*στις 31/12/2009

ii. EuroMTS πλατφόρμα

Η πλατφόρμα EuroMTS αποτελεί μία πανευρωπαϊκή πλατφόρμα διαπραγμάτευσης κυβερνητικών και παρεμφερών ευρωομολόγων αναφοράς, δηλαδή ομολόγων σε ευρώ σε μέγεθος τουλάχιστον € 5 δισεκατομμυρίων ανεξόφλητου υπολοίπου

Μέσος Ημερήσιος Όγκος Συναλλαγών σε εκατ. ΕΥΡΩ
(EuroMTS πλατφόρμα)



*στις 31/12/2009

Εσωτερική διάρθρωση

Ο Ο.Δ.ΔΗ.Χ διευθύνεται από τον Γενικό Διευθυντή και διαρθρώνεται σε τέσσερα τμήματα :

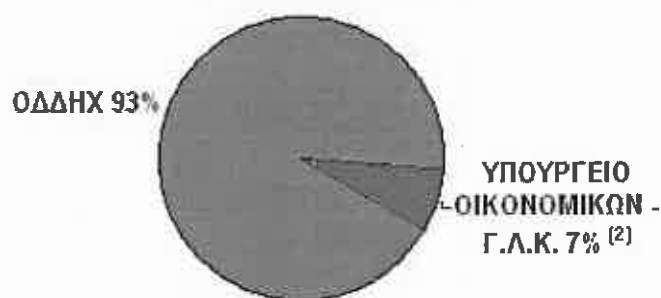
1. Τμήμα Δανεισμού και Ανάλυσης Αγορών, το οποίο ασχολείται κυρίως με την κατάρτιση του δανειακού προγράμματος και τη διενέργεια κάθε μορφής πράξεων δανεισμού και επαναγοράς του υφιστάμενου χρεούς.
2. Τμήμα Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου, το οποίο ασχολείται κυρίως με την ανάλυση των βασικών χαρακτηριστικών του υπό τη διαχείριση του Οργανισμού χαρτοφυλακίου και τη διαχείριση των σε σχέση με τους κινδύνους που αυτά έχουν.
3. Γραφείο Διοικητικής Υποστήριξης, το οποίο ασχολείται κυρίως με διοικητικά θέματα, θέματα υπηρεσιακής κατάρτισης του προσωπικού, καθώς και θέματα που αφορούν τη διαχείριση των πόρων του Οργανισμού.
4. Μονάδα Πληροφοριακών Συστημάτων, η οποία ασχολείται κυρίως με την διαχείριση του συνόλου των πληροφοριακών και τηλεπικοινωνιακών συστημάτων του Οργανισμού.

Ο οργανισμός καλύπτεται νομικά από Πάρεδρο ή Νομικό Σύμβουλο του Νομικού Συμβουλίου του Κράτους.

Ύψος Χρέους

Το χρέος της Κεντρικής Κυβέρνησης στις 30.09.2009 ανέρχεται σε € 298 δις¹.

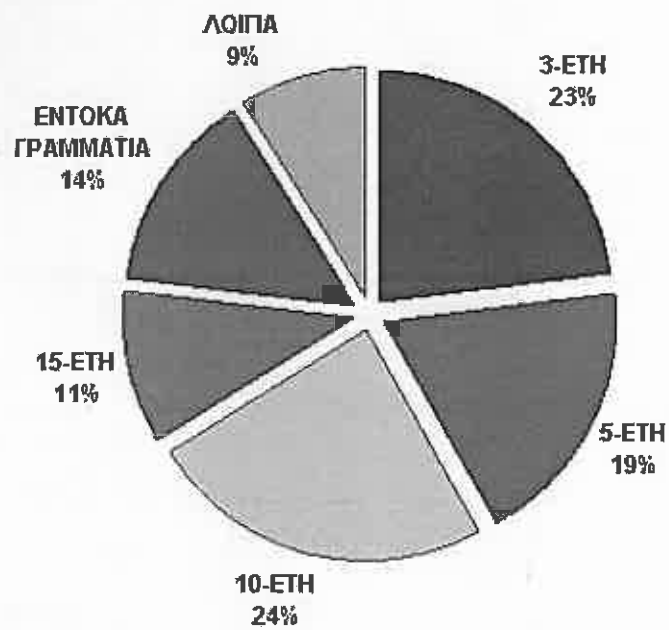
Το 93% του ανωτέρω χρέους είναι υπό τη διαχείριση του ΟΔΔΗΧ.



¹ Πηγή: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους, Υπουργείο Οικονομικών (Δελτίο Δημόσιου Χρέους, Σεπτέμβριος 2009)

² Αποτελεί χρέος προερχόμενο από δάνεια: στρατιωτικά, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων, της Τράπεζας της Ελλάδος, του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου και από τιλοποιήσεις, την 30/09/2009.

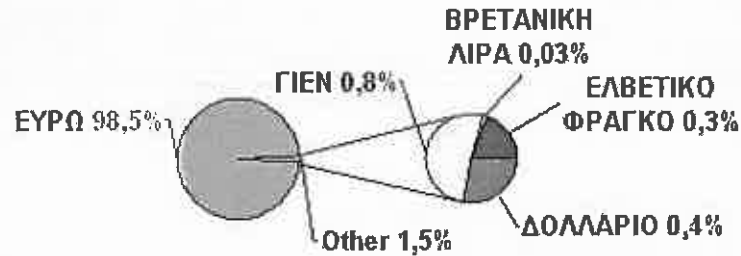
Σύνθεση Χρέους Ανά λήξη¹



στις 30/09/2009

¹ Το παραπάνω μέγεθος και τα μεγέθη που ακολουθούν αφορούν αποκλειστικά στο χρέος που είναι υπό διαχείριση του ΟΔΔΗΧ.

Σύνθεση Χρέους ανά Νόμισμα



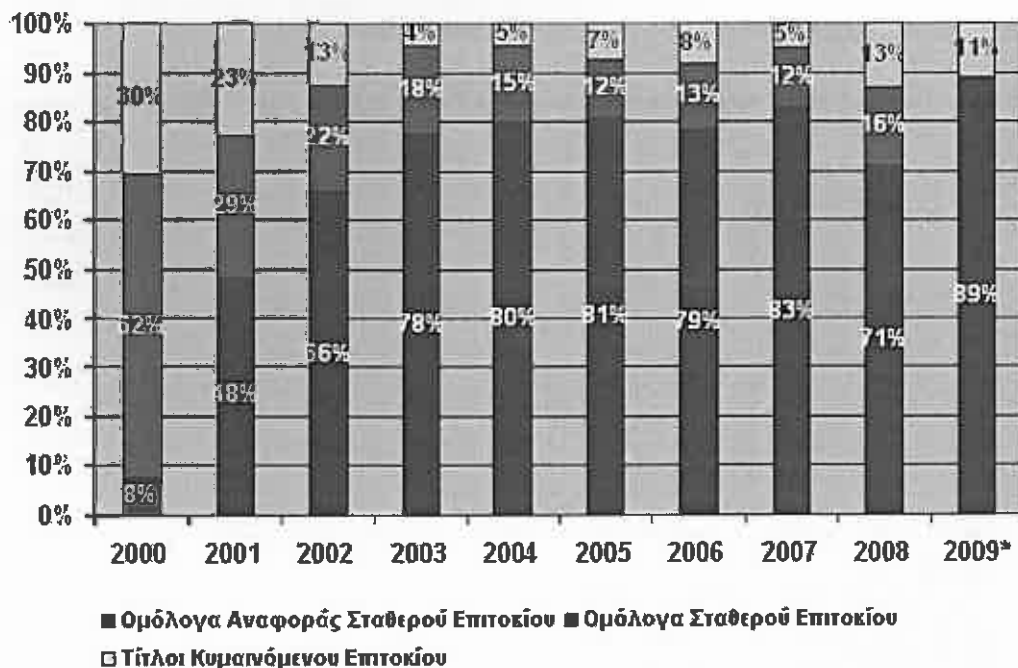
στις 30/09/2009

Σύνθεση Χρέους με βάση το είδος του επιτοκίου

- Αναλογία τίτλων σταθερού / κυμαινόμενου επιτοκίου.

Οι τίτλοι αναφοράς σταθερού επιτοκίου (Fixed Rate Benchmarks)

αντιπροσωπεύουν το 80% του συνόλου των τίτλων του χαρτοφυλακίου χρέους.



ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΕΣ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΩΝ ΕΤΩΝ

ΕΠΙΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ 13 ΕΒΔΟΜΑΔΩΝ

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	ΛΗΞΗ	ΔΗΜΛΟ ΠΟΣΟ	ΥΨΟΣ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ	ΑΠΟΔΕΚΤΟ ΠΟΣΟ	ΑΠΟΔΟΣΗ
08-Ιαν-08	11-Ιαν-08	11-Απρ-08	140	401	196	4,13%
01-Απρ-08	04-Απρ-08	04-Ιουλ-08	150	305	210	4,52%
01-Ιουλ-08	04-Ιουλ-08	03-Οκτ-08	150	276	210	4,76%
30-Σεπ-08	03-Οκτ-08	02-Ιαν-09	150	440	210	4,46%
13-Ιαν-09	16-Ιαν-09	21-Απρ-09	900	5.836	1.440	2,40%
14-Απρ-09	21-Απρ-09	21-Ιουλ-09	1.300	3.565	2.080	1,25%
21-Ιουλ-09	24-Ιουλ-09	23-Οκτ-09	1.500	9.576	2.400	0,52%
20-Οκτ-09	23-Οκτ-09	22-Ιαν-10	1.500	7.040	2.400	0,35%
19-Ιαν-10	22-Ιαν-10	23-Απρ-10	1.200	3.870	1.585	1,67%

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ-EURIBOR

ΗΜ/ΝΙΑ ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑΣ 3ΜΗΝΟΥ	ΑΠΟΔΟΣΗ	EURIBOR
08/01/2008	4,13%	4,598
01/04/2008	4,52 %	4,742
01/07/2008	4,76 %	4,955
30/09/2008	4,46 %	5,277
13/01/2009	2,40%	2,612
14/04/2009	1,25 %	1,423
21/07/2009	0,52%	0,937
20/10/2009	0,35%	0,737
19/01/2010	1,67%	0,675

ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ 26 ΕΒΔΟΜΑΔΩΝ

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	ΛΗΞΗ	ΔΗΜΝΟ ΠΟΣΟ	ΥΨΟΣ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ	ΑΠΟΔΕΚΤΟ ΠΟΣΟ	ΑΠΟΔΟΣΗ
08-Ιαν-08	11-Ιαν-08	11-Ιουλ-08	80	149	112	4,41%
01-Απρ-08	04-Απρ-08	03-Οκτ-08	120	247	168	4,53%
01-Ιουλ-08	04-Ιουλ-08	02-Ιαν-09	120	239	168	4,95%
30-Σεπ-08	03-Οκτ-08	03-Απρ-09	120	267	168	5,09%
13-Ιαν-09	16-Ιαν-09	17-Ιουλ-09	600	4.137	960	2,46%
07-Απρ-09	14-Απρ-09	13-Οκτ-09	700	3.702	1.055	1,48%
14-Ιουλ-09	17-Ιουλ-09	15-Ιαν-10	700	4.628	1.120	0,91%
13-Οκτ-09	16-Οκτ-09	16-Απρ-10	800	4.795	1.280	0,59%
12-Ιαν-10	15-Ιαν-10	16-Ιουλ-10	800	3.894	1.040	1,38%

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ-EURIBOR

ΗΜ/ΝΙΑ ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑΣ 6ΜΗΝΟΥ	ΑΠΟΔΟΣΗ	EURIBOR
08/01/2008	4,41%	4,645
01/04/2008	4,53 %	4,732
01/07/2008	4,95 %	5,145
30/09/2008	5,09 %	5,377
13/01/2009	2,46%	2,671
07/04/2009	1,48 %	1,632
14/07/2009	0,91%	1,225
13/10/2009	0,59%	1,024
12/01/2010	1,38%	0,983

ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ 52 ΕΒΔΟΜΑΔΩΝ

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΚΔΟΣΗΣ	ΛΗΞΗ	ΔΗΜ/ΝΟ ΠΟΣΟ	ΥΨΟΣ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ	ΑΠΟΔΕΚΤΟ ΠΟΣΟ	ΑΠΟΔΟΣΗ
08-Ιαν-08	11-Ιαν-08	09-Ιαν-09	80	146	112	4,41%
01-Απρ-08	04-Απρ-08	03-Απρ-09	70	180	98	4,43%
01-Ιουλ-08	04-Ιουλ-08	03-Ιουλ-09	70	177	98	5,25%
30-Σεπ-08	03-Οκτ-08	02-Οκτ-09	70	187	98	5,09%
13-Ιαν-09	16-Ιαν-09	15-Ιαν-10	500	3.235	750	2,67%
07-Απρ-09	14-Απρ-09	13-Απρ-10	700	3.017	985	1,78%
14-Ιουλ-09	17-Ιουλ-09	16-Ιουλ-10	700	3.375	1.120	1,12%
13-Οκτ-09	16-Οκτ-09	15-Οκτ-10	800	3.550	1.280	0,91%
12-Ιαν-10	15-Ιαν-10	14-Ιαν-11	800	2.442	1.040	2,20%

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ-EURIBOR

ΗΜ/ΝΙΑ ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑΣ	ΑΠΟΔΟΣΗ	EURIBOR
12ΜΗΝΟΥ		
08/01/2008	4,41%	4,657
01/04/2008	4,43 %	4,735
01/07/2008	5,25 %	5,418
30/09/2008	5,09 %	5,495
13/01/2009	2,67%	2,738
07/04/2009	1,78 %	1,796
14/07/2009	1,12%	1,419
13/10/2009	0,91%	1,247
12/01/2010	2,20%	1,236

ΟΜΟΛΟΓΑ 10-ΕΤΟΥΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑΣ		ΛΗΞΗ	ΚΟΥΠΟΝΙ	ΔΗΜΝΟ ΠΟΣΟ	ΥΨΟΣ ΠΡΟ-ΣΦΟΡΩΝ	ΑΠΟΔΕΚΤΟ ΠΟΣΟ	ΚΑΤΩΤΕΡΗ ΑΠΟΔΕΚΤΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΗ ΣΤΑΘΜΙΚΗ ΤΙΜΗ
10-Ιαν-07	Κ/Ξ	20-Ιουλ-17	4.30%	5,000	9,064	5,000		99.918
17-Απρ-07	Ε/ΚΔ	20-Ιουλ-17	4.30%	1,500	7,596	2,100	98.88	99.006
10-Ιουλ-07	Ε/ΚΔ	20-Ιουλ-17	4.30%	1,600	6,629	2,240	95.76	95.822
16-Οκτ-07	Ε/ΚΔ	20-Ιουλ-17	4.30%	1,500	5,668	2,100	97.23	97.357
13-Μαΐ-08	Κ/Ξ	20-Ιουλ-18	4.60%	4,000	7,513	4,000		99.278
26-Αυγ-08	Ε/ΚΔ	20-Ιουλ-18	4.60%	1,600	4,824	1,920	98.42	98.49
21-Οκτ-08	Ε/ΚΔ	20-Ιουλ-18	4.60%	1,500	5,018	2,047	97.926	98.005
11-Μαρ-09	Κ/Ξ	19-Ιουλ-09	6.00%	7,500	11,700	7,500		98.929
10-Ιουν-09	Κ/Ξ	19-Ιουλ-09	6.00%	8,000	20,600	8,000		103.555

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΚΟΥΠΟΝΙΟΥ-EURIBOR

ΗΜ/ΝΙΑ ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑΣ	ΚΟΥΠΟΝΙ	EURIBOR
12ΜΗΝΟΥ		
10/01/2007	4,30%	4,063
17/04/2007	4,30 %	4,267
10/07/2007	4,30 %	4,577
16/10/2007	4,30%	4,657
13/05/2008	4,60%	4,950
26/08/2008	4,60%	5,308
21/10/2008	4,60%	5,112
11/05/2009	6,00%	1,655
10/06/2009	6,00%	1,672

ΟΜΟΛΟΓΑ 20-ΕΤΟΥΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑΣ		ΛΗΞΗ	ΚΟΥΠΟΝΙ	ΔΗΜΛΟ ΠΟΣΟ	ΥΨΟΣ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ	ΑΠΟΔΕΚΤΟ ΠΟΣΟ	ΚΑΤΩΤΕΡΗ ΑΠΟΔΕΚΤΗ ΤΜΗ	ΜΕΣΗ ΣΤΑΘΜΙΚΗ ΤΜΗ
13-Φεβ-01	ΕΚΔ	22-Οκτ-19	6.50%	1,200	5,273	1,680	108.469	108.501
12-Ιουν-01	ΕΚΔ	22-Οκτ-19	6.50%	1,000	2,338	1,400	106.565	106.603
17-Απρ-02	Κ/Ξ	22-Οκτ-22	5.90%	3,500	6,850	3,500		99.796
22-Οκτ-02	ΕΚΔ	22-Οκτ-22	5.90%	1,300	4,071	1,606	105.75	105.766
8-Απρ-03	ΕΚΔ	22-Οκτ-22	5.90%	1,200	2,694	1,680	110.321	110.42
14-Οκτ-03	ΕΚΔ	22-Οκτ-22	5.90%	1,000	4,235	1,200	110.54	110.617

ΟΜΟΛΟΓΑ 30-ΕΤΟΥΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑΣ		ΛΗΞΗ	ΚΟΥΠΟΝΙ	ΔΗΜΛΟ ΠΟΣΟ	ΥΨΟΣ ΠΡΟΣΦΟΡΩΝ	ΑΠΟΔΕΚΤΟ ΠΟΣΟ	ΚΑΤΩΤΕΡΗ ΑΠΟΔΕΚΤΗ ΤΜΗ	ΜΕΣΗ ΣΤΑΘΜΙΚΗ ΤΜΗ
7-Μαρ-05	Κ/Ξ	20-Σεπ-37	4.50%	5,000	9,115	5,000		100.482
14-Φεβ-06	Κ/Ξ	20-Σεπ-37	4.50%	3,000	5,870	4,000		106.151
6-Φεβ-07	Κ/Ξ	20-Σεπ-40	4.60%	4,000	11,226	4,000		99.957
15-Ιαν-08	Κ/Ξ	20-Σεπ-40	4.60%	4,000	7,780	4,000		93.522

N/E: Νέα Έκδοση

E/ΚΔ: Επανέκδοση

Κ/Ξ: Κοινοπρακτική Έκδοση

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΚΟΥΠΟΝΙΟΥ-EURIBOR

ΗΜ/ΝΙΑ ΔΗΜΟΠΡΑΣΙΑΣ	ΚΟΥΠΟΝΙ	EURIBOR
12ΜΗΝΟΥ		
13/02/2001	6,50%	4,565
12/06/2001	6,50 %	4,318
17/04/2002	5,90%	3,883
22/10/2002	5,90%	3,168
08/04/2003	5,90%	2,443
14/10/2003	5,90 %	2,310
07/03/2005	4,50%	2,293
14/02/2006	4,50%	2,870
06/07/2007	4,60%	4,580
15/01/2008	4,60%	4,581

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ : Από την παραπάνω σύγκριση των επιτοκίων διαπιστώνουμε ότι στα ΕΓΕΔ (μέχρι το 2009) αλλά και στα 10ετές ομόλογα (μέχρι το 2008) το Ελληνικό Κράτος δανειζόταν χρήματα με μικρότερο επιτόκιο από το αντίστοιχο επιτόκιο Euribor και αυτό σήμαινε ότι δανειζόταν με ευνοϊκότερους όρους σε σχέση με τους όρους που υπήρχαν στην αγορά . Από το 2009 όμως στο 10ετές ομόλογο και από το 2010 στα ΕΓΕΔ η κατάσταση αντιστρέφεται και το Ελληνικό Κράτος δανείζεται με δυσχερέστερους όρους .

Για τα 20ετές και 30ετές ομόλογα το ετήσιο κουπόνι ήταν πάντα μεγαλύτερο από το ετήσιο euribor .Αυτό μπορεί να συμβαίνει γιατί θα πρέπει να υπάρχει ισχυρό κίνητρο για κάποιον να δεσμεύσει τα χρήματα του για τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα .

Παρατηρούμε επίσης ότι κατά το διάστημα 2007-2008 η διαφορά τους είναι πάρα πολύ μικρή σχεδόν μηδενική . Αυτό σημαίνει ότι κατά την περίοδο αυτή οι αγορές στήριζαν και εμπιστευόταν την Ελληνική Οικονομία .

Χαρακτηριστικά Ομολόγων και Έντοκων Γραμματίων

A. Ομόλογα

Τα Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) είναι τίτλοι σε ευρώ με εκδότη την Ελληνική Δημοκρατία. Οι εκδόσεις ομολόγων πραγματοποιούνται μέσω κοινοπρακτικών εκδόσεων, δημοπρασιών στην ΗΔΑΤ και ιδιωτικών τοποθετήσεων.

Κύρια Χαρακτηριστικά:

- Οι λήξεις των ομολόγων κυμαίνονται από βραχυχρόνιες μέχρι μακροχρόνιες με εκδόσεις διάρκειας 3, 5, 10, 30 και 50 ετών
- Τα τοκομερίδια των ομολόγων είναι στις περισσότερες εκδόσεις σταθερά αλλά πραγματοποιούνται και εκδόσεις κυμαινόμενου επιτοκίου βασιζόμενες στο επιτόκιο Euribor τριμήνου, εξαμήνου ή δωδεκαμήνου. Επίσης εκδίδονται και τιμαριθμοποιημένα ομόλογα με βάση τον ευρωπαϊκό πληθωρισμό
- Η βάση υπολογισμού τόκων για ομόλογα σταθερού επιτοκίου είναι πραγματική/πραγματική (ACT/ACT), ενώ στα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου ακολουθούν τη βάση του δείκτη αναφοράς
- Οι τίτλοι είναι άυλοι και καταχωρούνται με λογιστική μορφή (book entry form) στο σύστημα διακανονισμού της Τράπεζας Ελλάδος

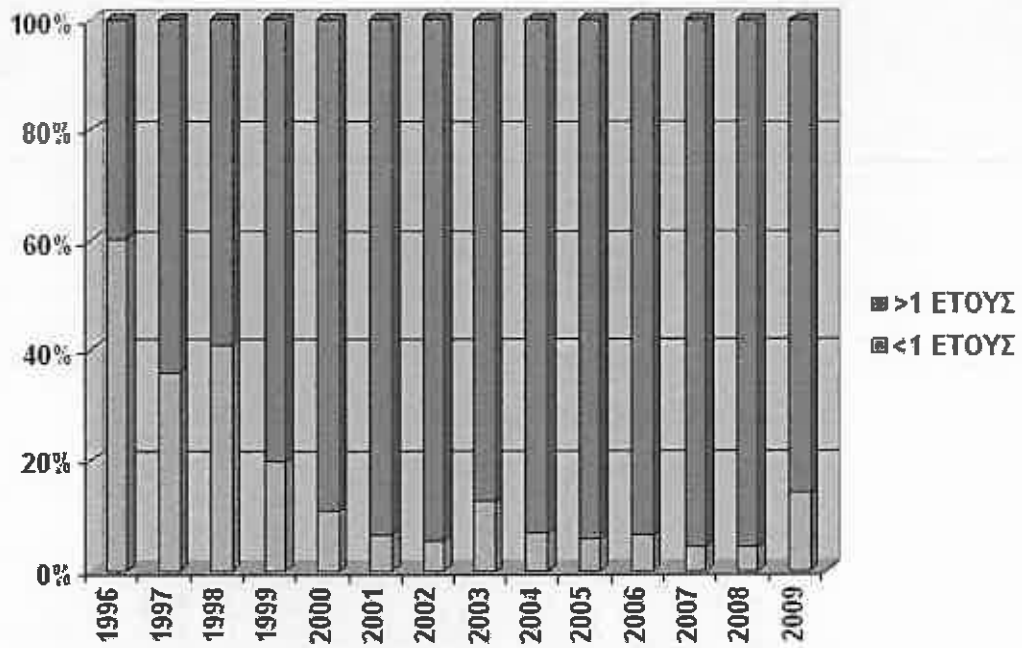
B. Έντοκα Γραμμάτια

Αντιπροσωπεύουν ένα σχετικά μικρό ποσοστό του εκδοτικού προγράμματος.

Κύρια χαρακτηριστικά:

- Τίτλοι μικρής διάρκειας, συνήθως 13, 26, και 52 εβδομάδων
- Βάση υπολογισμού τόκων: ACT/360
- Οι δημοπρασίες για τους ανωτέρω τίτλους πραγματοποιούνται συνήθως 4 φορές το χρόνο, όπου γίνονται δεκτές ανταγωνιστικές και μη ανταγωνιστικές προσφορές
- Οι τίτλοι είναι άυλοι και καταχωρούνται με λογιστική μορφή στο σύστημα διακανονισμού της Τράπεζας Ελλάδος

ΝΕΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ



στις 31/12/09

Ομόλογα αναφοράς σε κυκλοφορία

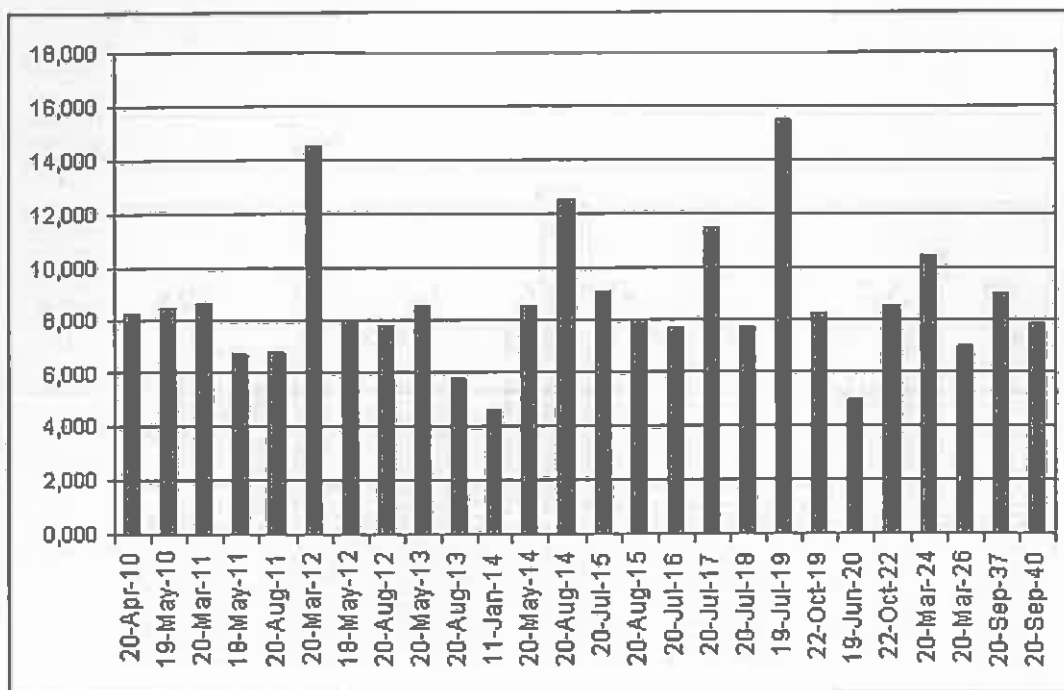
ΛΗΞΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ	ΚΟΥΠΟΝΙ	ΠΟΣΟ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ (δισ.ΕΥΡΩ)
20ΜΑΡ11-03Υ- ΣΤΘ	3.80%	8.6
20ΜΑΡ12-03Υ- ΣΤΘ	4.30%	14.5
21ΙΟΥΝ09-03Υ- ΣΤΘ	3.40%	6.7
20ΑΠΡ10-05Υ-	3.10%	8.2

ΛΗΞΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΤΘ	ΚΟΥΠΟΝΙ	ΠΟΣΟ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ (δισ.ΕΥΡΩ)
19ΜΑΙ10-10Υ- ΣΤΘ	6.00%	8.5
18ΜΑΙ11-10Υ- ΣΤΘ	5.35%	6.6
20ΑΥΓ11-05Υ- ΣΤΘ	3.90%	6.8
18ΜΑΙ12-10Υ- ΣΤΘ	5.25%	8.1
20ΑΥΓ12-05Υ- ΣΤΘ	4.10%	7.8
20ΜΑΙ13-10Υ- ΣΤΘ	4.60%	9.1
20ΑΥΓ13-05Υ- ΣΤΘ	4.00%	5.8
11ΙΑΝ14-15Υ- ΣΤΘ	6,50%	4.6
20ΜΑΙ14-10Υ- ΣΤΘ	4.50%	8.5
20ΑΥΓ14-05Υ- ΣΤΘ	5.50%	12.5
20ΙΟΥΛ15-10Υ- ΣΤΘ	3.70%	9.1
20ΑΥΓ15-05Υ- ΣΤΘ	6.10%	8.0
20ΙΟΥΛ16-10Υ- ΣΤΘ	3.60%	7.7
20ΙΟΥΛ17-10Υ- ΣΤΘ	4.30%	11.4
20ΙΟΥΛ18-10Υ- ΣΤΘ	4.60%	7.7

ΛΗΞΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ	ΚΟΥΠΟΝΙ	ΠΟΣΟ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ (δισ.ΕΥΡΩ)
19ΙΟΥΛ19-10Υ- ΣΤΘ	6.00%	15.5
22ΟΚΤ19-20Υ- ΣΤΘ	6.50%	8.2
22ΟΚΤ22-20Υ- ΣΤΘ	5.90%	8.5
20ΜΑΡ24-15Υ- ΣΤΘ	4.70%	10.4
25ΙΟΥΛ25-20Υ- ΤΙΜ	2.90%	8.2
20ΜΑΡ26-15Υ- ΣΤΘ	5.30%	7.0
20ΙΟΥΛ30-20Υ- ΤΙΜ	2.30%	7.9
20ΣΕΠ37-30Υ- ΣΤΘ	4.50%	9.0
20ΣΕΠ40-30Υ- ΣΤΘ	4.60%	7.9

ΣΤΘ: Σταθερού επιτοκίου

ΤΙΜ: Τιμαριθροποιημένο

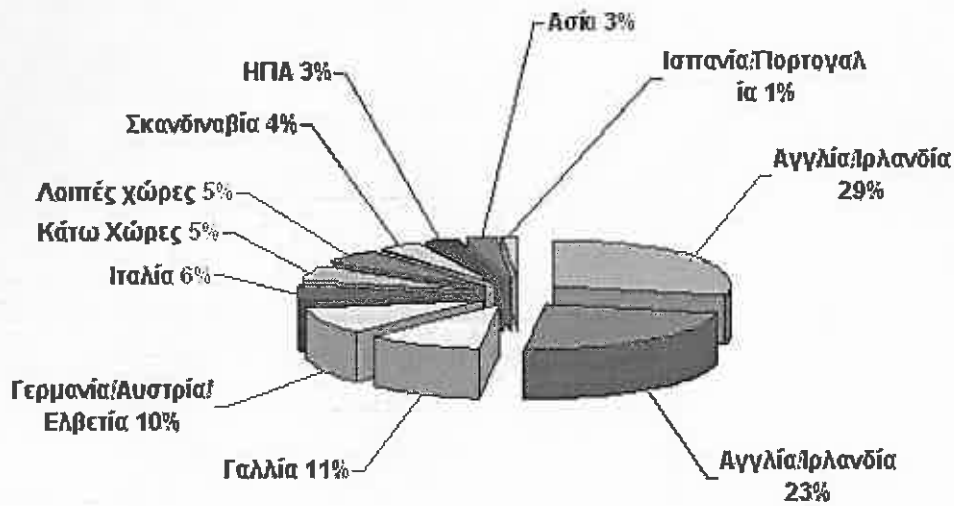


- **Κατανομή τίτλων 2005-2009 κατά την έκδοση**

- Κατανομή ανά χώρα επενδυτή 2005-2009

- Η διευρυμένη γεωγραφική κατανομή των επενδυτών παραμένει ένας σημαντικός στόχος για την εκδοτική πολιτική.

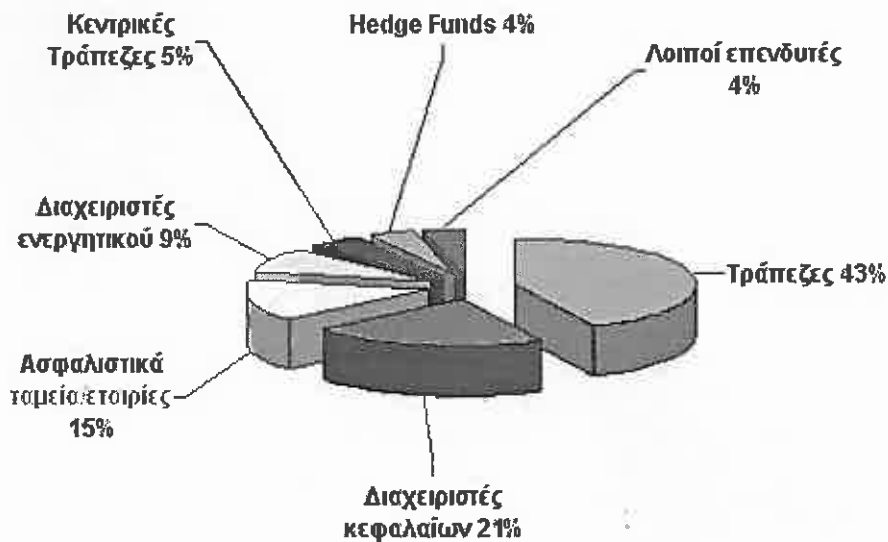
2005 - 2010 : ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΟΕΔ ΑΝΑ ΧΩΡΑ



- Κατανομή ανά τύπο επενδυτή 2005-2009

Υψηλή προτεραιότητα αποτελεί η επιλεκτική κατανομή τίτλων δίνεται στο να διατίθενται σε θεσμικούς επενδυτές όπως ασφαλιστικά ταμεία, Κεντρικές Τράπεζες κλπ.

2005 - 2010 : ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΟΕΔ ΑΝΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ



Βασικοί διαπραγματευτές

Οι βασικοί διαπραγματευτές που συμμετέχουν στην πλατφόρμα της ΗΔΑΤ έχουν τις ακόλουθες κύριες αρμοδιότητες:

- Συμμετέχουν στις δημοπρασίες και τις κοινοπρακτικές εκδόσεις για τη διάθεση των εντόκων γραμματίων και ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου στους τελικούς επενδυτές
- Διασφαλίζουν την ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας στη δευτερογενή αγορά εντόκων γραμματίων και ομολόγων
- Προωθούν τις συναλλαγές τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου τόσο στην εγχώρια όσο και στις διεθνείς αγορές
- Λειτουργούν ως αντισυμβαλλόμενοι στις διαχειριστικές πράξεις.

Η υφιστάμενη κατάσταση των βασικών διαπραγματευτών επανεξετάζεται κάθε χρόνο .

Σήμερα στην αγορά Ελληνικών ομολόγων δραστηριοποιούνται 21 βασικοί διαπραγματευτές και με βάση τη δραστηριότητά τους την περίοδο Ιανουαρίου – Δεκεμβρίου 2009, κατατάσσονται ως εξής:

1. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
2. ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
3. HSBC BANK PLC
4. BARCLAYS BANK PLC
5. SOCIETE GENERALE
6. DEUTSCHE BANK AG
7. ING BANK NV
8. NOMURA INTERNATIONAL PLC

9. MERRILL LYNCH INTERNATIONAL
10. CREDIT SUISSE SECURITIES (EUROPE) LTD
11. GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL
12. MORGAN STANLEY & Co. INTERNATIONAL PLC
13. EMPORIKI BANK
14. CITIGROUP GLOBAL MARKETS LTD
15. EFG EUROBANK ERGASIAS
16. BANCA IMI SPA
17. ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC
18. ALPHA BANK
19. BNP PARIBAS
20. UNICREDIT BANK AG
21. JP MORGAN SECURITIES LTD

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Εισαγωγή

Ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους όπως προαναφέραμε και παραπάνω (Κεφάλαιο 2) μεριμνά για την χρηματοδότηση του Ελληνικού Δημοσίου με την έκδοση ομολόγων .

Τα ομόλογα όμως που εκδίδονται όχι μόνο από το Ελληνικό Κράτος αλλά και από οποιοδήποτε φορέα που θέλει να χρηματοδοτηθεί μέσω αυτού του μέσου δανεισμού ,θα πρέπει να αξιολογηθούν και να βαθμολογηθούν από τους οίκους αξιολόγησης γιατί μόνο έτσι μπορούν να διατεθούν στην αγορά.

Οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης είναι οι **Standard & Poor's, Moody's** και **Fitch** Οι εκθέσεις τους για την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας, καθορίζουν σε σημαντικό βαθμό την άσκηση της οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής και κατ' επέκταση επηρεάζουν τη ζωή όλων των πολιτών. Πρόσφατα, μάλιστα ο πρωθυπουργός της χώρας κ.Γ.Παπανδρέου αναφερόμενος στο ρόλο τους υποστήριξε ότι :«Είναι οξύμωρο, παρά τα δικά μας τραγικά λάθη σήμερα στην Ελλάδα, η τύχη μας να ορίζεται μεταξύ άλλων από αποφάσεις οίκων αξιολόγησης,

πολλές φορές και κερδοσκοπικών οίκων, αυτών των ίδιων που είχαν την ευθύνη, πρώτα απ' όλα, της μη διάγνωσης της κρίσης, των προβλημάτων του συστήματος, αλλά και την ευθύνη της δημιουργίας αυτής της φούσκας που έσκασε σε βάρος τόσων πολλών και της πραγματικής οικονομίας.» Ενώ λίγο καιρό νωρίτερα ο υπουργός Οικονομικών κ. Γ. Παπακωνσταντίνου ζήτησε από τους διεθνείς οίκους και αναλυτές να δείξουν μεγαλύτερη ευαισθησία στο θέμα της Ελλάδας . Ποιές είναι λοιπόν αυτές οι εταιρίες και από που αντλούν την δύναμη τους να «επιβάλλουν» μέτρα οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής σε χώρες; Οι εταιρείες αυτές αποτελούν ένα σημαντικό κομμάτι της παγκόσμιας πιστοδοτικής αγοράς, της αγοράς δηλαδή στην οποία απευθύνονται κράτη και εταιρείες για να δανειστούν λεφτά. Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης συντάσσουν μια έκθεση με την οποία βαθμολογούν την φερεγγυότητα του δανειζόμενου ή αξιολογούν την ίδια την έκδοση του ομολόγου (χρέους), επηρεάζοντας σημαντικά την διαμόρφωση του επιτοκίου. Η λειτουργία τους πηγαίνει πίσω στην αμερικάνικη κεφαλαιαγορά στις αρχές του 20ου αιώνα αλλά η επιρροή και η δύναμη τους ενισχύθηκε με την απελευθέρωση και επέκταση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Κι αυτό γιατί οι βαθμολογίες πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιούνται από εκδότες, επενδυτές, επενδυτικές τράπεζες, διαπραγματευτές και κυβερνήσεις. Σήμερα ένας επενδυτής ομολόγου, δηλαδή αυτός που θα δανείσει τα λεφτά του, ζητάει να διαβάσει μια ή παραπάνω εκθέσεις αξιολόγησης πριν αποφασίσει αν θα τοποθετήσει τα κεφάλαιά του. Για τους επενδυτές, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης διευρύνουν την γκάμα των επενδυτικών επιλογών και προσφέρουν ανεξαρτησία, έναν εύκολο τρόπο να αποτιμήσουν το ρίσκο που ενέχει κάθε επένδυση, κάτι που θεωρητικά βελτιώνει την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της αγοράς και μειώνει το κόστος και για αυτόν που δανείζει και γι' αυτόν που δανείζεται. Αυτό από την πλευρά του αυξάνει την συνολική προσφορά κεφαλαίων που προέρχονται από τον δανεισμό και οδηγεί σε ανάπτυξη.

Στην πράξη σήμερα οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης βρίσκονται στο σκληρό πυρήνα του συστήματος λειτουργίας των αγορών. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι παλιότεροι τους είχαν δώσει τον τίτλο των φυλάκων της πύλης (**gatekeepers**), καθώς οι ενέργειες του επηρεάζουν τα **spreads** (διαφορά στην απόδοση ενός

ομολόγου με χαμηλό κίνδυνο από ένα ομόλογο με μεγάλο κίνδυνο) και οι αποφάσεις τους την αποδοχή ή μη της αίτησης για χρηματοδότηση.

Με απλά λόγια χωρίς τις αξιολογήσεις τους δεν μπορεί να υπάρξει επένδυση σε ομόλογα, καθώς οι μεγάλοι και οι μικροί θεσμικοί επενδυτές στον εσωτερικό τους κανονισμό προβλέπουν ότι τα ομόλογα που έχουν στα χαρτοφυλάκια τους θα πρέπει να συνοδεύονται και από την αντίστοιχη αξιολόγηση. Τα πιο συντηρητικά χαρτοφυλάκια, όπως είναι τα συνταξιοδοτικά ταμεία, επιλέγουν τα ομόλογα με την ανώτερη βαθμολογία, δηλαδή αυτά που σύμφωνα με τους οίκους ενέχουν το χαμηλότερο ρίσκο. Για να γίνει ακόμα πιο κατανοητή η δύναμη που ασκούν οι οίκοι αξιολόγησης επισημαίνουμε ότι μόνο η **Standard & Poor's** το 2008 έδωσε βαθμολογία σε **2,8 τρισ. δολάρια** που αντλήθηκαν από τις παγκόσμιες αγορές, ενώ έχει αξιολογήσει ομολογιακές εκδόσεις για πάνω από **100 χώρες**.

Μια χώρα, λοιπόν, που είναι εξαρτημένη από τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου, όπως είναι η Ελλάδα, γιατί από αυτές δανείζεται για να εξυπηρετήσει τις δανειακές ανάγκες της αναπόφευκτα θα κινηθεί στους ρυθμούς που επιβάλλουν οι αγορές και οι μηχανισμοί της. «Όταν θα πρέπει να δανειστείς 40 δισ. ευρώ από τις αγορές τους επόμενους μήνες,» εξηγεί χαρακτηριστικά σε τηλεοπτική συνέντευξη του ο κ. Παπακωνσταντίνου δικαιολογώντας τα σκληρότερα μέτρα που εξήγγειλε η κυβέρνηση «οφείλεις να κάνεις προσαρμογές. Αν υπήρχε η πολυτέλεια του χρόνου να εφαρμοσθούν οι στόχοι του Προγράμματος Σταθερότητας χωρίς πίεση από τις αγορές, τότε τα πράγματα θα ήταν διαφορετικά.» Έτσι πρόσφατα οι οίκοι αξιολόγησης διαμόρφωσαν το υψηλό στην δική μας περίπτωση επιτόκιο δανεισμού, ορίζοντας, σύμφωνα με την κυβέρνηση, στενά πλαίσια άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής και περιορίζοντας ή ελαχιστοποιώντας την άσκηση κοινωνικής πολιτικής.

Οι κυριάρχτοι των αγορών

Στην παγκόσμια αγορά υπάρχουν αρκετές εταιρείες που δίνουν αξιολογήσεις αλλά κυριαρχούν μόνο οι 3, οι : **Standard & Poor's, Moody's** και **Fitch**. Λειτουργούν

στην αμερικάνικη κεφαλαιαγορά από τις αρχές του 20ου αιώνα, επιβίωσαν στο μεγάλο κραχ του 1929 και σήμερα κυριαρχούν στις διεθνείς αγορές. Τις πρώτες δεκαετίες λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης οι επενδυτές ήταν αυτοί που αγόραζαν τις εκθέσεις αξιολόγησης. Το μοντέλο αυτό λειτούργησε μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του 1970, όταν η εξάπλωση των φωτοτυπικών μηχανημάτων οδήγησε σε αλλαγή στον τρόπο πληρωμής των οίκων αξιολόγησης. Οι εκδότες χρέους αναλαμβάνουν πλέον να πληρώσουν και την αξιολόγηση του και να την προσφέρουν στους δανειστές τους. Την ίδια δεκαετία η Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δημιουργεί μια κατηγορία των οίκων αξιολόγησης που έχουν εθνική αναγνώριση (NSROs), ξεκαθαρίζοντας ποιους οίκους μπορεί να εμπιστευτεί. Σήμερα μόνο 10 οίκοι έχουν αυτό τον τίτλο, ανάμεσα τους βέβαια βρίσκουμε τους Standard & Poor's, Moody's και Fitch, που ήταν και οι 3 πρώτες εταιρείες που έλαβαν αυτή την αναγνώριση. Επιπλέον και σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας II, οι ρυθμιστικές αρχές του τραπεζικού συστήματος μπορούν να αποδεχθούν την αξιολόγηση από αναγνωρισμένους ως ECALs οίκους αξιολόγησης στον υπολογισμό των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών που κρατάει μια τράπεζα για την αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου. Ανάμεσα τους φυσικά βρίσκουμε για μια ακόμη φορά τις 3 γνωστές εταιρείες. **Κομβικό σημείο είναι ότι οι εταιρείες αυτές δεν ελέγχονται και δεν εποπτεύονται από κάποια Αρχή !**

Οι μεγάλοι αυτοί οίκοι δεν περιορίζονται μόνο στην αξιολόγηση αλλά αναπτύσσουν κι άλλες δραστηριότητες στο χρηματοπιστωτικό τομέα.

Η Standard & Poor's, με ισχυρή παρουσία και στο χρηματιστήριο, παρέχει υπηρεσίες στους τομείς της επενδυτικής έρευνας, διαμορφώνει χρηματιστηριακούς δείκτες (ο δείκτης S&P 500 στο αμερικάνικο χρηματιστήριο και ο δείκτης S&P 1200 για τις διεθνείς αγορές, με κεφάλαια που ξεπερνούν τα 1,5 τρισ. δολάρια να είναι στενά συνδεδεμένα με την πορεία αυτών των δεικτών και χαρτοφυλάκια που ξεπερνούν τα 5 τρισ. δολάρια των οποίων η απόδοση συγκρίνεται με αυτούς τους δείκτες), παρέχει χρηματοοικονομικά στοιχεία, έρευνα και ανάλυση για επενδύσεις σταθερού εισοδήματος. Σήμερα απασχολεί πάνω από 10.000

εργαζόμενους και έχει γραφεία σε περισσότερες από 22 χώρες. Τα λειτουργικά της κέρδη διαμορφώθηκαν στα 2,65 δισ. δολάρια το 2008 .

Η **Moody's**, η μόνη που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, δραστηριοποιείται και στους τομείς της ανάπτυξης software για την διαχείριση κινδύνου, παρέχει εργαλεία ποσοτικής πιστωτικής ανάλυσης, οικονομική έρευνα και στοιχεία και εργαλεία ανάλυσης της αγοράς δομημένων προϊόντων, εκπαίδευση και άλλες υπηρεσίες. Απασχολεί 4.000 υπαλλήλους και έχει παρουσία σε 27 χώρες. Στο ενεργητικό της εγγράφονται αξιολογήσεις χρέους 100 χωρών, 12.000 εταιρικές εκδόσεις ομολόγων, 29.000 δημόσιες εκδόσεις και 96.000 σύνθετα χρηματοδοτικά προϊόντα (πχ. δομημένα ομόλογα). Τα έσοδα της το 2008 διαμορφώθηκαν σε 1,8 δισ. δολάρια.

Η **Fitch**, που ανήκει σε όμιλο με έδρα το Παρίσι, είναι η μικρότερη από τις τρεις εταιρείες, απασχολεί 2.100 εργαζομένους και έχει γραφεία σε 49 χώρες. Η παρουσία της επεκτείνεται στις κεφαλαιαγορές 150 χωρών. Οι δραστηριότητες της εκτός της αξιολόγησης περιλαμβάνουν την παροχή στοιχείων, αναλύσεων και άλλων συναφών εργασιών, ενώ σημαντική είναι και η παροχή λύσεων στην διαχείριση κινδύνου.

Λάθη και δικαστικές διαμάχες πλήττουν την αξιοπιστία τους.

Το πρώτο σημαντικό πλήγμα για τους οίκους αξιολόγησης ήρθε το 2003 με την κατάρρευση του αμερικάνικου κολοσσού Enron, καθώς οι οίκοι αξιολόγησης υποτίμησαν την πιστοληπτική της ικανότητα ελάχιστες μέρες πριν καταρρεύσει, ενώ γνώριζαν αρκετούς μήνες την κατάσταση της εταιρείας. Τότε μάλιστα η **Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς** ζήτησε την διερεύνηση της υπόθεσης, αναζητώντας πρακτικές που αντιβαίνουν τους κανόνες υγιούς ανταγωνισμού αλλά και την σύγκρουση συμφερόντων.

Οι οίκοι συνέχισαν την λειτουργία τους μέχρι και το ξέσπασμα της πρόσφατης κρίσης. Ο ρόλος τους αν και δεν συζητήθηκε εκτενώς ήταν καιρίος, καθώς οι αξιολογήσεις τους για τα τοξικά ομόλογα δεν ήταν σωστές-είχαν βαθμολογηθεί υψηλά- ενώ μέχρι και τη μέρα κατάρρευσης του μεγάλου χρηματοοικονομικού κολοσσού **Lehman Brothers**, θεωρούσαν τα χρεόγραφα του αξιόπιστα και τα βαθμολογούσαν με Α.Μόνο η Fitch είχε δημοσιοποιήσει ένα χρόνο πριν από την κρίση μια έκθεση για τους κινδύνους των τοξικών ομολόγων. Η περίπτωση της **Ισλανδίας** έρχεται να προστεθεί στις αποτυχίες των μεγάλων οίκων αξιολόγησης. Η Standard & Poor's δεν κατάφερε να προβλέψει την πτώχευση των μεγαλύτερων τραπεζών και υποτίμησε ελάχιστα σε -Α την οικονομία της Ισλανδίας. Λίγους μήνες μετά, όταν το **Διεθνές Νομισματικό Ταμείο** ετοίμαζε το πακέτο στήριξης της για να αποτραπεί η χρεοκοπία της χώρας, οι τρεις οίκοι συζητούσαν (!) την πλήρη υποβάθμιση της χώρας. Ένα ακόμα αρνητικό γεγονός, προσάπτεται στον αμερικανικό κολοσσό Standard & Poor's. Τον Απρίλιο της προηγούμενης χρονιάς ένα στέλεχος της έκανε λόγο για την ανάγκη νέων προσώπων στην **κυβέρνηση της Ιρλανδίας**, τα οποία θα λύσουν το πρόβλημα της οικονομικής κρίσης που αντιμετωπίζει η χώρα. Προκάλεσε τις έντονες αντιδράσεις της κυβέρνησης και εκλήφθηκε ως άμεση παρέμβαση στην λειτουργία της δημοκρατίας, με αποτέλεσμα ο διεθνής οίκος να αναδιπλωθεί και να δηλώσει ότι υπήρξε παρεξήγηση. Η Moody's, που ο οικονομολόγος και αρθρογράφος των «**New York Times**» κ.**Τόμας Φρίντμαν** είχε χαρακτηρίσει την υπηρεσία αξιολόγησης ομολόγων ως μια τις δυο υπερδυνάμεις, η άλλη είναι οι **Η.Π.Α.**, κατηγορήθηκε για «εκβιασμό». Πριν από λίγα χρόνια προσφέρθηκε να αξιολογήσει χωρίς να πληρωθεί τον γερμανικό ασφαλιστικό κολοσσό **Hannover Re**, ο οποίος ήδη πλήρωνε αδρά τις δύο ανταγωνίστριες εταιρείες. Η εταιρεία αρνήθηκε και η Moody's συνέχισε την «δωρεάν» αξιολόγηση μειώνοντας συνεχώς την πιστοληπτική της ικανότητα μέχρι που έφθασε στα χαμηλότερα επίπεδα. Αποτέλεσμα η εταιρεία σε λίγες ώρες έχασε 175 εκατ. δολάρια σε χρηματιστηριακή αξία. Ο τότε πρόεδρος του ομίλου κ.**Zeller** είτε χαρακτηριστικά «Έχουν δημιουργήσει μια προνομιακή άδεια πώλησης υπηρεσιών, που είναι πολύ δύσκολο, αν όχι αδύνατο να αντιδράσει κανείς.»

Και ο κατάλογος συνεχίζεται με τις 3 εταιρείες να βρίσκονται μετά την κρίση σε δικαστικές διαμάχες με επενδυτές και με εκδότριες εταιρείες. Η κριτική για τους οίκους αξιολόγησης δεν σταματά εδώ. Η κυριαρχία των 3 έχει δημιουργήσει ένα ολιγοπώλιο, με όλους τους κινδύνους που συνεπάγεται αυτή η κατάσταση. Έχουν δεχθεί κατηγορίες ότι, λόγω της μεθοδολογίας που ακολουθούν, υπάρχουν πολλές συναντήσεις με το μάνατζμεντ των εταιρειών, το οποίο συμβουλεύουν για τις αποφάσεις που πρέπει να πάρει ώστε να διατηρήσει την βαθμολόγησή της η εταιρεία. Η χρέωση των εκδοτών για τις υπηρεσίες αξιολόγησης, έχει δώσει τροφή για να κατηγορηθούν για σύγκρουση συμφερόντων, καθώς οι οίκοι ως ιδιωτικές εταιρείες εύλογα αναζητούν το κέρδος και η πληρωμή από τους εκδότες χρέους μπορεί να αποτρέψει μια αντικειμενική αξιολόγηση. Επιπλέον, έχουν ονομαστεί και δυνάμεις της παγκοσμιοποίησης, του αγγλοσαξονικού μοντέλου αγοράς, καθώς οι δαπάνες για το προσωπικό, για την προστασία του περιβάλλοντος και οι δράσεις για την μεσοπρόθεσμη ανάπτυξη ξεφεύγουν από τα αυστηρά όρια αυτού του μοντέλου και μπορεί να στοιχίσουν σε μια εταιρεία την υποβάθμισή της.

Η Ευρώπη προσπαθεί να ελέγξει τους οίκους

Ο ρόλος τους στην κρίση καταγράφηκε και από την έκθεση που εκπόνησε για λογαριασμό της Ευρωπαϊκής Ένωσης η επιτροπή De Larosiere. Οι οίκοι αξιολόγησης, αναφέρει, βαθμολόγησαν με την ανώτερη βαθμολογία τα τοξικά ομόλογα, δίνοντας τους τον ίδιο βαθμό με αυτό που δίνουν σε χώρες και εταιρικά ομόλογα. Η μεθοδολογία που ακολούθησαν είχε σημαντικές ελλείψεις, επισημαίνει και η σύγκρουση συμφερόντων που υπάρχει στο μοντέλο πληρωμής τους επιδείνωσε την κατάσταση. «Οι εκδότες αυτών των ομολόγων» επισημαίνεται «έβγαιναν για ψώνια για να εξασφαλίσουν ότι θα έπαιρναν την μεγαλύτερη βαθμολόγηση για τα προϊόντα τους.» Επιπλέον, καταλήγει, το γεγονός ότι οι ρυθμιστικές αρχές απαιτούσαν από ορισμένους επενδυτές να έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους προϊόντα με βαθμολογία AAA, αύξησε σημαντικά τη ζήτηση για επενδυτικά προϊόντα με υψηλή βαθμολογία.

Η πρόσφατη κρίση ανέδειξε, λοιπόν, με τραγικό τρόπο την υπερβολική δύναμη που έχουν συγκεντρώσει οι εταιρείες αυτές στα χέρια τους όλα αυτά τα χρόνια

αλλά και το τεράστιο κενό που υπήρχε στην εποπτεία αυτών των οργανισμών. Είναι χαρακτηριστικό ότι η καγκελάρια της Γερμανίας Ανγκέλα Μέρκελ πριν από 1,5 χρόνο καλούσε την Ευρώπη να ισορροπήσει την κυριαρχία της Moody's και της Standard & Poor's, με την δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης. «Η Ευρώπη» εξηγεί «έχει αναπτύξει μια συγκεκριμένη ανεξαρτησία που οφείλεται στο ευρώ, αλλά όσον αφορά τις ρυθμίσεις, την διαφάνεια και το σύνολο των κανόνων που διέπουν τις αγορές, έχουμε ακόμα ένα σύστημα που βασίζεται στο αγγλοσαξονικό μοντέλο. Εκτιμώ ότι Ευρώπη μεσοπρόθεσμα χρειάζεται έναν λειτουργικό οίκο αξιολόγησης, γιατί το εύρωστο νομισματικό σύστημα του ευρώ δεν έχει καταφέρει να έχει αποτελεσματική επιρροή στους κανόνες που λειτουργούν οι αγορές.»

Οι προτάσεις που υπέβαλε η επιτροπή De Larosiere σχετικά με τον έλεγχο των οίκων αξιολόγησης στην Ευρώπη αναδεικνύουν την ανάγκη ρυθμιστικών παρεμβάσεων στην λειτουργία των οίκων αξιολόγησης. Είναι σημαντικό οι αξιολογήσεις τους, εξηγεί, να είναι ανεξάρτητες, αντικειμενικές και με την υψηλότερη δυνατή ποιότητα. Η ενισχυμένη Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών (CESR) θα πρέπει να επιφορτιστεί με την παρακολούθηση τους. Η αλλαγή στον τρόπο πληρωμής τους και ο διαχωρισμός των αξιολογήσεων από τις συμβουλευτικές υπηρεσίες που προσφέρουν, που όπως έχει επισημανθεί εγείρει θέματα σύγκρουσης συμφερόντων, θα πρέπει να συζητηθεί και να εφαρμοσθεί σε διεθνές επίπεδο. Στο μέλλον θα πρέπει να μειωθεί η χρήση των αξιολογήσεων από τις ρυθμιστικές αρχές και η αξιολόγηση των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως ήταν τα τοξικά ομόλογα, θα πρέπει να γίνεται σύμφωνα με συγκεκριμένους κανόνες. Είναι κρίσιμο, καταλήγει, οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις να συνοδεύονται από μια αυξημένη προσοχή και κρίση από τους επενδυτές αλλά και από μια ενισχυμένη εποπτεία.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε πρόταση κανονισμού σχετικά με τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Οι νέοι κανόνες που πρότεινε περιλαμβάνουν τα εξής:

- Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν επιτρέπεται να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες
- Δεν τους επιτρέπεται να αξιολογούν χρηματοπιστωτικά μέσα εάν δεν έχουν επαρκείς ποιοτικές πληροφορίες στις οποίες βασίζονται οι αξιολογήσεις τους
- Πρέπει να δημοσιοποιούν τα υποδείγματα, τις μεθοδολογίες και τις βασικές υποθέσεις στις οποίες βασίζουν τις αξιολογήσεις τους
- Υποχρεούνται να δημοσιεύουν ετήσια έκθεση διαφάνειας
- Εξαναγκάζονται να συγκροτήσουν εσωτερικούς μηχανισμούς λειτουργίας για την επανεξέταση της ποιότητας των αξιολογήσεών τους
- Πρέπει στα διοικητικά συμβούλιά τους να διαθέτουν τουλάχιστον τρεις ανεξάρτητους διευθυντές η αμοιβή των οποίων δεν μπορεί να εξαρτάται από τις επιχειρηματικές επιδόσεις του οργανισμού αξιολόγησης. Διορίζονται για μια μοναδική θητεία που δεν μπορεί να υπερβεί την πενταετία. Μπορούν να απομακρυνθούν μόνο σε περίπτωση σοβαρού επαγγελματικού παραπτώματος. Τουλάχιστον ένας από αυτούς πρέπει να είναι εμπειρογνώμονας σε θέματα τιτλοποίησης και δομημένων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Επιπλέον πρόσφατα ψηφίστηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της Ευρώπης ο κανονισμός για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ο οποίος δεν έχει ενσωματωθεί στο εθνικό μας δίκαιο. Οι ευρωπαϊκές όμως πρωτοβουλίες, επισημαίνουν, παράγοντες της αγοράς, έχουν μεν αξία αλλά ο έλεγχος και η εποπτεία αυτών των οργανισμών είναι ένα διεθνές θέμα. Στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού οι απόψεις διχάζονται καθώς υπάρχουν οι αμετανόητοι οπαδοί της άποψης ότι η αγορά θα ρυθμίσει όλα τα ζητήματα από μόνη της και οι οπαδοί που εκτιμούν ότι θα πρέπει να υπάρξουν αλλαγές με ένα ενδιάμεσο φορέα που θα ισορροπήσει την παντοδυναμία τους. Η τελευταία όμως, συνάντηση του G20 δεν έφερε κανένα αποτέλεσμα όσον αφορά τον περιορισμό της υπερδύναμης που έχουν οι οίκοι αξιολόγησης. Αναμένοντας λοιπόν την επόμενη σύνοδο και τις πολιτικές πρωτοβουλίες σε διεθνές επίπεδο, οι οίκοι αξιολόγησης θα συνεχίσουν να υποτιμούν οικονομίες και να λειτουργούν με τον ίδιο γνωστό τρόπο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

Χρηματοοικονομικό Σύστημα-Πιστωτικές Αγορές

Εισαγωγή

Το χρηματοοικονομικό Σύστημα ασχολείται με την διοχέτευση χρημάτων από τις πλεονασματικές μονάδες (αυτές δηλαδή που έχουν εισπράξεις μεγαλύτερες από τις πληρωμές ή ιδιώτες επενδυτές που έχουν διαθέσιμα κεφάλαια) στις ελλειμματικές(αυτές που έχουν πληρωμές μεγαλύτερες από τις εισπράξεις ή μονάδες που έχουν πολλές επενδυτικές ευκαιρίες αλλά δεν διαθέτουν επαρκή κεφάλαια για να τις αναλάβουν). Στο πλαίσιο του συστήματος αυτού οι πλεονασματικές μονάδες αποδέχονται τη γραπτή υπόσχεση των ελλειμματικών μονάδων ότι θα καταβάλουν ένα χρηματικό ποσό στο κομιστή της υπόσχεσης σε μια μελλοντική χρονική στιγμή. Η χρηματοδότηση των ελλειμματικών μονάδων μπορεί να γίνει με δύο τρόπους:

- 1) Με άμεση χρηματοδότηση και
- 2) Με έμμεση χρηματοδότηση

Στην άμεση χρηματοδότηση η πλεονασματική μονάδα ή ο ιδιώτης επενδυτής επενδύει απευθείας στα αξιόγραφα που εκδίδει η ελλειμματική μονάδα. Παραδείγματα της επένδυσης αυτής αποτελούν η αγορά μετοχών, ομολόγων, εντόκων γραμματίων τα οποία εκδίδονται από την κάθε οικονομική μονάδα. Ως μειονέκτημα αυτής της μορφής χρηματοδότησης μπορούμε να θεωρήσουμε το γεγονός ότι είναι πιθανό το αξιόγραφο το οποίο θέλει να πουλήσει η ελλειμματική μονάδα να μην συμπίπτει με το αξιόγραφο το οποίο θέλει να αγοράσει η πλεονασματική μονάδα.

Στην έμμεση χρηματοδότηση η πλεονασματική μονάδα επενδύει στη ελλειμματική μονάδα διαμέσου ενός χρηματοοικονομικού οργανισμού, ο οποίος παίζει τον ρόλο του χρηματοοικονομικού ενδιάμεσου. Παραδείγματα τέτοιων χρηματοοικονομικών ενδιάμεσων αποτελούν τα αμοιβαία κεφάλαια, οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και κάθε είδους συλλογική επένδυση.

Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου

Οι πιστωτικές αγορές είναι οι οργανισμοί και οι διαδικασίες που διευκολύνουν τις συναλλαγές σε όλων των ειδών τις χρηματοοικονομικές απαιτήσεις. Οι πιστωτικές αγορές διακρίνονται ανάλογα με τον χρόνο λήξης των χρηματοοικονομικών απαιτήσεων οι οποίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αυτές, σε αγορές χρήματος και σε αγορές κεφαλαίου.

Στην αγορά χρήματος διακινούνται χρεόγραφα βραχυχρόνιας διάρκειας με βασικά χαρακτηριστικά τη μικρή χρονική διάρκεια (μέχρι ένα έτος), το χαμηλό κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων του εκδότη και τον υψηλό βαθμό ρευστότητας τους (θεωρούνται ισοδύναμα του χρήματος). Παραδείγματα βραχυπρόθεσμων χρηματοοικονομικών απαιτήσεων είναι:

- Τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου
- Οι συμφωνίες επαναγοράς
- Τα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων
- Η συναλλαγματική αποδεκτή από τράπεζα
- Οι εμπορικοί πιστωτικοί τίτλοι
- Τα ευρώδολάρια
- Τα διατραπεζικά κεφάλαια

Στην αγορά κεφαλαίου ή κεφαλαιαγορά προσφέρονται προς διαπραγμάτευση αξιόγραφα μακροχρόνιας διάρκειας με βασικά χαρακτηριστικά τη μεγάλη χρονική διάρκεια (μεγαλύτερη του έτους), τον υψηλότερο κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων του εκδότη και την υψηλότερη διακύμανση των τιμών των αξιογράφων. Οι σημαντικότερες μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις της αγοράς κεφαλαίου είναι:

- Οι μετοχές (κοινές και προνομιούχες) και
- Οι ομολογίες

Διάκριση αξιογράφων

Τα μέσα αυτά διακρίνονται ανάλογα με την χρονική σταθερότητα του ποσού που καταβάλλουν στον κάτοχό τους, σε αξιόγραφα μεταβλητού εισοδήματος και σε αξιόγραφα σταθερού εισοδήματος.

Αξιόγραφα μεταβλητού εισοδήματος ή απόδοσης ονομάζονται τα αξιόγραφα εκείνα τα οποία δεν καταβάλλουν σε κάθε περίοδο (π.χ εξάμηνο ή δωδεκάμηνο) ένα συγκεκριμένο ποσό στον κάτοχό τους, αλλά το εισόδημά τους κυμαίνεται από περίοδο σε περίοδο. Τα σημαντικότερα αξιόγραφα μεταβλητού εισοδήματος διεθνώς είναι οι κοινές μετοχές και οι ομολογίες κυμαινόμενου επιτοκίου. Στην Ελλάδα μπορούμε να εντάξουμε στην κατηγορία αυτή και τις προνομιούχες μετοχές.

Αξιόγραφα σταθερού εισοδήματος

Όταν μία επιχείρηση, ένας οργανισμός ή ακόμη και το Δημόσιο χρειάζεται κεφάλαια, τότε μπορεί να τα αναζητήσει μέσω της έκδοσης ενός ομολογιακού δανείου.

Το ποσό του δανείου διαιρείται σε ίσα μερίδια που αντιπροσωπεύονται με πιστωτικούς τίτλους, τις λεγόμενες ομολογίες.

Κάθε ομολογία καταβάλλει στον κάτοχό της ανά περίοδο ένα χρηματικό ποσό , το οποίο έχει οριστεί κατά την έκδοση της και είναι σταθερό για ολόκληρη την ζωή της ομολογίας

Επομένως η έκδοση ενός ομολογιακού δανείου αποτελεί για τον εκδότη ένα είδος δανεισμού, ενώ για τον αγοραστή της ομολογίας αποτελεί ένα είδος επένδυσης.

Μπορούμε λοιπόν να πούμε ότι η ομολογία είναι ένα μέσο δανεισμού για τον εκδότη της , ο οποίος έχει την νομική υποχρέωση να πληρώσει στον κάτοχο της κατά τακτά και ορισμένα χρονικά διαστήματα τόκο και να αποπληρώσει το ποσό που αντιστοιχεί στην ομολογία κατά την ημερομηνία λήξης της που ήδη έχει οριστεί κατά την έκδοσή της .

Κάθε ομολογία είναι αριθμημένη, φέρει την ονομαστική της αξία δηλαδή το ποσό του δανείου που αντιστοιχεί σε αυτήν , το επιτόκιο του δανείου και έχει μια σειρά μικρών αποδείξεων που λέγονται **τοκομερίδια (coupons)** ,ο αριθμός των οποίων αντιστοιχεί στον αριθμό των τοκοφόρων περιόδων. Το τοκομερίδιο αναγράφει το

ποσό του τόκου και την ημερομηνία πληρωμής του που συνήθως είναι ανά εξάμηνο ή ανά χρόνο. Στο τέλος κάθε περιόδου ο επενδυτής δηλαδή ο κάτοχος της ομολογίας αποκόπτει το τοκομερίδιο και το εξαργυρώσει συνήθως στη Τράπεζα που συνεργάζεται ο εκδότης .

Επειδή δε η ομολογία είναι μια μορφή δανείου για τον εκδότη της όπως είπαμε και παραπάνω . οι κάτοχοι των ομολογιών, οι επενδυτές ή αλλιώς οι δανειστές της επιχείρησης-εκδότη έχουν προτεραιότητα σε σχέση με τους μετόχους της στην εξόφλησή τους , οπότε η επιχείρηση θα πρέπει να καταβάλει στη λήξη τους τα τοκομερίδια και την ονομαστική αξία του κεφαλαίου που έχει δανειστεί, πριν από οποιαδήποτε καταβολή μερίσματος στους μετόχους της.

Η **χρονική διάρκεια** (maturity) μιας ομολογίας είναι το διάστημα που μεσολαβεί από την έκδοση της ομολογίας μέχρι την λήξη της. Η διάρκεια αυτή είναι μεγαλύτερη από ένα έτος και μικρότερη από τριάντα . Στην Ελλάδα με τον όρο ομολογία εννοούμε το αξιόγραφο που έχει μακροπρόθεσμο χρόνο λήξης (επτά έως είκοσι έτη), ενώ με τον όρο ομόλογο εννοούμε το αξιόγραφο που έχει μεσοπρόθεσμο χρόνο λήξης (ένα έως επτά έτη) . Εκτός από την διαφορά στην ημερομηνία λήξης οι παραπάνω τίτλοι έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά.

Η **ονομαστική αξία** (face value) μιας ομολογίας είναι η ορισμένη αξία , η οποία αναγράφεται στο αξιόγραφο και την οποία θα εισπράξει ο κάτοχος του όταν λήξει αυτό.

Θα πρέπει όμως να τονίσουμε ότι η ονομαστική αξία μιας ομολογίας διαφέρει από την αξία που έχει στην αγορά.

Η **τιμή αγοράς** (market price) μιας ομολογίας είναι η αξία που έχει η ομολογία στην αγορά κεφαλαίου και η αξία αυτή μεταβάλλεται ανάλογα με την μεταβολή των επιτοκίων .

Όταν η τιμή αγοράς είναι ίση με την ονομαστική αξία της ομολογίας, τότε λέμε ότι η ομολογία πουλήθηκε **στο άρτιο**, όταν η τιμή αγοράς είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία της τότε λέμε ότι πουλήθηκε **υπέρ το άρτιο** και το ποσό κατά το οποίο η τιμή αγοράς υπερβαίνει την ονομαστική αξία λέγεται **πριμ ή υπερτίμηση**, ενώ αν η τιμή αγοράς είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία της τότε λέμε ότι πουλήθηκε **υπό το άρτιο** και το ποσό κατά το οποίο η τιμή αγοράς υπολείπεται της ονομαστικής της αξίας λέγεται **έκπτωση ή υποτίμηση**.

Η **ημερομηνία λήξης** (maturity day) μιας ομολογίας είναι η ημερομηνία κατά την οποία λήγει αυτή και ο κάτοχος της θα εισπράξει την ονομαστική αξία αυτής.

Το ονομαστικό επιτόκιο ή επιτόκιο τοκομεριδίου ή εκδοτικό επιτόκιο είναι το επιτόκιο που αναγράφεται στην ομολογία και πολλαπλασιαζόμενο με την ονομαστική της αξία μας καθορίζει το ύψος του τοκομεριδίου που θα εισπράξει ο κάτοχος της. Το ονομαστικό επιτόκιο εκφράζεται σε ετήσια βάση και μπορεί να διαφέρει από την απόδοση που θα έχει ο κάτοχος της ομολογίας.

Η απόδοση στην λήξη (yield to maturity) είναι η απόδοση που θα έχει ο κάτοχος της , αν την κρατήσει μέχρι την λήξη της και επανεπενδύσει τα τοκομερίδια με επιτόκιο ίσο με την απόδοση στη λήξη. Το επιτόκιο αυτό υπολογίζεται με τη μέθοδο του εσωτερικού βαθμού απόδοσης.

Η τρέχουσα απόδοση (current yield) μιας ομολογίας είναι η διαίρεση του ετήσιου τοκομεριδίου που δίνει η ομολογία δια της τρεχούσης τιμής της στην αγορά .

Η τρέχουσα απόδοση δεν προσφέρει τον καλύτερο τρόπο μέτρησης της απόδοσης μιας ομολογίας διότι δείχνει μόνο το μέρος της συνολικής απόδοσης που αποτελεί το τρέχον εισόδημα που δίνει μια ομολογία , αγνοώντας το μέρος που αποτελεί η μεταβολή της τιμής της.

Η τρέχουσα απόδοση όμως είναι καλύτερο μέτρο απόδοσης από ότι το εκδοτικό επιτόκιο διότι χρησιμοποιεί την τρέχουσα τιμή της ομολογίας και όχι την ονομαστική της αξία.

Είδη ομολογιών

Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου

Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου με κυμαινόμενο επιτόκιο

Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου με ρήτρα ξένου νομίσματος

Τιμαριθμοποιημένα ομόλογα με τοκομερίδιο

Προμέτοχα (μετοχοποιήσιμοι τίτλοι)

Ομολογίες χωρίς τοκομερίδια ή ομολογίες τελικής απόδοσης

Τραπεζικά ομόλογα

Ομολογίες ΔΕΚΙ, ΝΠΔΔ και ιδιωτικών επιχειρήσεων

Ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές

Ομολογίες υψηλού κινδύνου και απόδοσης

Θεωρητική αποτίμηση αξιόγραφων σταθερού εισοδήματος

Με την αποτίμηση ενός αξιόγραφου σταθερού εισοδήματος προσπαθούμε να καθορίσουμε την τιμή που πρέπει να έχει αυτό το αξιόγραφο στην αγορά. Η αποτίμηση οδηγεί λοιπόν στον υπολογισμό της οικονομικής αξίας ενός αξιόγραφου.

Ο αγοραστής ενός αξιόγραφου πληρώνει ένα ποσό σήμερα για να εισπράξει κάποιες ταμειακές ροές στο μέλλον. Η τιμή αγοράς του αξιόγραφου λοιπόν θα πρέπει να είναι ίσο με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα εισπράξει ο αγοραστής. Έτσι λοιπόν αν προεξοφλήσουμε τις μελλοντικές ταμειακές ροές με ένα κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο θα μπορέσουμε να βρούμε την τιμή που πρέπει να πωλείται η ομολογία και που είναι η οικονομική της αξία.

Αν η τιμή πώλησης της ισούται με την οικονομική της αξία τότε θα υπάρχει ισορροπία στην αγορά κεφαλαίου, διαφορετικά θα υπάρχει ανισορροπία και αμέσως για λόγους κερδοσκοπικούς θα ενεργήσουν οι δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης του αξιόγραφου έτσι ώστε να επέλθει ταύτιση στην τιμή πώλησης και στην οικονομική της αξία.

Ας υποθέσουμε λοιπόν ότι η τιμή πώληση του αξιόγραφου είναι μικρότερη από την οικονομική του αξία. Στην περίπτωση αυτή, όσοι δραστηριοποιούνται στην αγορά των ομολόγων θα επιδιώκουν την αγορά αυτού. Η μεγάλη ζήτηση θα επιφέρει άνοδο της τιμής του στην αγορά και η άνοδος αυτή θα συνεχιστεί μέχρι να επέλθει εξίσωση στην τιμή αγοράς και στην οικονομική του αξία.

Το αντίθετο θα συμβεί αν η τιμή πώλησης της ομολογίας είναι μεγαλύτερη από την οικονομική της αξία γιατί αυτοί που δραστηριοποιούνται στην αγορά κεφαλαίου θα την πουλάνε με σκοπό το κέρδος. Η μεγάλη προσφορά της ομολογίας θα επιφέρει πτώση της τιμής της, η οποία θα συνεχιστεί μέχρι εξισωθούν να τελικά οι τιμές πώλησης και η οικονομική αξία αυτής.

Η οικονομική αξία μιας ομολογίας βρίσκεται από τον τύπο :

$$IV = \frac{c}{(1+k)} + \frac{c}{(1+k)^2} + \dots + \frac{c}{(1+k)^n} + \frac{FV}{(1+k)^n}$$

Και αν η ομολογία καταβάλλει τοκομερίδια δύο φορές τον χρόνο , έχουμε δηλαδή εξαμηνιαίο ανατοκισμό η οικονομική της αξία βρίσκεται από τον παρακάτω τύπο :

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

Όπου IV= η οικονομική αξία της ομολογίας, c= το ετήσιο τοκομερίδιο , n= ο αριθμός των ετών που διαρκεί η ομολογία και FV= η ονομαστική αξία της ομολογίας και k=το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο

Το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι η απόδοση που απαιτεί ο επενδυτής για να αγοράσει την συγκεκριμένη ομολογία .Επειδή κάθε ομολογία είναι διαφορετική και έχει διαφορετικό κίνδυνο ο επενδυτής απαιτεί διαφορετική απόδοση για κάθε μία. Επίσης το προεξοφλητικό επιτόκιο αποτελεί και το κόστος ευκαιρίας του κατόχου της ομολογίας γιατί αντιπροσωπεύει την απόδοση που διαφεύγει από τον επενδυτή λόγω της μη αποδοχής της καλύτερης επενδυτικής πρότασης με τον ανάλογο κίνδυνο .Επομένως τα επιτόκια της αγοράς επηρεάζουν άμεσα το προεξοφλητικό επιτόκιο πού χρησιμοποιείται για την εύρεση της οικονομικής αξίας μιας ομολογίας.

Τις περισσότερες φορές αυτό που ενδιαφέρει περισσότερο τον επενδυτή είναι να γνωρίζει το προεξοφλητικό επιτόκιο και αυτό γιατί ο επενδυτής που θέλει να αγοράσει μια ομολογία γνωρίζει όλα τα στοιχεία της δηλαδή τόσο την τρέχουσα τιμή της όσο και το εκδοτικό επιτόκιο και την ονομαστική αξία της αλλά και τον χρόνο λήξης και την περίοδο πληρωμής των τοκομεριδίων της . Στην περίπτωση αυτή μπορούμε να υπολογίσουμε την απόδοση που θα έχει ο επενδυτής αν κρατήσει την ομολογία μέχρι τη λήξη της,

Η απόδοση λοιπόν στην λήξη δίδεται από τον παρακάτω τύπο :

$$P_0 = \frac{c}{(1+YTM)} + \frac{c}{(1+YTM)^2} + \dots + \frac{c}{(1+YTM)^n} + \frac{FV}{(1+YTM)^n}$$

Όπου P_0 = η τρέχουσα τιμή της ομολογίας και YTM = η απόδοση στην λήξη

Η απόδοση στην λήξη είναι μια υποσχόμενη απόδοση γιατί για να επιτευχθεί θα πρέπει ο ομολογιούχος να κρατήσει την ομολογία μέχρι την λήξη της αλλά και να επενδύσει τα τοκομερίδια που θα εισπράξει με επιτόκιο ίσο με αυτό της απόδοσης στην λήξη, κάτι που στην πραγματικότητα σπάνια συμβαίνει. . Στην περίπτωση αυτή η πραγματοποιηθείσα απόδοση βρίσκεται από τον τύπο :

$r_{cy} = (\text{Συνολική μελλοντική αξία ομολογίας} / \text{Τιμή αγοράς της ομολογίας})^{1/n} - 1,0$
όπου r_{cy} = η πραγματοποιηθείσα απόδοση και n = ο αριθμός των ετών που μεσολαβούν μέχρι την λήξη της ομολογίας. :

Σχέση μεταξύ επιτοκίων και τιμών ομολογιών

Ο Burton Malkiel, χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα αποτίμησης μιας ομολογίας, έδειξε ότι η τιμή της στην αγορά είναι συνάρτηση τεσσάρων παραγόντων: της ονομαστικής της αξίας, του τοκομεριδίου της, του χρόνου λήξης της και των επιτοκίων που επικρατούν στην αγορά.

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

1 . Οι τιμές των ομολογιών κινούνται αντίστροφα από τις αποδόσεις στην λήξη τους (και των αντιστοίχων με αυτές επιτοκίων). Άνοδος (πτώση) των επιτοκίων επιφέρουν πτώση (άνοδο) των τιμών των ομολογιών.

2 . Οι μεταβολές των τιμών των ομολογιών που οφείλονται σε μια ισόποση απόλυτη αύξηση ή μείωση της απόδοσης στη λήξη δεν είναι συμμετρικές. Εάν διατηρήσουμε τον χρόνο λήξης μιας ομολογίας σταθερό, τότε θα διαπιστώσουμε ότι μια μείωση της απόδοσης στη λήξη θα αυξήσει την τιμή της ομολογίας περισσότερο από ότι θα την μειώσει μια ισόποση αύξηση της απόδοσης στη λήξη.

3 . Η μεταβλητότητα των τιμών των ομολογιών σχετίζεται θετικά με τον χρόνο λήξης τους. Όσο μεγαλύτερος είναι ο χρόνος λήξης μιας ομολογίας, τόσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητά της, όταν μεταβάλλονται τα επιτόκια.

4 . Η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής μιας ομολογίας αυξάνεται με φθίνοντα ρυθμό καθώς αυξάνεται ο χρόνος λήξης της ομολογίας. Για παράδειγμα , ο διπλασιασμός του χρόνου λήξης μιας ομολογίας δεν θα επιφέρει τον διπλασιασμό της ποσοστιαίας μεταβολής της τιμής της , λόγω μεταβολής των επιτοκίων.

5 . Η μεταβλητότητα των τιμών των ομολογιών σχετίζεται αρνητικά με το ύψος του τοκομεριδίου. Όσο μικρότερα είναι τα τοκομερίδια μιας ομολογίας , τόσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα της, όταν μεταβάλλονται τα επιτόκια.

►Αποτίμηση Ομολόγων

Υψηλός κίνδυνος αφερεγγυότητας → Υψηλότερο επιτόκιο → Χαμηλότερη αξία ομολόγου

Υψηλότερη απόδοση

Χαμηλός κίνδυνος αφερεγγυότητας → Χαμηλότερο επιτόκιο → Υψηλότερη αξία ομολόγου

Χαμηλότερη απόδοση

Μεγαλύτερο κουπόνι → Μικρότερη διάρκεια → Μικρότερη ευαισθησία στις μεταβολές των επιτοκίων

Συντομότερη λήξη

Μικρότερο κουπόνι → Μεγαλύτερη διάρκεια → Μεγαλύτερη ευαισθησία στις μεταβολές των επιτοκίων

Μακρύτερη λήξη

Πληθωρισμός και αγορά ομολόγων

Ο επενδυτής που ενδιαφέρεται για μακροπρόθεσμες επενδύσεις πρέπει να λάβει υπόψη τις προβλέψεις για τη μελλοντική πορεία του πληθωρισμού. Ο πληθωρισμός είναι η γενική άνοδος των τιμών και των υπηρεσιών. Εξελίξεις που επηρεάζουν αρνητικά τη πορεία του πληθωρισμού στο μέλλον ενισχύουν τις προσδοκίες για υψηλότερα επιτόκια, γεγονός που προκαλεί πωλήσεις ομολόγων σήμερα και οδηγεί σε πτώση των τιμών τους. Γενικά η άνοδος του πληθωρισμού σε μία χώρα συνοδεύεται από αύξηση των επιτοκίων. Συχνά, η Κεντρική Τράπεζα ανεβάζει τα επιτόκια, όχι επειδή αυξήθηκε ο πληθωρισμός αλλά επειδή αναμένεται να αυξηθεί.

ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΑΛΗΘΕΥΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΠΑΝΩ ΘΕΩΡΗΜΑΤΩΝ

²Είναι σίγουρο ότι η απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές για να αγοράσουν μια ομολογία σχετίζεται άμεσα με τα επιτόκια της αγοράς. Όταν τα επιτόκια που επικρατούν στην αγορά μεταβάλλονται, τότε μεταβάλλονται και τα εκδοτικά επιτόκια των νεοεκδιδόμενων ομολογιών. Όταν τα εκδοτικά επιτόκια των νέων ομολογιών μεταβάλλονται, οι επενδυτές μεταβάλλουν και τις αποδόσεις που απαιτούν για να αγοράσουν ή να πουλήσουν ομολογίες παλαιότερων εκδόσεων. Για να γίνει μεταβολή αυτή στην απόδοση των παλαιότερων ομολογιών, πρέπει να μεταβληθεί η τρέχουσα τιμή τους. Έτσι γίνεται φανερό ότι μία αύξηση των επιτοκίων θα οδηγήσει σε μείωση της τιμής των ομολογιών στην αγορά, έτσι αυτές οι ομολογίες να προσφέρουν στους πιθανούς αγοραστές τους αποδόσεις παρόμοιες με εκείνες που προσφέρουν νεοεκδιδόμενες ομολογίες με τα ίδια χαρακτηριστικά.

² (Στρατηγική Τραπεζών - Διαχείριση Χαρτοφυλακίου του κ Δ. Βασιλείου σελ. 93-94)

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 1

1 Έστω ότι ένας επενδυτής αγοράζει μια πενταετής ομολογία στο άρτιο πληρώνοντας 1000 ευρώ. Τα τοκομερίδια της ομολογίας πληρώνονται στο τέλος κάθε έτους και το καθένα από αυτά ισούται με 100 ευρώ (δηλαδή το εκδοτικό επιτόκιο είναι 10%). Μετά την είσπραξη του τρίτου τοκομεριδίου , ο επενδυτής χρειάζεται μετρητά και αποφασίζει να πουλήσει την ομολογία του στην δευτερογενή αγορά. Το επίπεδο των επιτοκίων την περίοδο αυτή έχει διαμορφωθεί σε υψηλότερα επίπεδα , έτσι ώστε τα νέα αξιόγραφα τα οποία έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά με την παραπάνω ομολογία να αποδίδουν 12%. Ας υπολογίσουμε την νέα τιμή της ομολογίας στην αγορά και ας υπολογίσουμε και την πραγματοποιήσα απόδοση του επενδυτή αν πουλήσει την ομολογία του στην νέα τιμή:

A) Εάν ο ομολογιούχος κρατούσε την ομολογία του μέχρι τη λήξη της (δηλαδή άλλα δύο χρόνια), θα είχε απόδοση στην λήξη ίση με 10%. Ένα τα επιτόκια δεν είχαν μεταβληθεί και οι νέες ομολογίες με τα ίδια χαρακτηριστικά απέδιδαν 10%, τότε ο επενδυτής θα πουλούσε την ομολογία του προς 1000 ευρώ . Σήμερα όμως οι ομολογίες αποδίδουν 12% και επομένως η τιμή της δεδομένης ομολογίας θα πρέπει να μειωθεί έτσι ώστε να προσφέρει στον πιθανό αγοραστή της απόδοση 12%. Η νέα τιμή της ομολογίας στην αγορά θα πρέπει να ισούται με την οικονομική της αξία , η οποία είναι :

$$P_0 = IV = \{ 100 / (1 + 0,12) \} + \{ 1100 / (1 + 0,12)^2 \} = 89,28 + 879,91 = 966,19$$

Άρα η τιμή της ομολογίας κινήθηκε αντίστροφα από την απόδοση στην λήξη της και επομένως το παράδειγμα αυτό αποδεικνύει το πρώτο θεώρημα του Malkiel

B) Εφόσον ο επενδυτής αποφασίσει να πουλήσει την ομολογία του θα την πουλήσει στην τιμή των 966,19 . Στην περίπτωση αυτή η πραγματοποιηθείσα απόδοση θα είναι :

$$1000 = \{ 100 / (1 + k) \} + \{ 100 / (1 + k)^2 \} + \{ 100 / (1 + k)^3 \} + \{ 966,19 / (1 + k)^3 \}$$

Λύνοντας ως προς k με τη μέθοδο των διαδοχικών προσεγγίσεων, βρίσκουμε ότι η πραγματοποιηθείσα απόδοση είναι περίπου 8.5% . Η απόδοση αυτή είναι μικρότερη από την απόδοση στη λήξη , διότι ο επενδυτής πούλησε την ομολογία σε τιμή χαμηλότερη από την ονομαστική τιμή στην οποία την είχε αγοράσει .

Έστω τώρα ότι τα επιτόκια στην αγορά δεν αυξήθηκαν από 10% σε 12% αλλά μειώθηκαν από 10% σε 8% τότε ο παραπάνω επενδυτής θα πουλούσε την ομολογία του σε υψηλότερη τιμή έτσι ώστε η απόδοση της ομολογίας του στην αγορά και στον πιθανό αγοραστή να είναι περίπου 8% , όσο δηλαδή και τα σημερινά επιτόκια της αγοράς. Η νέα τιμή της ομολογίας θα είναι λοιπόν:

$$P_0 = I V = \{ 100 / (1+0,08) \} + \{ 1100 / (1+0,08)^2 \} = 92,592 + 943,072 = 1038.66$$

Παρατηρούμε δηλαδή ότι η νέα τιμή της ομολογίας σε επίπεδο επιτοκίου της αγοράς σε 8% θα είναι 1038,66 δηλαδή ο επενδυτής θα πουλήσει κατά 38,66 ευρώ ακριβότερα από ότι αγόρασε , ενώ η τιμή της ομολογίας σε επίπεδο επιτοκίου της αγοράς 12% θα είναι 966,19 δηλαδή ο επενδυτής θα πουλήσει κατά 33,81 ευρώ φθηνότερα από ότι αγόρασε.

Διαπιστώνουμε δηλαδή την αλήθεια του τέταρτου θεωρήματος του Malkiel που αναφέρει ότι οι μεταβολές των τιμών των ομολογιών που οφείλονται σε μια ισόποση απόλυτη αύξηση ή μείωση της απόδοσης στη λήξη δεν είναι συμμετρικές και ότι μια μείωση της απόδοσης στη λήξη αυξάνει την τιμή της ομολογίας περισσότερο από ότι μια ισόποση αύξηση της απόδοσης στη λήξη μειώνει την τιμή της ομολογίας .

³Οι τιμές των ομολογιών, οι οποίες διαφέρουν μόνο ως προς τον χρόνο λήξης τους, αντιδρούν διαφορετικά σε μεταβολές των επιτοκίων. Αύξηση ή μείωση των επιτοκίων οδηγεί σε μείωση ή αύξηση αντίστοιχα των τιμών όλων των ομολογιών. Η μεταβολή όμως αυτή των τιμών των ομολογιών είναι μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια ζωής των ομολογιών όταν όλα τα άλλα παραμένουν σταθερά. Αυτό συμβαίνει γιατί ο κάτοχος μιας ομολογίας με μεγάλη διάρκεια ζωής εισπράττει το μεγαλύτερο μέρος των εισροών του σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ότι ο κάτοχος μιας ομολογίας με μικρή διάρκεια ζωής. . Και επειδή

³ (Στρατηγική Τραπεζών - Διαχείριση Χαρτοφυλακίου του κ Δ. Βασιλείου σελ. 95)

οι τιμές των ομολογιών στην αγορά καθορίζονται από την προεξόφληση των μελλοντικών εισροών στο παρόν, μια μεταβολή στο προεξοφλητικό επιτόκιο θα επιφέρει μεγαλύτερη μεταβολή στις τιμές των ομολογιών των οποίων οι εισροές είναι πιο απομακρυσμένες χρονικά από ότι σε εκείνες των οποίων οι εισροές είναι λιγότερο απομακρυσμένες χρονικά. Άρα οι τιμές των ομολογιών με τη μεγαλύτερη διάρκεια ζωής έχουν τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, λόγω μεταβολής των επιτοκίων.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 2

Έστω ότι ένας επενδυτής αγοράζει δύο ομολογίες την A και την B , οι οποίες έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά, εκτός από τη διάρκεια ζωής τους. Η ομολογία A έχει διάρκεια ζωής τρία χρόνια , ενώ η B έχει διάρκεια ζωής 10 χρόνια . Και τα δύο αξιόγραφα αγοράζονται στην ονομαστική τους αξία που είναι 1000 ευρώ Το εκδοτικό επιτόκιο και των δύο αξιόγραφων είναι 10%, τα δε τοκομερίδια καταβάλλονται μία φορά τον χρόνο. Άρα και τα δύο αξιόγραφα προσφέρουν απόδοση στην λήξη 10% . Ένα έτος μετά την αγορά των ομολογιών τα επιτόκια των νεοεκδιδόμενων ομολογιών έχει αυξηθεί στο 11% , οπότε οι τιμές των ομολογιών A και B στην αγορά θα πρέπει να μειωθούν έτσι ώστε να προσφέρουν στους πιθανούς αγοραστές τους αποδόσεις παρόμοιες με εκείνες που προσφέρουν αξιόγραφα με τα ίδια χαρακτηριστικά (δηλαδή 11%)

Ας δούμε λοιπόν ποιες θα ήταν οι νέες τιμές των δύο ομολογιών στην αγορά εφόσον μεταβλήθηκαν (και συγκεκριμένα αυξήθηκαν) τα επιτόκια κατά 1% από 10% σε 11% .

Έχει περάσει ένα έτος από την έκδοση των ομολογιών A και B . Επομένως η ομολογία A θα έχει διάρκεια ζωής 2 έτη και η B θα έχει διάρκεια ζωής 9 έτη. Οι τρέχουσες αποδόσεις που απαιτούν οι επενδυτές είναι 11% για να αγοράσουν τα ομολογίες . Η τιμή των ομολογιών θα ισούται με τις οικονομικές τους αξίες και θα είναι :

$$P_a = IVA = \{ 100 / \{ 1 + 0.11 \} \} + \{ 1100 / (1 + 0.11)^2 \} = 982,87$$

$$P_b = IVB = \left\{ 100/(1+0.11) + 100/(1+0.11)^2 + 100/(1+0.11)^3 + 100/(1+0.11)^4 + 100/(1+0.11)^5 + 100/(1+0.11)^6 + 100/(1+0.11)^7 + 100/(1+0.11)^8 + 1100/(1+0.11)^9 \right\} = 90.09 + 81.16 + 73.2 + 65.87 + 59.34 + 53.46 + 48.16 + 43.39 + 430 = 944,67$$

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι η τιμή της ομολογίας με τον μεγαλύτερο χρόνο λήξης (δηλαδή η Β) έχει τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα , σε μεταβολές των επιτοκίων

Η μείωση της τιμής της ομολογίας Α είναι $1000 - 982,87 = 17,13$, ενώ η μείωση της ομολογίας Β είναι $1000 - 944,67 = 55,33$.

Άρα η ποσοστιαία μεταβολή για την Α θα είναι $17,13/1000 = 1,713\%$, ενώ για την Β θα είναι $55,33/1000 = 5,533\%$

Παρατηρούμε δηλαδή ότι η ομολογία Β που έχει μεγαλύτερο χρόνο λήξης από την Α έχει μεγαλύτερη μεταβλητότητα στην τιμή της , αλλά η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής της αυξάνεται με φθίνοντα ρυθμό καθώς αυξάνεται ο χρόνος λήξης της ομολογίας , δηλαδή ενώ η ομολογία Β έχει σχεδόν το πενταπλάσιο χρόνο λήξης από ότι η ομολογία Α , η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής της Β δεν ήταν πενταπλάσια από την τιμή της Α , αλλά περίπου η τριπλάσια .

Το παραπάνω παράδειγμα επαληθεύει το δεύτερο και το τρίτο θεώρημα του Malkiel .

⁴ Εκτός από το χρονικό διάστημα μέχρι τη λήξη, οι μεταβολές στις τιμές των ομολογιών (που οφείλονται σε μεταβολές των επιτοκίων) εξαρτώνται και από το ύψος του τοκομεριδίου. Δηλαδή οι τιμές των ομολογιών οι οποίες διαφέρουν μόνο ως προς τα τοκομερίδια αντιδρούν διαφορετικά σε μεταβολές των επιτοκίων. Αύξηση ή μείωση των επιτοκίων οδηγεί σε μείωση ή αύξηση των τιμών όλων των ομολογιών. Η μεταβολή αυτή όμως των τιμών των ομολογιών είναι μεγαλύτερη όσο μικρότερα είναι τα τοκομερίδια των ομολογιών. Το μεγαλύτερο μέρος των συνολικών εισροών μιας ομολογίας με μικρά τοκομερίδια προέρχεται από την

⁴ (Στρατηγική Τραπεζών - Διαχείριση Χαρτοφυλακίου του κ Δ. Βασιλείου σελ. 97)

ονομαστική της αξία , η οποία θα καταβληθεί στην λήξη της ομολογίας, παρά από τα τοκομερίδια που καταβάλλονται στο χρονικό διάστημα από την αγορά της ομολογίας μέχρι την λήξη της. Το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση μιας ομολογίας με μεγάλα τοκομερίδια. Οπότε ο επενδυτής μιας ομολογίας με μικρά τοκομερίδια εισπράττει το μεγαλύτερο μέρος των εισροών της αργότερα από ότι ο κάτοχος μιας ομολογίας με μεγάλα τοκομερίδια. Και επειδή οι τιμές των ομολογιών στην αγορά καθορίζονται από την προεξόφληση των εισροών αυτών στο παρόν , μια μεταβολή στο προεξοφλητικό επιτόκιο θα επιφέρει μεγαλύτερη μεταβολή στις τιμές των ομολογιών των οποίων οι μεγαλύτερες εισροές είναι πιο απομακρυσμένες χρονικά, από ότι εκείνες των οποίων οι μεγαλύτερες εισροές είναι λιγότερο απομακρυσμένες χρονικά.

Οπότε οι τιμές των ομολογιών με τα μικρότερα τοκομερίδια έχουν τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα, λόγω μεταβολής των επιτοκίων.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 3

Έστω ότι ένα επενδυτής αγοράζει σήμερα δύο ομολογίες , την A και την B , οι οποίες έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά, εκτός από το εκδοτικό τους επιτόκιο . Η ομολογία A εκδίδεται σήμερα και έχει εκδοτικό επιτόκιο 8% , ενώ η B έχει εκδοθεί στο παρελθόν και έχει εκδοτικό επιτόκιο 15% .Τα τοκομερίδια καταβάλλονται μια φορά τον χρόνο και για τις δύο ομολογίες οι οποίες λήγουν μετά από πέντε έτη και έχουν ονομαστική αξία 1000 ευρώ . Ο επενδυτής πληρώνει 1000 ευρώ για την αγορά της A (στο άρτιο) και 1300 ευρώ για την αγορά της B (υπέρ το άρτιο) Οι τιμές που έχουν διαμορφωθεί στην αγορά είναι τέτοιες ώστε και τα δύο αξιόγραφα να προσφέρουν στην λήξη απόδοση ίση με 8% . Δύο έτη μετά την παραπάνω αγορά τα επιτόκια έχουν πέσει στην αγορά και έχουν διαμορφωθεί στο 5%. Άρα οι τιμές των δύο ομολογιών θα πρέπει να αυξηθούν για να δίνουν και αυτές την απόδοση που επικρατεί στην αγορά δηλαδή 5%.

Οι τιμές δηλαδή των δύο ομολογιών θα πρέπει να διαμορφωθούν στα εξής επίπεδα :

$$P_a=IVA= \{ 80/(1+0.05)+80/(1+0.05)^2+1080/(1+0.05)^3 \}= 1081,69$$

$$P_b=IVB= \{ 150/(1+0.05)+150/(1+0.05)^2+1150/(1+0.05)^3 \}= 1272,32$$

Εάν τα επιτόκια δεν είχαν μεταβληθεί και παρέμεναν στο 8% η μεν ομολογία Α θα πουλιόταν στο άρτιο δηλαδή στα 1000 ευρώ , ενώ η ομολογία Β θα πουλιόταν υπέρ το άρτιο και συγκεκριμένα :

$$Pb' = IVB' = \left(150 / (1+0,08) + 150 / (1+0,08)^2 + 1150 / (1+0,08)^3 \right) = 1180,39$$

Παρατηρούμε ότι η τιμή της ομολογίας Α αυξήθηκε , λόγω της μείωσης των επιτοκίων κατά $1081,69 - 1000 = 81,69$ ευρώ ή κατά $81,69 / 1000 = 8,169\%$ ενώ η τιμή της ομολογίας Β αυξήθηκε κατά $1272,32 - 1180,39 = 91,93$ ευρώ η κατά $91,93 / 1180,39 = 7,788\%$

Άρα η ποσοστιαία αύξηση της τιμής της ομολογίας Α είναι μεγαλύτερη από την ποσοστιαία αύξηση της τιμής της ομολογία Β. Η τιμή της ομολογίας με τα μικρότερα τοκομερίδια δηλαδή η Α έχει μεγαλύτερη μεταβλητότητα σε μεταβολές των επιτοκίων από ότι η τιμή της ομολογίας με τα μεγαλύτερα τοκομερίδια δηλαδή της Β.

Το παραπάνω παράδειγμα αποδεικνύει το πέμπτο θεώρημα του Malkiel .

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ: Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι μείωση (αύξηση) στα επιτόκια θα προκαλέσει το αντίθετο αποτέλεσμα στις τιμές των ομολογιών δηλαδή αύξηση ή μείωση αντίστοιχα και μάλιστα οι ομολογίες που παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα στις τιμές τους είναι οι ομολογίες που έχουν τη μεγαλύτερη διάρκεια ζωής και το χαμηλότερο εκδοτικό κουπόνι. Γι αυτό ένας επενδυτής ό οποίος αναμένει μείωση επιτοκίων θα πρέπει να αγοράζει μακροχρόνιες ομολογίες με χαμηλό εκδοτικό επιτόκιο, ενώ αν αναμένει αύξηση επιτοκίων θα πρέπει να αγοράζει βραχυχρόνιους τίτλους με υψηλό εκδοτικό επιτόκιο για να ελαχιστοποιήσει την ζημιά του .

5 ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΣ

Για να πετύχει τον σκοπό του (δηλαδή την μεγιστοποίηση του κέρδους του ή την ελαχιστοποίηση της ζημιάς του) ένας επενδυτής που επενδύει σε ομολογίες θα πρέπει να συνδυάζει τις δύο μεταβλητές που έχουν οι ομολογίες και αυτές είναι ο χρόνος λήξης τους και το ύψος του τοκομεριδίου της με τέτοιο τρόπο που να του επιφέρει το επιθυμητό αποτέλεσμα.

Γι αυτό χρειάζεται ένα μέτρο που να δείχνει την ευαισθησία των τιμών των ομολογιών σε μεταβολές των επιτοκίων, λαμβάνοντας υπόψη του και τους δύο αυτούς παράγοντες. Ένα τέτοιο μέτρο υπάρχει και λέγεται διάρκεια .

Η διάρκεια μιας ομολογίας μας δείχνει τον μέσο χρόνο που χρειάζεται ο επενδυτής για να επανακτήσει από τις ταμειακές εισροές της τα χρήματα που έδωσε για να την αγοράσει .

Διάρκεια λοιπόν είναι ο αριθμός των ετών ο οποίος χρειάζεται για την πλήρη επανάκτηση της τιμής αγοράς μιας ομολογίας δεδομένων των παρούσων αξιών των ταμειακών της ροών

Η διάρκεια θεωρείται καλύτερος τρόπος μέτρησης της χρονικής διάρθρωσης μιας ομολογίας από ότι ο χρόνος λήξης της , διότι αντικατοπτρίζει το ύψος αλλά και τον χρόνο καταβολής κάθε ταμειακής εισροής.

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

1 . Βρίσκουμε την παρούσα αξία των ταμειακών εισροών που παρέχει μια ομολογία στον κάτοχό της κάθε έτος.

2 . Εκφράζουμε τις ανωτέρω παρούσες αξίες κάθε έτους ως ποσοστό στις συνολικής παρούσης αξίας της ομολογίας. Και

3 . Πολλαπλασιάζουμε τα ανώτερα ποσοστά κάθε έτους με τον αριθμό του έτους όπου πραγματοποιείται η κάθε πληρωμή και αθροίζουμε Το άθροισμα είναι η διάρκεια .

⁵ (Στρατηγική Τραπεζών - Διαχείριση Χαρτοφυλακίου του κ Δ. Βασιλείου σελ. 100)

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ :

Έστω ένας επενδυτής αγοράζει σήμερα μια ομολογία η οποία λήγει σε δύο έτη και η οποία έχει ονομαστική αξία 1000 ευρώ και εκδοτικό επιτόκιο 5%. Τοκομερίδια πληρώνονται μια φορά τον χρόνο. Ο επενδυτής κατέβαλε 1018,90 ευρώ για την αγορά της ομολογίας που σημαίνει ότι η απόδοση στην λήξη της ομολογίας είναι 4% . Ας υπολογίσουμε τη διάρκεια της ομολογίας

ΑΠΑΝΤΗΣΗ

ΕΤΟΣ	ΤΑΜΕΙΑΚΗ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ	ΠΑΡΟΥΣΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ	
ΣΤΑΘΜ	ΕΙΣΡΟΗ	ΠΡΟΕΞ/ΣΗΣ	ΑΞΙΑ	ΣΥΝ.ΠΑΡ.ΑΞ	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)=(4)/ΤΙΜΗ	6=1X5
1	50	0,9615	48,07	0,047	0,047
2	1050	0,9246	970,83	0,953	1,906
			-----	-----	-----
		ΣΥΝΟΛΟ	1018,9	1	D= 1,953

Η διάρκεια λοιπόν είναι 1,953 έτη

Η διάρκεια είναι σημαντική στην ανάλυση και στη διαχείριση ομολογιών για τρεις κυρίους λόγους:

1. Η διάρκεια αποτελεί ένα μέτρο της « οικονομικής ζωής» μιας ομολογίας. Για παράδειγμα δύο ομολογίες που έχουν εκδοτικό επιτόκιο 8% και οι δυο και η μεν πρώτη λήγει σε 10 έτη, η δε δεύτερη σε 50 έτη . Η δεύτερη ομολογία λήγει σε πενταπλάσιο χρόνο από την πρώτη. Παρ όλα αυτά . η πρώτη ομολογία έχει διάρκεια 7,25 έτη , ενώ η δεύτερη έχει 13,21 έτη. Άρα οι δύο ομολογίες δεν διαφέρουν τόσο πολύ όσο εκ πρώτης όψεως φαίνεται.
- 2 . Η διάρκεια χρησιμοποιείται για την χάραξη διάφορων στρατηγικών διαχείρισης ομολογιών και
- 3 . Η διάρκεια είναι ένα μέτρο της ευαισθησίας των τιμών των ομολογιών σε μεταβολές των επιτοκίων.

⁶Χαρακτηριστικά της διάρκειας.

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

- 1 . Υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ διάρκειας και ύψους τοκομεριδίου. Αυτό είναι φυσικό γιατί υψηλότερα τοκομερίδια συνεπάγεται γρηγορότερη επανάκτηση της τιμής αγοράς της ομολογίας.
- 2 . Υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ διάρκειας και απόδοση στη λήξη. Αυτό είναι φυσικό για οι μεγάλες αποδόσεις έχουν ως αποτέλεσμα μικρές παρούσες αξίες των εισροών με αποτέλεσμα να χρειάζεται μεγαλύτερη διάρκεια για την επανάκτηση της τιμής αγοράς της ομολογίας.
- 3 . Υπάρχει ανάλογη σχέση μεταξύ της διάρκειας μιας ομολογίας και του χρόνου λήξης της , αλλά αυτή η σχέση ακολουθεί φθίνοντα ρυθμό, ιδιαίτερα όταν ο χρόνος λήξης υπερβαίνει τα 15 έτη. Αυτό (ο ελαττωμένος ρυθμός) συμβαίνει γιατί καθώς ο χρόνος λήξης της ομολογίας παρατείνεται , η παρούσα αξία της ονομαστικής αξίας που θα καταβληθεί στη λήξη της ομολογίας μειώνεται.
4. Η διάρκεια μιας ομολογίας χωρίς τοκομερίδια ισούται πάντα με τον χρόνο λήξης της.
- 5 . Η διάρκεια μιας ομολογίας με τοκομερίδια είναι πάντα μικρότερη από τον χρόνο λήξης της.
- 6 . Η διάρκεια διηνεκών ομολογιών επηρεάζεται μόνο από την απόδοση στη λήξη και είναι ανεξάρτητη από το ύψος του τοκομεριδίου της .

Η διάρκεια λοιπόν μετράει τον κίνδυνο επιτοκίου μιας ομολογίας , τον κίνδυνο επιτοκίου μιας ομολογίας όμως τον μετράει και η ελαστικότητα της τιμής της που είναι :

$$EZ = \frac{\text{Ποσοστιαία μεταβολή της τιμής μιας ομολογίας}}{\text{Ποσοστιαία μεταβολή του } (1+YTM)}$$

⁶ (Στρατηγική Τραπεζών - Διαχείριση Χαρτοφυλακίου του κ Δ. Βασιλείου σελ. 102-105)

Όπου EZ = η ελαστικότητα της τιμής της ομολογία και YTM = η απόδοση στη λήξη της ομολογίας

Έχει αποδειχθεί ότι η ελαστικότητα τιμής μιας ομολογίας ισούται με την διάρκεια της. Μερικές φορές όμως έχει παρατηρηθεί ότι υπάρχουν μικρές αποκλίσεις μεταξύ τους. Γι' αυτό ορισμένοι αναλυτές προτιμούν να χρησιμοποιούν μια προσαρμοσμένη μορφή της διάρκειας για να προσεγγίσουν την μεταβλητότητα των τιμών των ομολογιών σε μεταβολές των επιτοκίων. Η προσαρμοσμένη μορφή διάρκειας είναι η τροποποιημένη διάρκεια που είναι $=$ με την διάρκεια / $(1+k/m)$, όπου k είναι η απόδοση στην λήξη της ομολογίας και m είναι ο αριθμός των πληρωμών που καταβάλλονται στο έτος. Στην περίπτωση των ομολογιών είναι συνήθως 1 ή 2 γιατί τα τοκομερίδια καταβάλλονται ανά εξάμηνο ή ανά χρόνο.

Η τροποποιημένη διάρκεια του παραπάνω παραδείγματος βρίσκουμε ότι είναι $1,953/1+0,04=1,878$ έτη

Επίσης έχει αποδειχθεί ότι οι κινήσεις των τιμών των ομολογιών μεταβάλλονται αντιστρόφως ανάλογα με την τροποποιημένη διάρκεια, όταν οι μεταβολές των επιτοκίων είναι πολύ μικρές. Ειδικότερα η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής μιας ομολογίας είναι κατά προσέγγιση ίση με το γινόμενο της τροποποιημένης διάρκειας με αρνητικό πρόσημο επί τη μεταβολή των επιτοκίων σε δεκαδική μορφή, δηλαδή έχουμε ότι :

$$\frac{\Delta P}{P_0} = -D \times \Delta k \times 100$$

Όπου $\Delta P = P_1 - P_0$ = η μεταβολή στην τιμή της ομολογία, P_0 = η αρχική τιμή της ομολογία, P_1 = η νέα τιμή της ομολογίας. D = η διάρκεια της ομολογίας, k_0 = η απόδοση στην λήξη που αντιστοιχεί στο αρχικό επιτόκιο και k_1 = το νέο επιτόκιο, όπου $\Delta k = k_1 - k_0$ = η μεταβολή των επιτοκίων σε δεκαδική μορφή. Για παράδειγμα, εάν τα επιτόκια αυξηθούν από 10% σε 11%, τότε το $\Delta k = 0,11 - 0,10 = 0,01$

Η ανωτέρω σχέση μας λέει ότι η μεταβλητότητα των τιμών των ομολογιών είναι ανάλογη με τη διάρκεια τους. Αυτό σημαίνει ότι δύο ομολογίες που έχουν την ίδια διάρκεια θα έχουν και την ίδια ποσοστιαία μεταβολή λόγω μιας μεταβολής των επιτοκίων.

7 ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ

Η τροποποιημένη διάρκεια μας παρέχει την δυνατότητα να εκτιμήσουμε την μεταβολή της τιμής μιας ομολογίας σε πολύ μικρές μεταβολές των επιτοκίων. Σε μεγαλύτερες μεταβολές όμως αυτών, δεν μας δείχνει ακριβώς το πόσο θα μεταβληθεί η τιμή της ομολογίας.

Αυτό συμβαίνει γιατί η σχέση μεταξύ τιμής ομολογίας και απόδοση στην λήξη δεν είναι γραμμική όπως μας δείχνει η εξίσωση της τροποποιημένης διάρκειας, αλλά κυρτή. Η κυρτότητα μιας ομολογίας είναι ένα μέτρο της μη γραμμικής σχέσης μεταξύ της τιμής της ομολογίας και της απόδοσης στην λήξη. Την κυρτότητα μπορούμε να την ορίσουμε ως την ποσοστιαία μεταβολή του όρου dp/di για μια δεδομένη μεταβολή της απόδοσης στην λήξη.

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι εάν η μεταβολή των επιτοκίων είναι μεγάλη, τότε στην μεταβολή της τιμής της ομολογίας η οποία υπολογίζεται από την τροποποιημένη διάρκεια, θα πρέπει να προσθέσουμε και την μεταβολή της τιμής της ομολογίας η οποία οφείλεται στην κυρτότητά της.

Συνοψίζοντας όλα τα παραπάνω θα μπορούσαμε να πούμε ότι ένας επενδυτής που επιθυμεί μεγάλη μεταβλητότητα από μια ομολογία θα πρέπει να διαλέξει εκείνη με την μεγαλύτερη διάρκεια. Εάν ένας επενδυτής διαθέτει ένα χαρτοφυλάκιο ομολογιών και περιμένει πτώση των επιτοκίων θα πρέπει να δράσει έτσι ώστε να αυξήσει την διάρκεια του χαρτοφυλακίου του. Η διάρκεια σε ένα χαρτοφυλάκιο είναι προσθετική δηλαδή είναι ο σταθμικός μέσος όρος της διάρκειας των ομολογιών που περιλαμβάνει ένα χαρτοφυλάκιο και μπορεί να υπολογιστεί ως $D_x = W_1D_1 + W_2D_2 + W_3D_3 + \dots + W_kD_k$ όπου $D_x =$ διάρκεια χαρτοφυλακίου, $W_1 =$ η αγοραία αξία της ομολογίας 1 προς την αγοραία αξία του χαρτοφυλακίου, $D_1 =$ η διάρκεια της ομολογίας 1

Ενώ εάν ο επενδυτής περιμένει άνοδο των επιτοκίων θα πρέπει να δράσει έτσι ώστε να μειώσει την διάρκεια του χαρτοφυλακίου του.

⁷ (Στρατηγική Τραπεζών - Διαχείριση Χαρτοφυλακίου του κ.Δ. Βασιλείου σελ. 106)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΠΑΛΗΘΕΥΣΗ ΤΩΝ ΘΕΩΡΗΜΑΤΩΝ ΤΟΥ MALKIEL ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Η επαλήθευση των θεωρημάτων αυτών θα γίνει στη συνέχεια με την μελέτη τριών ομολογιών που έχουν εκδοθεί από το Ελληνικό Δημόσιο και διαπραγματεύονται καθημερινά στην δευτερογενή αγορά κεφαλαίου .

Οι τιμές των παρακάτω ομολογιών στάλθηκαν μέσω e mail από την Τράπεζα Ελλάδος και συγκεκριμένα μέσω της Ηλεκτρονικής Διεύθυνσης HDAT-BUSINESS@BANKOFGREECE.GR

Η πρώτη ομολογία με το όνομα GR0114018436 διάρκειας 5 ετών, εκδόθηκε στις 20/04/2005 και λήγει στις 20/04/2010 , έχει εκδοτικό επιτόκιο 3,10% και η ονομαστική της αξία είναι 5.000.000.000 ευρώ (πέντε δις. Ευρώ)

Η δεύτερη ομολογία με το όνομα GR0124026601 διάρκειας 10 ετών , εκδόθηκε στις 20/07/2005 και λήγει στις 20/07/2015, έχει εκδοτικό επιτόκιο 3,70% και η ονομαστική της αξίας είναι 5.000.000.000 ευρώ (πέντε δις. Ευρώ)

Η τρίτη ομολογία με το όνομα GR0124011454 διάρκειας 10 ετών , εκδόθηκε στις 19/05/2000 και λήγει στις 19/05/2010, έχει εκδοτικό επιτόκιο 6,00% και η ονομαστική της αξίας είναι 2.500.000.000 ευρώ (δύο και μισό δις. Ευρώ)

Διαλέξαμε τις τρεις παραπάνω ομολογίες από ένα πλήθος ομολογιών γιατί έχουν κάποια χαρακτηριστικά τα οποία πιστεύουμε ότι θα μας βοηθήσουν στην μελέτη των θεωρημάτων του Malkiel.

A) Η πρώτη με την δεύτερη ενώ έχουν περίπου το ίδιο επιτόκιο έχει η μία διπλάσιο χρόνο λήξης από την άλλη

Σύμφωνα με το θεώρημα του Malkiel οι τιμές των ομολογιών , οι οποίες διαφέρουν μόνο ως προς τον χρόνο λήξης τους αντιδρούν διαφορετικά σε μεταβολές των επιτοκίων. Αύξηση (μείωση) των επιτοκίων οδηγεί σε μείωση (αύξηση) των τιμών όλων των ομολογιών. Η μεταβολή όμως αυτή των τιμών των ομολογιών είναι μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια ζωής των ομολογιών όταν όλα τα άλλα παραμένουν σταθερά.

Αυτό συμβαίνει γιατί ο κάτοχος μιας ομολογίας με μεγάλη διάρκεια ζωής εισπράττει το μεγαλύτερο μέρος των εισροών του σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ότι ο κάτοχος μιας ομολογίας με μικρή διάρκεια ζωής. Και επειδή οι τιμές των ομολογιών στην αγορά καθορίζονται από την προεξόφληση των μελλοντικών εισροών στο παρόν, μια μεταβολή στα προεξοφλητικό επιτόκιο θα επιφέρει μεγαλύτερη μεταβολή στις τιμές των ομολογιών των οποίων οι εισφορές είναι πιο απομακρυσμένες χρονικά από ότι εκείνες των οποίων οι εισροές είναι λιγότερο απομακρυσμένες χρονικά.

B) Η πρώτη με την τρίτη ενώ έχουν τον ίδιο χρόνο λήξης έχουν διαφορετικό επιτόκιο σχεδόν το διπλάσιο.

Σύμφωνα λοιπόν με τα θεωρήματα του Malkiel , οι μεταβολές στις τιμές των ομολογιών εκτός από το χρονικό διάστημα μέχρι την λήξη εξαρτώνται και από το ύψος του τοκομεριδίου τους, δηλαδή από το ύψος του εκδοτικού τους επιτοκίου. Οι τιμές των ομολογιών οι οποίες διαφέρουν μόνο ως προς τα τοκομερίδια αντιδρούν διαφορετικά σε μεταβολές των επιτοκίων. Αύξηση ή μείωση των επιτοκίων οδηγεί αντίστοιχα σε μείωση ή αύξηση των τιμών των ομολογιών. Η μεταβολή αυτή όμως είναι μεγαλύτερη όσο μικρότερα είναι τα τοκομερίδια των ομολογιών.

Αυτό συμβαίνει γιατί η τιμή που πρέπει να έχει μια ομολογία στην αγορά είναι η προεξόφληση των μελλοντικών εισροών της .Σε μια ομολογία με μικρά τοκομερίδια το μεγαλύτερο μέρος των συνολικών της εισροών θα προέρχεται από την ονομαστική της αξία , η οποία θα καταβληθεί στη λήξη της ομολογίας, παρά από τα τοκομερίδια που θα καταβάλλονται μέχρι την λήξη της εν αντιθέσει με την ομολογία που έχει μεγάλα τοκομερίδια. Κατά συνέπεια , ο κάτοχος μιας ομολογίας με μικρά τοκομερίδια εισπράττει το μεγαλύτερο μέρος των εισροών του αργότερα

από ότι ο κάτοχος μιας ομολογίας με μεγάλα τοκομερίδια. Οι τιμές όμως των ομολογιών στην αγορά καθορίζονται όπως έχουμε αναφέρει και παραπάνω, από την προεξόφληση των εισροών τους στο παρόν, επομένως μια μεταβολή στο προεξοφλητικό επιτόκιο θα επιφέρει μεγαλύτερες μεταβολές στις τιμές των ομολογιών των οποίων οι μεγαλύτερες εισροές είναι πιο απομακρυσμένες χρονικά, από ότι σε εκείνες των οποίων οι μεγαλύτερες εισροές είναι λιγότερο απομακρυσμένες χρονικά.

Άρα οι τιμές των ομολογιών με τα μικρότερα τοκομερίδια έχουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα, λόγω μεταβολής των επιτοκίων.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΩΝ

Από την μελέτη λοιπόν των τριών παραπάνω ομολογιών (Πίνακες 1-5) μπορούμε να συμπεράνουμε ότι στην Ελληνική Αγορά των Ομολόγων δεν ισχύουν τα θεωρήματα του Malkiel κατά 100% και αυτό γιατί οι τιμές των ομολόγων δεν εξαρτώνται αποκλειστικά και μόνο από την πορεία των επιτοκίων αλλά και από την πιστοληπτική ικανότητα του έκδοτη τους. Οι διαφορές λοιπόν των αναμενόμενων αποτελεσμάτων μπορεί να οφείλονται :

- 1 . Υπάρχουν δημοσιονομικά προβλήματα (έλλειμμα , χρέος) που επηρεάζουν τους επενδυτές – κερδοσκόπους και οι οποίοι απαιτούν μεγαλύτερες αποδόσεις , τέτοιες που βρίσκονται σε δυσαρμονία με τα τρέχοντα επιτόκια της αγοράς.
- 2 . Υπάρχουν πολλές εναλλακτικές επενδύσεις για τους επενδυτές οι οποίοι είναι πολύ πιθανόν με μικρή διαφορά απόδοσης να επενδύουν σε ομόλογα χωρών με πολύ μικρότερο βαθμό επικινδυνότητας (χώρες με δυνατή οικονομία που δεν αντιμετωπίζουν κίνδυνο χρεωκοπίας , όπως η Ελλάδα)
3. Η Ελλάδα έχει υπερδανειστεί στην αγορά ομολόγων με αποτέλεσμα οι δευτερογενείς αγορές να παρέχουν ευκαιρίες στους επενδυτές. Ωστόσο ο συχνός δανεισμός στις πρωτογενείς αγορές πιθανόν να δίνει ευκαιρίες στους κερδοσκόπους να ανεβάζουν το κόστος δανεισμού της με αποτέλεσμα να επηρεάζονται και οι τιμές των αγορών στην δευτερογενή αγορά.

Βιβλιογραφία

- 1 . Δημέλη Σ., Κολλιντζάς Τ., Χριστοδουλάκης Ν.Μ. (1997), « Οικονομικές Διακυμάνσεις στην Ελλάδα και την Ευρώπη », εκδόσεις Σταμούλης.
- 2 . Αλεξάκης Π., «Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα » .
- 3 . Βασιλείου Δ., « Διαχείριση Χαρτοφυλακίου » .
- 4 . Δελής Κ., (1996) «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου» , εκδόσεις Σάκκουλα.
- 5 . Θωμαδάκης Σ. , Ξανθάκης Μ ., (1990) « Αγορές χρήματος και κεφαλαίου» , εκδόσεις Σάκκουλα .
- 6 . Καραθανάσης Γ ., (1998) «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές» εκδόσεις Μπένου
- 7 . Παπούλιας Γ., (1997) « Επενδύσεις: διοίκηση και ανάλυση » , αυτόεκδοση
- 8 . Ignacy Chrzanawski. An Introduction to Shipping Economics Fairplay Puplications 1989
- 9 . Fabozzi F., (1996) «Bond portfolio management » , εκδόσεις Frank J.Fabozzi Associates, New Hope
- 10 . .Macaulay F.R. ., (1938) «Some theoretical problems suggested by the movement of interest rates, bond yields and stock prices in the

United States since 1856 , εκδόσεις National Bureau of Economic Research .

11 . Malkiel B.,(1962) « Expectations , bond prices, and the term structure of interest rates » Quarterly Journal of Economics .

12 . Shapiro A.C. (1992)., «Multinational financial management» fourth edition.

13.http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A0702

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

15 . <http://www.pdma.gr> (οργανισμός διαχείρισης δημόσιου χρέους)

16 . <http://finance.in.gr/Article.aspx?articleID=33399> της Τζούλης Καλημέρη

17.<http://www.ethnos.gr/article.asp?catid=11392&subid=2&rupid=8882834> του Δ.Σ. Κανέλλη(13/12/2009)

18 . Τράπεζα της Ελλάδος ΗΔΑΤ-BUSINESS (καθημερινή αποτίμηση ομολογιών)

19 . www.euribor.org (καθημερινή πορεία του euribor εβδομάδος)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Ακολουθούν 5 πίνακες που αφορούν την καθημερινή αποτίμηση 3 ομολογιών και την σύγκριση αυτών με την αντίστοιχη πορεία του euribor εβδομάδος , έτσι ώστε να είναι εφικτό η εξαγωγή συμπερασμάτων για την ισχύ των θεωρημάτων του Malkiel στην Ελληνική Αγορά Ομολόγων .

Ο 1^{ος} -2^{ος} και 3ος πίνακας αποτυπώνουν την καθημερινή πορεία των τιμών τόσο των ομολόγων με τίτλο α) GR0114018436 (5ετές ομόλογο με κουπόνι 3,10% και λήξη την 20/04/2010) β) GR0124026601 (10ετές ομόλογο με κουπόνι 3,7% και λήξη την 20/07/2015) γ) GR0124011454 (10ετές ομόλογο με κουπόνι 6,00% και λήξη την 19/05/2010) όσο και του επιτοκίου euribor, καθώς και την σύγκριση των ημερησίων διαφορών των τιμών τους με την ημερήσια διαφορά του επιτοκίου euribor . Έτσι μπορούμε να διαπιστώσουμε αν ισχύει το πρώτο και το δεύτερο θεώρημα του Malkiel (δηλαδή αν οι τιμές της ομολογίας κινούνται αντίστροφα από τα επιτόκια και αν οι μεταβολές των τιμών της ομολογίας που οφείλονται σε μια ισόποση αύξηση ή μείωση του επιτοκίου δεν είναι συμμετρικές)

Ο 4^{ος} πίνακας είναι καθαρά βοηθητικός του 5^ο πίνακα γιατί σε αυτόν αναφέρονται συγκεντρωτικά η καθημερινή αποτίμηση των παραπάνω ομολογιών αλλά και η καθημερινή πορεία του επιτοκίου euribor .

Ο 5^{ος} πίνακας αφορά την καθημερινή παρακολούθηση της διαφοράς των τιμών των προαναφερόμενων ομολογιών αλλά και την παρακολούθηση της καθημερινής διαφοράς του euribor έτσι ώστε να εξάγουμε συμπεράσματα για το αν ισχύουν το τρίτο , το τέταρτο και το πέμπτο θεώρημα του Malkiel που αναφέρονται στην μεταβλητότητα των τιμών των ομολογιών .