

**ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ: ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**



**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ  
ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ  
ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ**

## **Αγορές χρήματος στην Ελλάδα**

**ΦΟΙΤΗΤΕΣ:**

Γερακιανάκης Μιχαήλ

Μπουγαδάκης Λάμπρος

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:** Γαλυφιανάκης Γεώργιος

**ΗΡΑΚΛΕΙΟ 2014**

## Περιεχόμενα

Εισαγωγή .....	4
Περίληψη .....	6
Κεφάλαιο_1 .....	7
1.1 Ιστορική αναδρομή χρήματος.....	7
1.2 Ορισμοί χρήματος, αγορές χρήματος, αγορές παραγώγων κλπ .....	8
1.2.1 Ορισμός χρήματος.....	8
1.2.2 Αγορές χρήματος(money market).....	11
1.2.3 Αγορές παραγώγων.....	13
1.3 Η σημασία του χρήματος στις σύγχρονες οικονομίες .....	13
1.4 Πλεονεκτήματα από την χρήση του.....	14
Κεφαλαίο 2 .....	15
2.1 Τι είναι αγορές χρήματος .....	15
2.2 Διαχωρισμός τους. ....	16
2.2.1 Άμεση χρηματοδότηση. ....	16
2.2.2 Έμμεση χρηματοδότηση.....	18
2.2.3 Χαρακτηριστικά μιας «καλής» αγοράς. ....	20
2.3 Πρόσβαση σε αυτές από κράτος και ιδιώτες.....	22
2.3.1 Κρατική πρόσβαση .....	22
2.3.2 Ιδιωτική πρόσβαση.....	23
2.4 Αλληλεπίδραση με τη πραγματική οικονομία. ....	25
Κεφάλαιο_3 .....	28
3.1 Αγορές παραγώγων.....	28
3.2 Ορισμοί.....	28
3.3 Συμβολή τους στην πρόσφατη οικονομική κρίση.....	30
3.4 Νομικό καθεστώς πριν και μετά τη κρίση που τις διέπει .....	38
3.4.1 Χρηματοοικονομική σταθερότητα .....	39
3.4.2 Προστασία των επενδυτών .....	39
3.4.3 Ενιαίο εγχειρίδιο .....	40
3.4.4 Εποπτεία.....	40
3.4.5 Σύγκλιση .....	41
3.5 Αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο αγοράς παραγώγων. ....	43

3.5.1 Ο στόχος της οδηγίας MiFID II σε σχέση με την οικονομική σταθερότητα και τη διασφάλιση της διαφάνειας και την καλή λειτουργία των αγορών.....	48
3.5.2 Ποιο θα είναι το μέλλον και η δομή των εξωχρηματιστηριακών αγορές παραγώγων. ....	49
Κεφαλαίο_4.....	50
4.1 Ορισμός Κεντρική τράπεζα Ελλάδος.....	50
4.1.1 Αρμοδιότητες στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος.....	51
4.1.2 Άλλες Αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος.....	51
4.2 Ιστορικά στοιχεία .....	52
4.3 Συμβολή στην οικονομική πολιτική της Ελλάδας .....	53
4.4 Ρόλος της στην ελληνική οικονομία και λειτουργίες της.....	55
4.4.1 Ενδυνάμωση της μικροεποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων .....	56
4.4.2 Ο Νόμος 3723/2008 για την ενίσχυση της ρευστότητας .....	58
4.4.3 Οι ελληνικές τράπεζες και η σημασία των αποφάσεων του Ευρωσυστήματος.....	59
4.5 Οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ για τα επιτόκια. ....	61
4.5.1 2010-2013: Η χρηματοπιστωτική κρίση και οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος....	61
Κεφάλαιο 5 .....	66
5.1 Θεσμός Κεντρική Τράπεζα .....	66
5.2 Λειτουργίες την ΕΕΚ και αρμοδιότητες .....	67
5.2.1 Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ).....	68
5.2.2 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) .....	68
5.2.3 Αρμοδιότητες της ΕΚΤ .....	70
5.2.4 Χρηματοδοτικές και γενικές διατάξεις.....	70
5.3 Ρυθμιστικός της ρόλος προ και μετά κρίσης για τα κράτη μέλη. ....	71
5.4 Ρυθμιστικός της ρόλος στην ευρωπαϊκή πολιτική αγοράς χρήματος .....	74
Βιβλιογραφία .....	77
Ελληνική βιβλιογραφία .....	77
Ξένη βιβλιογραφία.....	78
Διδακτικές πηγές .....	79

## Εισαγωγή

Η παρούσα εργασία έγινε στα πλαίσια ολοκλήρωσης των σπουδών μας στο τμήμα Λογιστικής, του Τεχνολογικού Εκπαιδευτικού Συστήματος. Το θέμα που πραγματεύεται η εργασία αφορά τις αγορές χρήματος.

Στο πρώτο κεφάλαιο ξεκινάμε με μια ιστορική ανάδρομη στην κυκλοφορία του χρήματος και την χρήση των κοχυλιών ως νόμισμα και φτάνουμε μέχρι την δημιουργία των πρώτων νομισμάτων. Εν συνεχεία δίνονται η ορισμοί του χρήματος με αναφορές σε αυτές και τις αγορές παραγώγων. Ακολουθεί μια ανάλυση της σημασία τους χρήματος στις σύγχρονες κοινωνίες και το κεφάλαιο κλίνει με τα πλεονεκτήματα από την χρήση του χρήματος.

Ακολούθως στο κεφάλαιο 2 γίνεται αναφορά στις αγορές χρήματος και συνεχίζεται η ανάλυση των διαχωρισμών τους σε άμεσης και έμμεσης χρηματοδότησης. Επίσης στο κεφάλαιο αυτό προσδιορίζονται τα χαρακτηριστικά της καλής αγοράς και αναφέρονται στην σημαντικότητα και τα βασικότερα χαρακτηριστικά της. Στην συνέχεια του κεφαλαίου ασχολούμαστε με το διαχωρισμό των αγορών χρήματος όσων αφορά την προσβασιμότητα σε αυτές από το δημόσιο και τους ιδιώτες , ακολουθεί ανάλυση των επιπτώσεων στην πραγματική οικονομία από τις μεταβολές τις αγορές χρήματος.

Το επόμενο κεφάλαιο καλύπτεται από τις αγορές παραγώγων προϊόντων αρχίζοντας με τον ορισμό αυτών, ακολουθεί μια σύντομη αναφορά στην συμβολή τους στην πρόσφατη οικονομική κρίση και την έλλειψη ρευστότητας που αυτές προκάλεσαν. Γίνεται αναφορά στο νομικό καθεστώς που τους ακολουθούσε πριν και μετά την κρίση και τα μέτρα που παρήχθησαν για την προστασία των καταναλωτών και των αγορών. Γίνεται αναφορά στο κανονιστικό πλαίσιο που διέπει την αγορά παραγώγων. Κι γίνονται γενικότερα προβλέψεις και αναφέρονται οι σχεδιασμοί για των μέλλον των παραγώγων.

Το επόμενο τέταρτο κεφάλαιο ασχολείται με την Τράπεζα της Ελλάδος, στο πρώτο υποκεφάλαιο δίνονται τα βασικά χαρακτηριστικά της όπως οι αρμοδιότητες εντός και εκτός ευρώ-συστήματος. Ακολουθούν κάποια ιστορικά στοιχεία και εν συνεχεία παρουσιάζεται ή συμβολή της στην ελληνική οικονομία και το κεφάλαιο

ολοκληρώνεται με την ανάλυση και των ρόλο των λειτουργιών της για την ελληνική οικονομία.

Στο τελευταίο κεφάλαιο παρουσιάζεται ο θεσμός της κεντρικής τράπεζας για κάθε κράτος, αναλύονται οι λειτουργίες και οι αρμοδιότητες της ευρωπαϊκής κεντρικής τράπεζας και της χρηματοδοτικές διατάξεις που διέπουν της λειτουργία της. Επίσης παρουσιάζεται ο ρυθμιστικός της ρόλος πριν και μετά την κρίση. Και η εργασία ολοκληρώνεται με την αναφορά στο ρυθμιστικό ρόλο που τις έχει ανατεθεί στην ευρωπαϊκή αγορά χρήματος.

## Περίληψη

Κάθε οικονομική μονάδα είτε είναι μια επιχείρηση είτε ένα ολόκληρο κράτος είναι άμεσα συνδεδεμένο ποια σε ένα παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα, το οποίο συνδέεται με το εκάστοτε εθνικό χρηματοοικονομικό σύστημα κάθε κράτους, το οποίο θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα να μεταφέρει κεφάλαια από τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες σε μια πολλή απλοποιημένη του μορφή και λειτουργία. Τα ερωτήματα στην παρούσα εργασία έχουν να κάνουν με την λειτουργία του, την μορφή, το νομικό πλαίσιο κλπ χαρακτηριστικά του. Το παραπάνω ερωτήματα ανακύπτουν μέσα από διαδικασίες για το αν εξασφαλίζεται ότι το χρηματοοικονομικό σύστημα διοχετεύει τους αποταμιευτικούς πόρους της κοινωνίας σε παραγωγικές δραστηριότητες και όχι σε ανεδαφικά επενδυτικά σχέδια. Από το γεγονός αν υπάρχουν τράπεζες ή πως μετράται το προϊόν που παράγουν κλπ.

Το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι αρκετά ποιο πολύπλοκο από την ποιο πάνω περιγραφή τόσο στην διάθρωση όσο και στην λειτουργία του. Υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τύποι χρηματοοικονομικών τραπεζών, όπως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλοι θεσμικοί επενδυτές, που δραστηριοποιούνται στις αγορές κεφαλαίων κ.λ.π. Στην καρδιά αυτού του συστήματος είναι το τραπεζικό σύστημα το οποίο συνυπάρχει και αλληλοεξαρτάται από την κεντρική τράπεζα, τις εμπορικές τράπεζες και τους ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς. Οι εμπορικές τράπεζες ασχολούνται με πάσης φύσεως τραπεζικές εργασίες διαμεσολαβώντας μεταξύ πλεονασματικών και ελλειμματικών μονάδων. Οι ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί διαθέτουν άδεια για τη διεξαγωγή περιορισμένων τραπεζικών εργασιών. Ο ευρύτερος χρηματοοικονομικός τομέας περιλαμβάνει εκτός του τραπεζικού συστήματος και μια σειρά εταιριών που συνήθως ονομάζονται «θεσμικοί επενδυτές», όπως είναι οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τα αμοιβαία κεφάλαια, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρίες κλπ.

Στην Ελλάδα και στις περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες υφίσταται ένα μικτό σύστημα ομίλων. Οι μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι συμπεριλαμβάνουν ένα πλήθος εταιριών, που καλύπτουν όλο το φάσμα των διαμεσολαβητικών χρηματοοικονομικών εργασιών αξιοποιώντας τις οικονομίες κλίμακας και της οικονομίες εύρους που προκύπτουν από τις συμπληρωματικές δραστηριότητες.

# Κεφάλαιο\_1

## 1.1 Ιστορική αναδρομή χρήματος

Η ιστορία του χρήματος χάνεται στα βάθη των αιώνων της ανθρώπινης ιστορία και θα μπορούσε να χαρακτηριστεί από τις αρχαιότερες ανακαλύψεις του ανθρώπου αλλά και από τις ποιο σημαντικές. Η σημαντικότητα του πέραν από την χρηστική έδωσε την δυνατότητα να δημιουργήσει πιο καλά οργανωμένες κοινωνίες.

Οι πρώτες ανακαλύψεις όπως η φωτιά, η καλλιέργει της γης αλλά και η κτηνοτροφία περιόρισε την ανάγκη για διαρκεί μετακίνηση για την αναζήτηση τροφής. Με την δημιουργία των πρώτων οικισμών. Προκειμένου να ικανοποιούν τις ανάγκες τους, αντάλλασαν προϊόντα που είχαν σε πλεόνασμα με άλλα τα οποία δεν μπορούσαν να καλλιεργήσουν ή είχαν σε έλλειψη. Με τον καιρό οι άνθρωποι συνειδητοποίησαν ότι αυτές οι ανταλλαγές δεν ήταν πάντοτε δίκαιες. Γιατί, για παράδειγμα, ένα κιλό λάδι δεν είχε την ίδια αξία με ένα κιλό μήλα. Επίσης, κάποια αγαθά ήταν εποχικά. Ας πούμε ότι κάποιος καλλιεργούσε ντομάτες, που βγαίνουν το καλοκαίρι. Τι θα έκανε το χειμώνα που δεν θα είχε παραγωγή για να ανταλλάξει;

Τα προβλήματα που ανέκυψαν λύθηκαν με τη χρήση αντικειμένων που είχαν αντιπροσωπευτική αξία, όπως ήταν τα κοχύλια. Συμφωνήθηκε ότι για να πάρει κάποιος ένα κιλό πορτοκάλια θα έπρεπε να δώσει 10 κοχύλια ή ότι κρέας αξίας 1 κιλού αντιστοιχούσε σε 20 κοχύλια.

Με την έναρξη της εκμεταλλευτής των μετάλλων η έννοια του χρήματος άρχισε να αναπτύσσεται πιο έντονα. Οι άνθρωποι άρχισαν να επεξεργάζονται το μέταλλο σε διαφορετικές εποχές ανάλογα με την περιοχή.

Στον ελλαδικό χώρο άρχισαν να το χρησιμοποιούν μετά τον 11ο π.χ. Λόγο της σπανιότητας των μετάλλων αποφασιστική η χρήση του και ως χρήμα, ως μέσο δηλαδή για τις συναλλαγές τους και να αντικαταστήσουν με αυτό τα κοχύλια.

Αυτή ήταν η αρχή για τη δημιουργία των πρώτων νομισμάτων και οι ανταλλαγές και οι συναλλαγές έγιναν πιο εύκολες και δίκαιες.

*Κων/νος Ι Καρφάκης, Κώστας Ι Μελάς, Θεοφάνης Ε Μπένος, Αρχές Νομισματικής Θεωρίας και Πολιτικής, Εκδόσεις Μπένου (2000),σελ.14- 16.*

## **1.2 Ορισμοί χρήματος, αγορές χρήματος, αγορές παραγώγων κλπ**

### **1.2.1 Ορισμός χρήματος**

Ξεκινώντας την παρούσα εργασία κρίθηκε απαραίτητο να αναφερθούν οι βασικές εισαγωγικές έννοιες. Αρχικά προσπαθήσαμε να προσδιορίσουμε το τι είναι χρήμα, ως χρήμα ορίζεται το σύνολο των οικονομικών αξιών που οι άνθρωποι χρησιμοποιούν σε καθημερινή βάση για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών και την αποπληρωμή δανείων.

Ως χρήμα θα μπορούμε να χρησιμοποιηθεί ένα αντικείμενο αρκεί να τηρούνται δύο προϋποθέσεις:

- 1) Η οικονομία να έχει στοιχειώδη οργάνωση για να πραγματοποιούνται συναλλαγές.
- 2) Το αντικείμενο να γίνεται αποδεκτό ως μέσο πληρωμών από όλους του συναλλασσόμενους.

Ανεξάρτητα όμως από όλα τα παραπάνω οι τρεις βασικές λειτουργίες του χρήματός είναι:

- Λειτουργία ως μέσου ανταλλαγής των αγαθών: Είναι προφανής η εξυπηρέτηση που μας δίνει το χρήμα, ως μέσο ανταλλαγής των προϊόντων και των υπηρεσιών, λόγο της αναγνώρισης στις συναλλαγές από όλα τα μέλη της κοινωνίας.
- Η δυνατότητα του να λειτουργεί μονάδα μέτρησης της αξίας των αγαθών, δηλαδή καθιστά δυνατή την καταγραφή όλων των τιμών των αγαθών σε ενιαίες τιμές αλλά και τα δάνεια και τις πιστώσεις που λαμβάνουν χώρα σε ορισμένο τόπο και χρόνο.
- Η λειτουργία ως μέσου συσσώρευσης και διατήρησης αξιών και πλούτου, Η λειτουργία αυτή παρέχει τη δυνατότητα της μεταφοράς αγοραστικής δύναμης



στο μέλλον, με τη διατήρηση σε ρευστή μορφή της ποσότητας του χρήματος με τη μορφή αποταμιεύσεων.

Το χρήμα με τη μορφή μετάλλων, μπορεί να διακριθεί σε αυτό της πλήρους εσωτερικής ή αντιπροσωπευτικής αξίας. Σε αυτό της εσωτερικής αξίας η αναγραφόμενη σε αυτό αξία είναι ίση με την τιμή του μετάλλου από το οποίο είναι κατασκευασμένο. Στην μορφή της αναγραφόμενης αξίας αντιπροσωπεύει ένα μικρό μέρος της τιμής του μετάλλου στην αγορά και η κυβέρνηση εγγυάται την πλήρη κάλυψη της αναγραφόμενης τιμής του νομίσματος αυτού. Στην περίπτωση ύπαρξης διαφοράς μεταξύ της αναγραφόμενης αξίας ενός νομίσματος από αυτής που έχει σαν εμπόρευμα, αυτό ονομάζεται εκδοτικό προνόμιο του διακινητή του χρήματος. Ένα πρόβλημα που εμφανίζεται στο περιεκτικό χρήμα είναι αυτό που συνδέεται με τη διαφορά που είναι δυνατό να προκύψει μεταξύ της ονομαστικής του αξίας και της τιμής του σαν εμπόρευμα στην αγορά. Συγκεκριμένα, όταν η αγοραία αξία διαμορφωθεί σε υψηλότερα επίπεδα της αναγραφόμενης αξίας, τότε δίνεται κίνητρο στους κατέχοντες νομίσματα να τα τήξουν ώστε να εξασφαλίσουν επιπλέον κέρδη. Σε αυτήν όμως την περίπτωση το χρήμα εξαφανίζεται από την αγορά σαν αποτέλεσμα αυτού είναι η εμφάνιση του νόμου του Gresham, που είναι ευρύτερα γνωστός με το απόφθεγμα: "το κακό διώχνει το καλό χρήμα".

Το χρήμα σαν αγαθό με το πέρασμα των χρόνων και με το πρόβλημα που περιέγραψε ποιο πάνω αντικαταστάθηκε με το χρήμα απαίτηση ή πιστωτικό χρήμα. Η συγκεκριμένη μορφή χρήματος έχει μηδαμινή ονομαστική αξία, συνιστά όμως αξίωση από αυτόν που το έχει εκδώσει. Το χρήμα αυτό εκδίδεται είτε από την κυβέρνηση και την κεντρική τράπεζα, είτε από τις τράπεζες. Το χρήμα που εκδίδεται από την κυβέρνηση και την κεντρική τράπεζα έχει συνήθως τη μορφή κερμάτων και χαρτονομισμάτων, αυτό που εκδίδουν τα πιστωτικά ιδρύματα, έχει τη μορφή τραπεζογραμματίων και καταθέσεων όψεως. Το χρήμα που εκδίδεται από την κυβέρνηση και τις νομισματικές αρχές με τη μορφή κερμάτων και χαρτονομισμάτων, κυκλοφορεί επειδή το επιβάλλει ο νόμος και δεν μετατρέπεται από τα αποθεματικά της Κεντρικής Τράπεζας είναι γνωστό σαν χρήμα αναγκαστικό. Το χρήμα ποια σε όλες σχεδόν τις κοινωνίες το χρήμα έχει αυτή τη μορφή και παρά την ανύπαρκτη αγοραία αξία του περιβάλλεται από την εμπιστοσύνη του κοινού αφού του επιτρέπει με τη χρήση του την ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών. Διακρίνονται επίσης και

άλλες μορφές χρήματος: Το Πρωτογενές χρήμα, που αποτελείται από υποχρεώσεις των νομισματικών αρχών, με τη μορφή κερμάτων και χαρτονομισμάτων, και καταθέσεων όψεως εμπορικών τραπεζών στην κεντρική τράπεζα. Το πρωτογενές χρήμα αποτελεί το τελευταίο μέσο πληρωμών και αποτελεί τη νομισματική βάση. Το Δευτερογενές χρήμα είναι οι αξιώσεις ιδιωτών απέναντι στο τραπεζικό σύστημα.

Τέλος το οιονεί χρήμα που αποτελείται από πιστωτικά στοιχεία ενεργητικού που διαθέτει το κοινό και τα οποία μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα χωρίς μεγάλη απώλεια της ονομαστικής τους αξίας. Αυτά μπορεί να αποτελούνται από καταθέσεις προθεσμίας, έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων. Το οιονεί χρήμα λόγο του γεγονότος ότι σε αυτό προστίθεται επιτόκιο λειτουργεί και σαν μέσο διατήρησης της περιουσίας. Αυτό που διακρίνει το χρήμα από το οιονεί χρήμα είναι ο βαθμός ρευστότητας. Το χρήμα αποτελεί το πλέον ρευστό περιουσιακό στοιχείο που ανταλλάσσεται άμεσα με αγαθά και υπηρεσίες. Το οιονεί χρήμα πρέπει να ρευστοποιηθεί σε χρήμα ώστε η ανταλλαγή να επιτευχθεί.

Οι προσωπικοί ηλεκτρονικοί υπολογιστές και η χρήση του διαδικτύου στους όποιους έχουν ποια πρόσβασή σχεδόν όλοι ποία η χρήση του λεγόμενου *ηλεκτρονικού χρήματος* καθιστά το συνολικό κόστος συναλλαγών ακόμα χαμηλότερο. Σημαντικά χρηματικά ποσά μεταξύ των Τραπεζών, Ειδικών Πιστωτικών Ιδρυμάτων και Μεγάλων Επιχειρήσεων μεταφέρεται ποια ηλεκτρονικά χωρίς να μεσολαβή ανταλλαγή επιταγών ή χαρτονομισμάτων. Οι πλέον διαδεδομένες ηλεκτρονικές πληρωμές έχουν τη μορφή *χρεωστικών καρτών, καρτών ενσωματωμένης αξίας, ηλεκτρονικών μετρητών και ηλεκτρονικών επιταγών*. Οι χρεωστικές κάρτες μοιάζουν με πιστωτικές κάρτες αλλά αυτές συνδέονται με τον προσωπικό τραπεζικό λογαριασμό του κατόχου τους και δίνουν τη δυνατότητα της άμεσης μεταβίβασης του χρηματικού αποθέματος στο λογαριασμό του εμπόρου με τον οποίο μπορεί να πραγματοποιεί συναλλαγές. Σε αντίθεση με τις πιστωτικές κάρτες που η εξόφληση του χρέους απαιτεί κάποια χρονική διάρκεια στη περίπτωση των χρεωστικών καρτών η πληρωμή είναι άμεση. Οι κάρτες ενσωματωμένης αξίας, που στη πρόσφατη εξέλιξη τους είναι γνωστές σαν *έξυπνες κάρτες*, περιέχουν ένα μικροεπεξεργαστή ο οποίος έχει τη δυνατότητα να γεμίζει σαν πορτοφόλι το ποσό των χρημάτων που εμείς επιθυμούμε να μεταβιβάσουμε από τον λογαριασμό μας. Με τις αγορές η κάρτα

αδειάζει και συμπληρώνεται ανάλογα με τις ανάγκες συναλλαγών μας. Τα ηλεκτρονικά μετρητά είναι μια μορφή ηλεκτρονικού χρήματος που χρησιμοποιείται μέσω του διαδικτύου για αγορές αγαθών ή υπηρεσιών. Στη περίπτωση αυτή ο καταναλωτής συνδέει τον προσωπικό του τραπεζικό λογαριασμό με την διεύθυνση της Τράπεζας στο διαδίκτυο και πραγματοποιεί τις συναλλαγές του μέσω του προσωπικού του υπολογιστή. Ο έμπορος ή ο πωλητής μέσω ενός πιστοποιημένου ασφαλούς συστήματος συναλλαγών έχει τη δυνατότητα να μεταφέρει τα απαιτούμενα για τη συναλλαγή ποσά από το τραπεζικό λογαριασμό του καταναλωτή στον προσωπικό του λογαριασμό και στη συνέχεια να αποστείλει τα αγαθά ή να εκτελέσει τις απαιτούμενες υπηρεσίες. Τέλος, οι ηλεκτρονικές επιταγές δίνουν τη δυνατότητα σε όσους κάνουν χρήση του διαδικτύου και διατηρούν τραπεζικούς λογαριασμούς να εξοφλούν τους λογαριασμούς τους ή να συναλλάσσονται χωρίς να κάνουν χρήση βιβλίου επιταγών. Η χρήση αυτής της διαδικασίας έχει συμβάλει σημαντικά στη μείωση του τραπεζικού κόστους και τείνει να εξελιχθεί σε κυρίαρχη μορφή συναλλαγών στο μέλλον.

*Κων/νος Ι Καρφάκης, Κώστας Ι Μελάς, Θεοφάνης Ε Μπένος, Αρχές Νομισματικής Θεωρίας και Πολιτικής, Εκδόσεις Μπένου 2000,σελ.14- 16.*

### **1.2.2 Αγορές χρήματος(money market)**

Το χρηματοδοτικό σύστημα αποτελεί ένα σύνολο θεσμών και στοιχείων ώστε να δημιουργείται ένα περιβάλλον που διευκολύνει τη μεταφορά κεφαλαίων ανάμεσα στους διάφορους ενδιαφερόμενους. Στην πράξη, υπάρχουν δύο στοιχεία του χρηματοδοτικού συστήματος με βάση τη χρονική διάρκεια των διακινούμενων, η αγορά χρήματος και η αγορά κεφαλαίου.

Η αγορά χρήματος αντιστοιχεί στο δίκτυο πιστωτικών οργανισμών στο οποίο συνυπάρχουν οι οικονομικές μονάδες για να συνάψουν συμβόλαια και δάνεια. Σε αυτή την αγορά διακινούνται χρεόγραφα βραχυχρόνιας διάρκειας. Τα βασικά χαρακτηριστικά αυτών των χρεογράφων είναι:

- Ο χαμηλός κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων του εκδότη.
- Η υψηλή δυνατότητα ρευστοποίησης από πλευράς των κατόχων.

Η αγορά κεφαλαίου χαρακτηρίζει το θεσμό μέσω του οποίου διακινούνται αξιόγραφα με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα. Η διακίνηση αυτών των τίτλων γίνεται σε οργανωμένες αγορές και τα βασικά χαρακτηριστικά τους είναι:

- Υψηλότερος κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων από πλευράς των εκδοτών
- Η σημαντική διακύμανση των τιμών των αξιόγραφων.

Οι κύριοι εκδότες των χρεογράφων που διακινούνται στην αγορά χρήματος είναι το Δημόσιο, οι Τράπεζες, μεγάλες ασφαλιστικές εταιρίες και μεγάλες βιομηχανικές ή εμπορικές εταιρίες. Σκοπός αυτής της αγοράς είναι η άντληση κεφαλαίων με σκοπό τη χρηματοδότηση των αναγκών τους. Θα δούμε τώρα πιο αναλυτικά τα πιο σημαντικά βραχυχρόνια χρεόγραφα που διακινούνται στην Ελληνική χρηματαγορά. Ο ρόλος των αγορών χρήματος και κεφαλαίου είναι πρωταρχικός για την οικονομία. Για παράδειγμα, οι δύο αγορές:

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

*Δρ Νίκος Πορφύρης, Δρ Κωνσταντίνος Πέτσας, Οι αγορές Χρήματος, κεφαλαίου και παραγώγων προϊόντων και οι επενδύσεις, για το χρηματιστήριο Αθηνών.*

### 1.2.3 Αγορές παραγώγων

Η ζήτηση για αποτελεσματικές συναλλαγές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων αυξάνεται ως αποτέλεσμα των όλο και περισσότερο έντονων διακυμάνσεων των τιμών στις χρηματοοικονομικές αγορές από την δεκαετία του 1970 και έπειτα και ο λόγος αυτός διότι αυτές οι έντονες διακυμάνσεις προσφέρουν και την δυνατότητα για μεγαλύτερα κέρδη. Ένα χρηματιστήριο στο οποίο διαπραγματεύονται συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης κυρίως εξυπηρετεί το σκοπό της διαχείρισης κινδύνου. Μηχανισμοί συναλλαγών σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης αναπτύχθηκαν οπουδήποτε οι επιχειρηματικοί κίνδυνοι αυξήθηκαν ως συνέπεια της βιομηχανοποίησης και συνεπώς, έπρεπε να αντισταθμιστούν. Οι συναλλαγές σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης δίνουν τη δυνατότητα να μοιραστεί ο κίνδυνος σε έναν αριθμό συναλασσόμενων. Τα χρηματιστήρια παραγώγων έφτιαξαν μία αγορά μεταφοράς κινδύνου στην οποία η κερδοσκοπία δεν είναι από μόνη της σκοπός, αλλά ένα απαραίτητο συστατικό στοιχείο της λειτουργίας μεταφοράς κινδύνου.

### 1.3 Η σημασία του χρήματος στις σύγχρονες οικονομίες

Το χρήμα σαν μέσο ανταλλαγών δίνει την δυνατότητα καταμερισμού και εξειδίκευσης της εργασίας. Συνέπεια αυτού είναι η αποτελεσματική κατανομή των πλουτοπαραγωγικών πόρων για μια οικονομία. Παράλληλα σαν μέσο πληρωμών καταργεί την προϋπόθεση διπλής σύμπτωσης των αναγκών, επιτρέπει την πραγματοποίηση των συναλλαγών και διευκολύνει την πληρωμή της αμοιβής των συντελεστών παραγωγής, δηλαδή μισθούς, κέρδη, επιτόκια και ενοίκια της γης.

Επίσης μέτρο αξιών μειώνει το συναλλακτικό κόστος, διευκολύνοντας περαιτέρω τις αγοραπωλησίες αγαθών και υπηρεσιών. Τέλος, οι λειτουργίες του σαν μέσο διατήρησης της περιουσίας και σαν μέτρο μελλοντικών παροχών και πληρωμών, ευνοούν την αποταμίευση, ενθαρρύνουν τις επενδύσεις και καθιερώνουν τις τραπεζικές και άλλες χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες, αφού τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα λειτουργούν σαν ασφαλείς ενδιάμεσοι μεταξύ δανειστών και δανειζομένων. Και οι τέσσερις λειτουργίες του ταυτόχρονα εξασφαλίζουν υψηλά επίπεδα διαβίωσης, ιδιαίτερα στις αναπτυγμένες οικονομίες. Παράλληλα δίνουν τη δυνατότητα στους

ασκούντες την οικονομική πολιτική μέσου του ελέγχου της προσφοράς του να κατευθύνουν την οικονομία προς τους επιθυμητούς στόχους.

#### 1.4 Πλεονεκτήματα από την χρήση του.

Για να έχει την δυνατότητα το χρήμα να λειτουργεί με της παραπάνω λειτουργίες απαιτείται η εξασφάλιση ορισμένων τεχνικών προϋποθέσεων που θα διασφαλίζουν την ομαλή κυκλοφορία του στην αγορά. Σαν επιθυμητές ιδιότητες του χρήματος θεωρούνται οι παρακάτω:

- Θα πρέπει να είναι εύχρηστο και να μεταφέρεται εύκολα. Με την ιδιότητά του αυτή, επιτρέπεται η πραγματοποίηση συναλλαγών σε οποιοδήποτε σημείο και να δυνατέ η δυνατότητα πραγματοποιήσεις μεγάλου όγκου συναλλαγών.
- Θα πρέπει να έχει φυσική διάρκεια να είναι δηλαδή ανθεκτικό ώστε να μπορεί να λειτουργεί και σαν μέσο διατήρησης της περιουσίας.
- Η διαιρετότητα σαν επιθυμητή ιδιότητα επιτρέπει την πραγματοποίηση συναλλαγών μικρής αξίας, αλλά δίνει τη δυνατότητα να πραγματοποιηθούν πολύπλοκες συναλλαγές με ακρίβεια.
- Θα πρέπει να είναι Ομοιογενές ή τυποποιημένο, να αποτελείται δηλαδή από μονάδες ίσης αξίας και να είναι κατασκευασμένο από το ίδιο αγαθό φυσικό. Η ομοιογένεια εξασφαλίζει τη βεβαιότητα στους συναλλασσόμενους για τι ακριβώς λαμβάνουν όταν πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους.
- Η Αναγνώριση του χρήματος από το κοινό αποτελεί προϋπόθεση για διενέργεια συναλλαγών. Όταν το χρήμα να μη αμφισβητείται η γνησιότητά του. Τέλος, θα πρέπει να εκδίδεται κάτω από σταθερές συνθήκες προσφοράς και ζήτησης, ώστε να αποφεύγονται διακυμάνσεις στην ονομαστική αξία του χρήματος και κατά συνέπεια στο γενικό επίπεδο τιμών.

Bryant, R. C., Garganas, R. C. and Tavlas G. S. (eds) (2001) Greece's Economic Performance and Prospects, Bank of Greece and The Brookings Institution.

## Κεφαλαίο 2

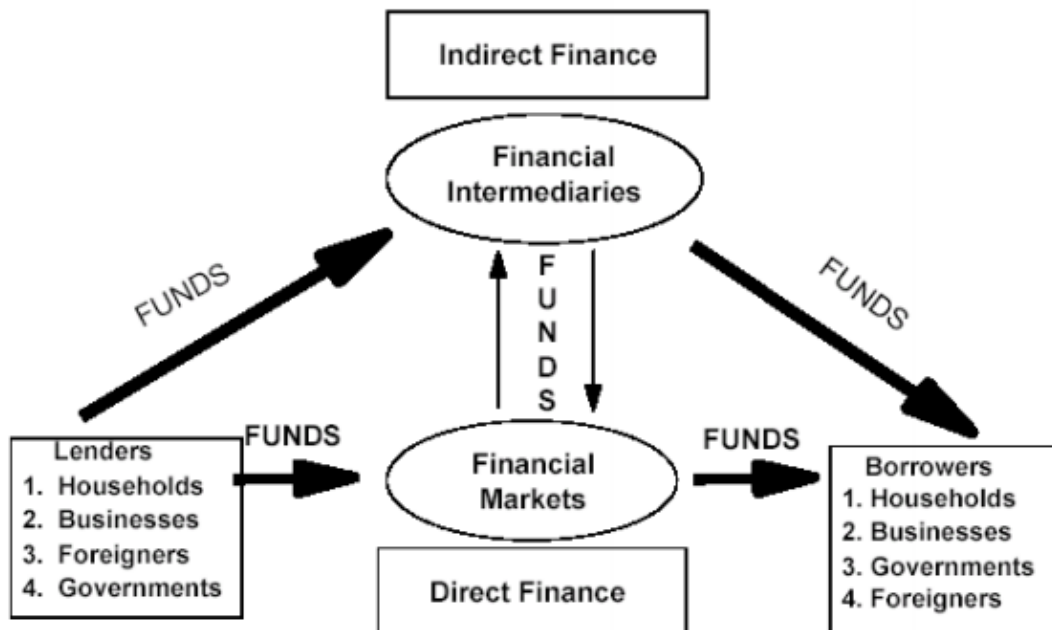
### 2.1 Τι είναι αγορές χρήματος.

Οι Χρηματοοικονομικές Αγορές είναι αγορές χρήματος και κεφαλαίου που διευκολύνουν τη μεταφορά χρήματός από τις πλεονασματικές μονάδες που δεν τα έχουν άμεσα ανάγκη, όπως οικονομούντα άτομα, νοικοκυριά, επιχειρήσεις, κυβερνήσεις στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες όπως νοικοκυριά, οικονομούντα άτομα, επιχειρήσεις, κυβερνήσεις οδηγώντας έτσι, σε μια αποτελεσματικότερη χρήση των οικονομικών πόρων.

Πλεονασματικές οικονομικές μονάδες χαρακτηρίζονται εκείνες, οι οποίες στο τέλος του έτους έχουν πιστωτικό υπόλοιπο, ενώ οι ελλειμματικές οικονομικές μονάδες έχουν χρεωστικό υπόλοιπο. Η διαδικασία με την οποία διευκολύνεται η μεταφορά κεφαλαίων από τις μεν στις δε είναι ο δανεισμός κεφαλαίων των αποταμιευτών στους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές. Ο χρηματοπιστωτικός διαμεσολαβητής δεσμεύεται έναντι του αποταμιευτή την πληρωμή του κεφαλαίου τους προσθέτοντας σε αυτό έναν τον τόκο, για κάποια μελλοντική χρονική στιγμή. Το παρακάτω διάγραμμα 2.11 μα παρουσιάζει τη διαδικασία μεταφοράς κεφαλαίων μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος.

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1.

### Μεταφορά κεφαλαίων μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος



*Bernard Lietaer, The Future of Money: Creating New Wealth, Work and a Wiser World, Century, 2001.*

## 2.2 Διαχωρισμός τους.

### 2.2.1 Άμεση χρηματοδότηση.

Σε περιπτώσεις άμεσης χρηματοδότησης η πλεονασματική οικονομική μονάδα παρέχει χρήμα στην ελλειμματική οικονομική μονάδα, με αντάλλαγμα κάποιο ποσό παραπάνω στο μέλλον με την μορφή τόκων η μεταξύ τους συναλλαγή γίνεται με απευθείας διαπραγμάτευση μεταξύ των συναλλασσόμενων.

Τα προβλήματα που προκύπτουν στην περίπτωση της άμεσης χρηματοδότησης είναι:

- Η περιορισμένη πληροφόρηση που έχουν οι αντισυμβαλλόμενοι.
- Ικανότητα εξειδικευμένων γνώσεων, χρόνου και κόστους διαχείρισης των υφιστάμενων πληροφοριών, που συνδέεται άμεσα με το παραπάνω πρόβλημα.



- Διαφοροποίηση στο ύψος ή στη διάρκεια της συναλλαγής ή και στα δύο ταυτόχρονα.
- Η μη-εξασφάλιση της φερεγγυότητας των αντισυμβαλλομένων.
- Η μη-εξασφάλιση ότι η τιμή πώλησης του αξιογράφου από τον κάτοχό του θα γίνεται σε τιμή υψηλότερη της τιμής αγοράς.

Τα προβλήματα αυτά χαρακτηρίζονται ως σημαντικά και αναφέρονται σαν προβλήματα αντιπροσώπευσης ή προβλήματα εντολέα εντολοδόχου. Τα προβλήματα μεγαλώνουν των κίνδυνο λόγο του γεγονότος ότι οι ιδιοκτήτες θα δρουν με τρόπο που δεν θα είναι προς το συμφέρον των αποταμιευτών. Συνεπώς, για τη μείωση του κινδύνου αυτού οι αποταμιευτές θα πρέπει να αναλάβουν ένα κόστος έλεγχου των ενεργειών της επιχείρησης. Έτσι, έχουμε αύξηση του κόστους συλλογής πληροφορίας. Όσο δυσκολότερη και ακριβής σε χρήμα είναι η συλλογή πληροφοριών τόσο ευκολότερα δύσκολο είναι να ολοκληρωθούν τα συμβόλαια αυτά. Αυτό για την περίπτωση που ο αποταμιευτής μπορεί να ζημιωθεί από τη δανειζόμενη επιχείρηση.

Βέβαια, οι αγορές άμεσης χρηματοδότησης δεν έχουν την δυνατότητα να λειτουργούν με καθεστώς συγκεκριμένου θεσμικού πλαισίου και λειτουργούν κάτω από κοινούς κανόνες που ισχύουν για όλους τους συναλλασσόμενους σε αυτήν. Εδώ θα πρέπει να αναφέρουμε ότι τα σημαντικά πλεονεκτήματα των συναλλαγών αυτών είναι η απουσία γραφειοκρατικών διαδικασιών, η ταχύτητα των συναλλαγών και οι περιορισμένες νομικές διατυπώσεις, που απαιτούνται για την ολοκλήρωση των συναλλαγών αυτών.

Οι έμποροι χρεογράφων διαθέτουν απόθεμα χρεογράφων και είναι έτοιμοι κάθε στιγμή να πραγματοποιήσουν συναλλαγές χρεογράφων που διαθέτουν. Με τον τρόπο αυτό προσφέρουν ρευστότητα στην αγορά. Το όφελος που αποκομίζουν ισούται με τη διαφορά μεταξύ της τιμής προσφοράς που είναι η υψηλότερη τιμή που ο dealer θέλει να πουλήσει και της ζητούμενης τιμής που είναι η χαμηλότερη τιμή προσφοράς του εμπόρου.

Οι χρηματιστές, από την άλλη, δεν αγοράζουν χρεόγραφο για προσωπικό τους όφελος, αλλά ολοκληρώνουν αγοραπωλησίες για λογαριασμό τρίτων. Το για αυτούς προκύπτει από τη διαμεσολάβηση των προμηθειών επί των συναλλαγών. Η ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών οδηγήθηκε από τα προβλήματα που δημιουργούνται με την άμεση χρηματοδότηση έτσι, ώστε σήμερα να αποτελούν τα βασικό μοχλό λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος.

### **2.2.2 Έμμεση χρηματοδότηση.**

Στην περίπτωση που η μεταφορά πλεονασματικών χρηματικών μονάδων γίνεται προς της ελλειμματικές μονάδες γίνεται μέσω χρηματοπιστωτικών οργανισμών, αυτό το γεγονός περιγράφεται ως έμμεση χρηματοδότηση του οικονομικού συστήματος. Οι οργανισμοί αυτοί μπορεί να είναι εμπορικές τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι τράπεζες αποταμιεύσεων, οι εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, οι εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, οι εταιρίες πρακτόρευσης, οι εταιρίες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, οι συνεταιριστικές τράπεζες, οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, τα αμοιβαία κεφάλαια και οι πιστωτικές ενώσεις. Στην περίπτωση της έμμεσης χρηματοδότησης, οι χρηματοοικονομική διαμεσολαβητές ικανοποιούν δύο λειτουργίες και, μπορούν είτε να ειδικευτούν στη μια από τις δύο είτε να προσφέρουν και τις δύο.

Η πρώτη αναφέρεται στη χρηματιστηριακή διαμεσολάβηση. Για παράδειγμα, μια χρηματιστηριακή εταιρία η οποία έχει άδεια για διαχείριση κεφαλαίων και ανάλυση μπορεί να προσφέρει υπηρεσίες ανάλυσης εταιριών και να συστήσει την αγορά-διακράτης ή πώληση τίτλων, όπως, επίσης και να προβεί σε ανάλλαγες πράξεις αγοροπωλησιών στο χρηματιστήριο αξιών για λογαριασμό πελατών της. Αυτό οδηγεί σε οικονομίες κλίμακας μέσω του περιορισμού του κόστους συναλλαγών και της μείωσης του κόστους συλλογής και ανάλυσης πληροφοριών. Οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) μπορούν να έχουν καλύτερη διάρθρωση χαρτοφυλακίου και να επιτυγχάνουν μεγαλύτερη διαφοροποίηση στα κεφάλαια που διαχειρίζονται. Έτσι, όταν οι χρηματοοικονομικοί διαχειριστές μπορούν να προσφέρουν αυτές τις υπηρεσίες και να έχουμε αποτελεσματικότερη λειτουργία των αγορών μέσω της εξομάλυνσης της ασυμμετρίας πληροφορίας και άλλων ατελειών της αγοράς. Σαν αποτέλεσμα, οι χρηματοοικονομικοί διαχειριστές να ενθαρρύνουν

την αποταμίευση και οδηγούν σε ανταγωνιστικότερες αγορές που δεν θα μπορούσε να πραγματοποιηθούν διαφορετικά.

Η δεύτερη λειτουργία αναφέρεται στην ικανότητα του χρηματοοικονομικού διαχειριστή να μετατρέψει ένα περιουσιακό στοιχείο και να το προσφέρει στον αποταμιευτή. Με τη δυνατότητα αυτή ο χρηματοοικονομικός διαχειριστής έχει ένα περιουσιακό στοιχείο που, για λόγους που αναφέρθηκαν παραπάνω, δεν θα αποτελούσε επιλογή ενός μέσου νοικοκυριού, γίνεται προσιτό και περισσότερο ελκυστικό. Όσον αφορά το ζήτημα της διαχείριση του προβλήματος της ρευστότητας και του κινδύνου της τιμής, το ερώτημα που πρέπει να διαχειριστεί ο χρηματοοικονομικός διαχειριστής είναι: πώς μπορεί ο διαμεσολαβητής να προσφέρει συμβόλαια που είναι υψηλής ρευστότητας και χαμηλού κινδύνου στον αποταμιευτή ενώ, παράλληλα αυτός έχει αγοράσει περιουσιακά στοιχεία που είναι μη-άμεσα ρευστοποιήσιμα και υψηλότερου κινδύνου τιμής. Η απάντηση είναι μέσω της διαφοροποίησης του κινδύνου του χαρτοφυλακίου του. Οι αποδόσεις δυο περιουσιακών στοιχείων που δεν σχετίζονται τέλεια θετικά μεταξύ τους θεωρούνται διαφοροποιημένες. Ο συντελεστής συσχέτισης παίρνει τιμές μεταξύ του  $-1$  και του  $+1$ . Προφανώς, όσο πιο κοντά στο  $-1$  είναι οι αποδόσεις δυο περιουσιακών στοιχείων, τόσο μεγαλύτερη η διαφοροποίηση. Με αυτών τον τρόπο ο διαχειριστής του κινδύνου μπορεί να εκμεταλλευτεί το νόμο των μεγάλων αριθμών στις επενδύσεις του, ενέργεια που δεν μπορεί να κάνει ο μεμονωμένος αποταμιευτής λόγω μεγέθους. Αυτό προϋποθέτει τεχνογνωσία από την μεριά του οικονομικού διαχειριστή την εξειδίκευση και την εμπειρία για μια αποτελεσματική διαφοροποίηση, ειδικά, το κόστος που αναλαμβάνεται δεν αντισταθμίζεται από τα οφέλη της διαφοροποίησης. Γενικά, πάντως, όσο μικρότερο είναι το μέγεθος του χρηματοοικονομικού διαχειριστή και λιγότερο διαφοροποιημένο το επενδυτικό του χαρτοφυλάκιο, τόσο λιγότερο ικανός είναι να πείσει τους αποταμιευτές ότι μπορεί να τους προσφέρει υψηλής ρευστότητας και χαμηλού κινδύνου τιμής συμβόλαια.

Με τους δύο παραπάνω τρόπους οι διαχειριστές δραστηριοποιούνται και στις πρωτογενείς αγορές και στις δευτερογενείς αγορές. Οι πρώτες είναι αγορές στις οποίες εμφανίζονται για πρώτη φορά χρηματοοικονομικά προϊόντα, ενώ στις δεύτερες διαπραγματεύονται υφιστάμενα χρηματοοικονομικά προϊόντα και εργαλεία.

Στην πρωτογενή αγορά γίνεται η δημόσια εγγραφή χρεογράφων για την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης με την έκδοση νέων μετοχών ή η δημοπράτηση μιας νέας έκδοσης τίτλων του δημοσίου. Σε αυτή την αγορά δραστηριοποιούνται κυρίως οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που λειτουργούν ως ανάδοχοι ή ως βασικοί διαπραγματευτές, όπως οι τράπεζες, οι τράπεζες επενδύσεων και οι ΕΠΕΥ. Στη δευτερογενή αγορά υπάρχουν καθημερινά και διαπραγματεύονται οι νέες μετοχές, οι εταιρικές ομολογίες ή οι τίτλοι του δημοσίου.

### **2.2.3 Χαρακτηριστικά μιας «καλής» αγοράς.**

Οι ποιοτικοί όροι που συνήθως χρησιμοποιούνται για να περιγράψουμε τις αγορές είναι, «δραστήρια αγορά», αγορά «υψηλής ρευστότητας», αγορά με χαμηλή εμπορευσιμότητα κλπ. Με αφορμή αυτό θέλουμε να αναφέρουμε ότι δεν είναι ίδιες όλες οι αγορές. Άλλες προσφέρουν μεγαλύτερη ρευστότητα, άλλες είναι λιγότερο αποτελεσματικές από άλλες, άλλες ακολουθούν αυστηροποιημένο ρυθμιστικό πλαίσιο έναντι άλλων, άλλες παρουσιάζουν υψηλή συγκεντρωσιμότητα σε λίγους επενδυτές κλπ. Παρακάτω παρουσιάζονται μερικά από τα βασικά και σημαντικά χαρακτηριστικά μιας «καλής» αγοράς.

- Οι επενδυτές εισέρχονται στην αγορά να ανταλλάξουν αξίες, χρεόγραφα, εμπορεύματα και υπηρεσίες μέσω συναλλαγών αγοράς και πώλησης μέσω των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών. Αυτό που επιθυμούν είναι να υπάρχει ζήτηση και προσφορά ώστε να σχηματίζονται γρήγορα τιμές σε πολλά επίπεδα. Για να προσδιοριστεί η κατάλληλη τιμή θα πρέπει οι συμμετέχοντες να έχουν άμεση και λεπτομερή πληροφόρηση, έγκαιρα και ταυτόχρονα. Οι πληροφορίες αυτές περιλαμβάνουν προηγούμενες τιμές, όγκο συναλλαγών, τιμές προσφοράς και ζήτησης, εταιρικές ειδήσεις και οικονομικά νέα. Όπως μπορούμε να αντιληφθούμε η πρόσβαση στην πληροφόρηση είναι ιδιαίτερως σημαντική στη διαμόρφωση των δίκαιων τιμών και στην ύπαρξη εμπορευσιμότητας σε μια αγορά.
- Ένα ακόμα βασικό χαρακτηριστικό της καλής αγοράς είναι η ρευστότητα της. Ρευστότητα είναι η δυνατότητα να αγοράσει και να πουλήσει κανείς, γρήγορα σε συγκεκριμένη τιμή. Αυτό σημαίνει ότι οι τιμές σε κάθε επίπεδο δεν

διαφοροποιούνται από εκείνες της τελευταίας συναλλαγής, αυτό βεβαία στην περίπτωση που δεν εισήλθε νέα πληροφορία στο σύστημα της αγοράς.

❖ Η δυνατότητα μια αξία ή εμπόρευμα ή υπηρεσία ή χρεόγραφο να μπορεί να ρευστοποιηθεί γρήγορα σε δεδομένο επίπεδο τιμών αναφέρεται σαν εμπορευσιμότητα. Η εμπορευσιμότητα ναί μεν είναι αναγκαία, αλλά όχι επαρκής συνθήκη για την ύπαρξη ρευστότητας σε μια αγορά.

❖ Η αναμενόμενη τιμή, σε μια «καλή» αγορά, πρέπει να είναι σχετικά βέβαιη, δεδομένου του συνόλου των πληροφοριών της αγοράς αναφορικά με τις τιμές στις πρόσφατες συναλλαγές, τον όγκο των συναλλαγών και τις τιμές bid και ask, καθώς και της διαφοράς τους.

❖ Μια αγορά με συνεχείς τιμές απαιτεί βάθος. Βάθος της αγοράς χαρακτηρίζουμε την ύπαρξή πολλών αγοραστών και πωλητών, οι οποίοι είναι διατεθειμένοι να συναλλαχθούν σε τιμές υψηλότερες και χαμηλότερες της τρέχουσας τιμής της αγοράς. Αυτό είναι και το στοιχείο που ελκύει τούς επενδυτές να θέλουν να εισέλθουν στην αγορά.

❖ Ένα ακόμα σημαντικός παράγοντας που χαρακτηρίζει την καλή αγορά είναι το κόστος συναλλαγών. Χαμηλό κόστος συναλλαγών σαν ποσοστό της συνολικής αξίας της συναλλαγής σημαίνει αποτελεσματικότερη κεφαλαιαγορά. Οι περισσότεροι αναλυτές προσδιορίζουν την αποτελεσματική αγορά εκείνη στην οποία το κόστος συναλλαγών είναι όσο το δυνατόν μικρότερο. Αυτό είναι χαρακτηριστικό και αποτελεί χαρακτηριστικό της εσωτερικής αποτελεσματικότητας.

❖ Τέλος, οι συναλλασσόμενοι, αγοραστές και πωλητές, επιθυμούν οι τιμές να αντικατοπτρίζουν όσων το δυνατών καλύτερα τις πληροφορίες στην αγορά. Στην περίπτωση εισόδου μιας νέας πληροφορία που εισέρχεται στην αγορά, τότε θα πρέπει να μεταβάλλονται αντίστοιχα και οι τιμές. Η ιδιότητα αυτή αναφέρεται σαν εξωτερική αποτελεσματικότητα ή πληροφοριακή αποτελεσματικότητα.

*Papadopoulos, A. P. and Papanikos G. (2002) "Exchange Rate Regimes and the Linkage between Money and Output in Greece", Journal of Policy Modeling.*

## 2.3 Πρόσβαση σε αυτές από κράτος και ιδιώτες

### 2.3.1 Κρατική πρόσβαση

Όλα σχεδόν τα κράτη βασίζονται συχνά στη χρηματοδότηση του ελλείμματος. Γιατί κανένα από αυτά δεν έχουν την δυνατότητα να καλύπτουν με τα έσοδα τους τις δαπάνες στον κρατικό προϋπολογισμό κι έτσι το έλλειμμα που προκύπτει μπορεί να καλυφθεί με την έκδοση νέου χρήματος, γεγονός που τις περισσότερες φορές δεν επιλέγεται γιατί ενδεχομένως οδηγεί σε αύξηση του πληθωρισμού.

Εναλλακτικός τρόπος κάλυψης του ελλείμματος του Δημοσίου είναι η έκδοση ομολόγων του Δημοσίου και με αυτόν των τρόπο μπορεί να δανείζεται χρήματα το κράτος. Το μεγαλύτερο μέρος των κρατικών ομολόγων βρίσκεται σε ομολογιακά χαρτοφυλάκια ιδιωτών επενδυτών, αλλά και θεσμικών επενδυτών, εμπορικών τραπεζών και άλλων χρηματοοικονομικών οργανισμών. Τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου αποτελούν ένα είδος εκπτώτικων τίτλων σταθερού εισοδήματος που εκδίδει το Δημόσιο. Με τη λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς τίτλων σταθερού εισοδήματος, τα ομόλογα καθίστανται ακόμα πιο ενδιαφέρουσες επενδύσεις αφού μπορεί κάποιος να τα εξαργυρώσει προβαίνοντας σε πώλησή τους. Τα κίνητρα για επένδυση σε ομόλογα είναι η είσπραξη του τοκομεριδίου και το κέρδος από επανεπένδυση αυτού του ποσού.

Τα πλεονεκτήματα και οι φοροαπαλλαγές των ομολόγων του Δημοσίου είναι:

- ❖ Για επενδύσεις σε ομολογά του Δημοσίου προβλέπεται μειωμένη φορολογία 10%.
- ❖ Οι ανανεώσεις, μεταβιβάσεις, εξοφλήσεις κ.λ.π. δεν φορολογούνται.
- ❖ Σε διαγωνισμούς του Δημοσίου γίνονται δεκτά ως κατατεθειμένη εγγύηση.

Κατά τη διάρκειά τους ο κομιστής εισπράττει ετήσια τοκομερίδια με προκαθορισμένο επιτόκιο. Τα χρεόγραφα αυτά, κατά τα προηγούμενα χρόνια, ήταν εκδόσεις με κυμαινόμενο επιτόκιο. Το φθινόπωρο του 1995 κυκλοφόρησαν χρεόγραφα επταετούς διάρκειας με σταθερό επιτόκιο 11,5%. Οι νέες εκδόσεις κρατικών ομολόγων είναι

μακράς διάρκειας τριετή, πενταετή, επταετή, δεκαετή ή εικοσαετή ομόλογα με σταθερό επιτόκιο, ή ακόμα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα των οποίων η απόδοση θα έχει άμεση απόδοση με την εξέλιξη του τιμάρθμου. Συνήθως τα επιτόκια που προσφέρουν τα ομόλογα του Δημοσίου είναι Ε.Γ.Ε.Δ.+0,5% για τριετή και Ε.Γ.Ε.Δ.+1% για επταετή, όπου Ε.Γ.Ε.Δ. είναι το επιτόκιο βάσης που καθορίζεται από το Ελληνικό Δημόσιο. Αυτή τη στιγμή είναι της τάξης του 3%. Υπάρχουν όμως και παλαιότερες εκδόσεις που προσφέρουν στους κατόχους τους αποδόσεις της τάξης του 15% με 20%.

Άλλου είδους τίτλοι σταθερού εισοδήματος του Δημοσίου αποτελούν τα προμέτοχα Δημοσίων Εταιριών που πρόκειται να μετοχοποιηθούν. Οι τίτλοι είναι ομολογίες που προσφέρουν καλές αποδόσεις και είναι μετατρέψιμες σε μετοχές της εταιρίας κατά τη διάρκεια της Δημόσιας Εγγραφής. Τα προμέτοχα διαπραγματεύονται μαζί με τα κρατικά ομόλογα και τους άλλους κρατικούς τίτλους στην αγορά αξιών σταθερού εισοδήματος και εκκαθαρίζονται μεταξύ των αντισυμβαλλομένων και όχι μέσω του Κ.Α.Α. Τα προμέτοχα έχουν συνήθως εξαιρετικά ευνοϊκούς όρους και αποτελούν ελκυστική επένδυση, ιδιαίτερα για θεσμικούς επενδυτές. Με τη δευτερογενή λειτουργία τους στο Χ.Α.Α. παρέχεται ένα πρόσθετο πλεονέκτημα που δίνει δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης των τίτλων.

*Δρ Νίκος Πορφύρης, Δρ Κωνσταντίνος Πέτσας, Οι αγορές Χρήματος, κεφαλαίου και παραγώγων προϊόντων και οι επενδύσεις, για το χρηματιστήριο Αθηνών.*

### **2.3.2 Ιδιωτική πρόσβαση**

Τα εταιρικά ομόλογα είναι παρόμοια με τα άλλα είδη τίτλων σταθερού εισοδήματος ως προς την προσφορά τους, δεδομένες χρηματικές ροές σε συγκεκριμένες δεδομένες χρονικές στιγμές στο μέλλον. Συνήθως υπάρχουν περιορισμοί ως προς τις δραστηριότητες της εκδότριας εταιρίας με στόχο την μεγαλύτερη προστασία του επενδυτικού κοινού .

Τα εταιρικά ομόλογα είναι ένας τρόπος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, εκτός από τον τραπεζικό δανεισμό, την έκδοση νέων μετοχών, και την παρακράτηση κερδών. Τα εταιρικά ομόλογα υπόκεινται σε φορολόγηση. Για τους εκπτώτικους τίτλους οι επενδυτές καταβάλλουν αρχικά ένα μεγαλύτερο ποσό από το ποσό που



εισπράττουν στη λήξη του τίτλου. Η διαφορά μεταξύ των δύο αυτών ποσών που αποτελεί και το έσοδο του επενδυτή υπόκειται σε κρατική φορολογία. Για τους εταιρικούς τίτλους που πληρώνουν τοκομερίδια ανά τακτά χρονικά διαστήματα, επίσης τα ποσά που πληρώνονται σε κάθε τοκομερίδιο φορολογούνται.

Πολλές φορές, ο ομολογιακός δανεισμός εταιριών περιλαμβάνει τίτλους που μπορούν να μετατραπούν σε μετοχές της εταιρίας. Δηλαδή κάτοχοι των ομολόγων έχουν το δικαίωμα σε δεδομένες χρονικές περιόδους να μετατρέψουν τους τίτλους τους σε μετοχές της εκδότριας εταιρίας, αυτή η μετατροπή

γίνεται σε μια προκαθορισμένη τιμή ο εκδότης έχει το δικαίωμα ανάκληση αυτών των τίτλων δηλαδή η εκδότρια εταιρία μπορεί να επαναγοράσει τα ομόλογα. Η τιμή επαναγοράς είναι συνήθως εξαρτάτε από το χρόνο.

Στην περίπτωση ανάκλησης των τίτλων από το μέρος του εκδότη, ο κάτοχος έχει τη δυνατότητα να μετατρέψει τους τίτλους σε μετοχές. Έτσι η ανάκληση είναι ίσως κι ένας τρόπος ώθησης του κατόχου στη μετατροπή του ομολόγου σε μετοχές, σε στιγμή ενδεχομένως προγενέστερη από αυτή που θα επέλεγε ο κάτοχος υπό άλλες συνθήκες.

Από την μεριά της εκδότριας εταιρίας, ο ομολογιακός δανεισμός είναι πολύ διαφορετικός από τη χρηματοδότηση μέσω μετοχών, για δύο κυρίως λόγους.

- ❖ Πρώτον, η πληρωμή της ονομαστικής αξίας στη λήξη, αλλά και ενδεχομένως τοκομεριδίων είναι υποχρεωτική με σοβαρές νομικές κυρώσεις σε περίπτωση αθέτησης πληρωμής τους.
- ❖ Και δεύτερο, σε αντίθεση με την καταβολή μερίσματος, οι καταβολές τοκομεριδίων θεωρούνται εταιρικά έξοδα και μπορούν άρα να αφαιρεθούν από τα έσοδα προφορών της εταιρίας. Με αυτό τον τρόπο, η μείωση εσόδων μετά την κράτηση φόρων είναι μικρότερη από το ποσό που πληρώθηκε ως τοκομερίδιο στους επενδυτές.

Η έκδοση κάποιου εταιρικού ομολόγου προϋποθέτει την, τουλάχιστον, ετήσια αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εκάστοτε εταιρίας από τους διεθνείς οίκους Moody's και Standard & Poor's. Η αξιολόγηση αυτή είναι απαραίτητη ώστε να διευκολύνεται η σύγκριση του επιχειρηματικού και του χρηματοοικονομικού κινδύνου της εταιρίας με τους αντίστοιχους των άλλων εκδοτών Ομολόγων. Και οι δύο ανωτέρω οίκοι χρησιμοποιούν γνωστές μεθόδους αξιολόγησης και το αποτέλεσμα της ανάλυσής τους αυτοί η δείκτες συνοδεύουν την οποιαδήποτε



αναφορά του εκδότη ομολόγων στις διεθνείς αγορές. Έτσι οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων και θεσμικοί, καθώς και ιδιώτες επενδυτές διευκολύνονται στις επιλογές κινδύνων, την συγκρισιμότητα χαρτοφυλακίων και την εκτίμηση της απόδοσης των ομολόγων. Και ο εκδότης όμως έχει μέσα από μια επαναλαμβανόμενης αξιολόγησης άποψη για το κόστος των ομολόγων του, επειδή υπάρχει ευθέως ανάλογη σχέση μεταξύ της ποιότητας του εκδότη και του ύψους του τόκου που καλείται αυτός να καταβάλει προς τους επενδυτές. Σχετικά με τις τραπεζικές ομολογίες, που είναι τίτλοι ομολογιακών δανείων που εκδίδονται από τράπεζες μπορούμε να προσδιορίσουμε τα παρακάτω:

- ❖ Η διάρκειά τους είναι ένας χρόνος και μερικές φορές τρία χρόνια.
- ❖ Οι τράπεζες πρέπει να εξαγοράζουν τα προσφερόμενα ομόλογα όταν αυτό ζητηθεί.
- ❖ Το κεφάλαιο ανατοκίζεται κάθε χρόνο και καταβάλλεται κατά την εξόφληση του ομολόγου.
- ❖ Η προσφορά τους γίνεται μέχρι να καλυφθεί το εγκριθέν ποσό του δανείου.
- ❖ Ο τόκος αυτών των ομολόγων φορολογείται με 10%.

*Δρ Νίκος Πορφύρης, Δρ Κωνσταντίνος Πέτσας, Οι αγορές Χρήματος, κεφαλαίου και παραγώγων προϊόντων και οι επενδύσεις, για το χρηματιστήριο Αθηνών.*

## **2.4 Αλληλεπίδραση με τη πραγματική οικονομία.**

Για να προσδιορίσουμε τη συσχέτιση της πραγματικής οικονομία με την χρηματοπιστωτική αγορά δεν θα μπορούσαμε να δώσουμε καλύτερο παράδειγμα από της πρόσφατη οικονομική κρίση. Οι άμεσες αρνητικές συνέπειες της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης πιθανόν να αποτελούν παρελθόν για κάποιους για άλλου τα χειρότερα δεν έχουν έρθει ακόμα. Η χρηματοοικονομική κρίση άφησε πίσω σοβαρά ζητήματα και επιπτώσεις στην πραγματικότητα οικονομία των χωρών της δύσης. Το βασικότερό όλων θεωρείτε το δημόσιο χρέος το οποίο μέσα από της πολικές που εφαρμοστήκαν για την μείωση του προκάλεσε σοβαρές αστάθειες σε άλλες μακροοικονομικές μεταβλητές όπως.

*Σταμούλης Σφακιανάκης, Αθήνα (1998), Διοικητική κρίσεων, Αθήνα, εκδόσεις Έλληνες,*

- Η διατήρηση χρόνιων διεθνών ανισορροπιών και η απουσία διεθνούς δράσης και σχεδιασμού για την εξάλειψή τους, στοιχεία που δημιουργούν ακόμα και τώρα ανισορροπίες στις πραγματικές οικονομίες. Δεν υπήρξε καμία προσπάθεια για τον περιορισμό των ελλειμμάτων στο εμπορικό ισοζύγιο των ΗΠΑ καθώς για μια πιο επεκτατική εσωτερική πολιτική ενίσχυσης της ζήτησης των δυναμικά αναπτυσσομένων χωρών της Ασίας, αλλά ούτε και ανατίμησης των νομισμάτων τους όπως όφειλαν αλλά προτίμησαν να τα αφήσουν όπως έχουν για την τόνωση του εμπορίου τους.
- Η επεκτατική νομισματική των ΗΠΑ και η απορρέουσα από αυτήν μείωση των επιτοκίων πρόσφερε τα μέγιστα στην κερδοσκοπία των ακινήτων. Η οικονομική ιστορία μας έχει διδάξει ότι όλες οι χρηματοπιστωτικές φούσκες ξεκινούσαν με την προσφορά φτηνού χρήματος.
- Η απορρύθμιση των αγορών υπό την πίεση hedge funds επέτρεψε την παραγωγή «τοξικών» προϊόντων, την αδιαφορία έναντι των κινδύνων και τη μετατροπή των πιστωτικών ιδρυμάτων σε επιχειρήσεις που. Πρόσφατες εμπειρικές έρευνες αναφέρουν έναν υψηλό βαθμό συσχέτισης μεταξύ του ρυθμιστικού πλαισίου και της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ειδικότερα, ο χρηματοπιστωτικός τομέας σε χώρες με συγκριτικά υψηλότερο βαθμό ρύθμισης εμφάνισε ηπιότερα προβλήματα από ό,τι σε χώρες με σχεδόν παντελώς χειραφετημένες αγορές

*Giannone/Lenza/Reichlin 2010; Konzelmann/Fovargue-Davies/Schnyder (2010).*

- Λόγω των διαφόρων κινήτρων για ευνοϊκά στεγαστικά δάνεια υπήρξαν στρέβλωση στις αγορές, αλλά και λόγω της διαφορετικής μεταχείρισης των τραπεζών και των λοιπών πιστωτικών και επενδυτικών ιδρυμάτων. Από το γεγονός αυτό, προέκυψε το παράδοξο των ρυθμισμένων τραπεζών και των αρρυθμιστων αγορών επενδύσεων, παραγωγών και ασφαλίσεων. Έτσι, ο μη ρυθμισμένος τομέας μόλυνε και τον ρυθμισμένο και προκάλεσε την κρίση. Χαρακτηριστική είναι η ομολογία του Alan Greenspan, επί μακρόν προέδρου του FED και οπαδού των αρρυθμιστων χρηματοπιστωτικών αγορών, ότι και ο ίδιος παραπλανήθηκε από τις ιδέες του.

- Η αποδοχή του κλεισίματος της Lehman Brothers άλλα και άλλων μεγάλων χρηματοοικονομικών οίκων προκάλεσε, λόγω των διεθνών διασυνδέσεων μια ισχυρή διάχυση της κρίσης.
- Η απουσία ελέγχου των οίκων αξιολόγησης και οι εξελίξεις μετά την κρίση δείχνουν ότι όσο καλύτερη η βαθμολογία χωρών πριν την κρίση, τόσο χειρότερη η κρίση στις εν λόγω χώρες. Επίσης, δεν υπήρξε κανένας σχεδιασμός σε περίπτωση πτώχευσης τραπεζών.
- Έκτον, διεθνείς οργανισμοί (π.χ. ΔΝΤ, FSF) δεν είχαν συστήματα πρόωμης προειδοποίησης από το 1999. Μετά την ασιατική κρίση (1997/98) καθιερώθηκαν δείκτες πρόωμης προειδοποίησης και ξεκίνησε ένας διεθνής διάλογος για μια νέα αρχιτεκτονική του διεθνούς νομισματικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος. Όλες οι σχετικές προσπάθειες εγκαταλείφθηκαν για να επανέλθουν και πάλι το 2008. Από την άλλη μεριά είναι προφανής και η ευθύνη των αγορών και ειδικότερα επειδή:
- Πρώτον υιοθετήθηκαν ενδο-επιχειρησιακά λανθασμένα και υπερβολικά κίνητρα στα επιτελικά στελέχη των πιστωτικών και επενδυτικών ιδρυμάτων, με αποτέλεσμα αυτά να μεγάλη έμφαση στο βραχυπρόθεσμο κέρδος μέσω της λήψης υψηλών κινδύνων.
- Δεύτερον δημιούργησαν πολύπλοκα «τοξικά» προϊόντα και μετέφεραν τον κίνδυνο σε απληροφόρητους επενδυτές, εκμεταλλευόμενοι έτσι την ασυμμετρία στην πληροφόρηση.
- Τρίτον, οι έννοιες της ηθικής και της κοινωνικής ευθύνης από το μάνατζμεντ τους δεν υπήρχε ποία .
- Τέταρτον, η χρηματοοικονομική βιομηχανία αντιστάθηκε επιτυχώς σε νέες ρυθμίσεις, οργάνωσε λόμπι για την απόσυρση παλιών ρυθμίσεων και απέφυγε την αναθεώρηση αυστηρότερων λογιστικών προτύπων.
- Πέμπτον, αγνοήθηκε η παλιά καλή τραπεζική πρακτική της μη επένδυσης των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων για μακροπρόθεσμες πιστώσεις και επενδύσεις και παρείχαν εύκολα χρήματα σε επισφαλείς πελάτες.

*ACEMOGLU, D. (2009), The crisis of 2008: structural lessons for and from economics, CEPR, Policy Insight no. 28, January.*

## Κεφάλαιο\_3

### 3.1 Αγορές παραγώγων

Στις αγορές παραγώγων διαπραγματεύονται συμβόλαια-αξιόγραφο η αξία των οποίων εξαρτάται από τις αξίες άλλων «πιο βασικών» υποκείμενων μεταβλητών. Τα παράγωγα συμβόλαια είναι επίσης γνωστά και με τον όρο «ενδεχόμενες (ή υπό όρους) απαιτήσεις» ή και «συγκυριακά συμβόλαια». Σε κάθε παράγωγο συμβόλαιο υπάρχουν δύο αντισυμβαλλόμενοι, αγοραστής» του συμβολαίου και ο «πωλητής» του συμβολαίου

Συνήθως οι υποκείμενες μεταβλητές των παραγώγων συμβολαίων είναι οι τιμές των εμπορεύσιμων αξιόγραφων, π.χ. ένα δικαίωμα επί μιας μετοχής είναι ένα αξιόγραφο που η αξία του εξαρτάται από την τιμή της υποκείμενης μετοχής.

Όμως τα παράγωγα συμβόλαια μπορούν να έχουν ως υποκείμενη μεταβλητή σχεδόν οτιδήποτε, από την τιμή του χρυσού έως το ύψος του χιονιού σε ένα χιονοδρομικό κέντρο έως την ποσότητα των αιωρούμενων σωματιδίων στο κέντρο της πόλης, έως την τιμή άλλων παραγώγων κλπ.

### 3.2 Ορισμοί

Προσπαθώντας να δώσουμε έναν ορισμό για τα παράγωγα θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι αξιόγραφα που διαπραγματεύονται σε οργανωμένα και θεσμοθετημένα χρηματιστήρια, σε αυτές τις περιπτώσεις οι αγοραπωλησίες ακολουθούνται από νομοθετημένους κανονισμούς και εμπορικές διαδικασίες. Εκτός από αυτές τις αγορές υπάρχουν και άλλες που γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης μέσα από πολύπλοκες διαδικασίες και με ποιο αδιαφανείς κανονισμούς. (Marshall 1989, σελ 6).

Τα στοιχεία αυτά ονομάζονται παράγωγα και με βάση των τόπο που διαπραγματεύονται διακρίνονται σε δύο κύριες κατηγορίες.

- Στην πρώτη κατατάσσονται τα παράγωγα τα οποία γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένα χρηματιστήρια.

- Στην δεύτερη κατηγορία κατατάσσονται τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα τα οποία δεν έρχονται σε επαφή μέσα σε οργανωμένα μέρη διαπραγμάτευσης όπου η προσφορά και η ζήτηση συγκεντρώνονται σε ορισμένο χώρο. Οι τιμές τους δεν είναι αποτέλεσμα από τις συνήθειες χρηματιστηριακές διαδικασίες, αλλά είναι αποτέλεσμα των διαπραγματεύσεων των δύο συμβαλλομένων, έτσι τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα μέσα δεν βασίζονται σε τυπική διαδικασία διαπραγμάτευσης.

Τα παράγωγα που διαπραγματεύονται σε οργανωμένα χρηματιστήρια, είναι τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Εισηγμένα Δικαιώματα (futures and listed options). Τύποι παραγώγων όπως οι προθεσμιακές πράξεις, εξωχρηματιστηριακά δικαιώματα, οι συμφωνίες ανταλλαγής όπως forward, dealer options and swaps που δεν ακολουθούν την τυποποιημένη διαδικασία διαπραγμάτευσης όπως αυτή ορίζεται. Τα dealer options και τα swaps δεν συνδέονται με τις τυπικές αγορές και ονομάζονται εκτός χρηματιστηρίου ή εξωχρηματιστηριακές ή και OTC (over-the-counter). Οι προθεσμιακές πράξεις οι αγορές αυτές ονομάζονται αγορές χρήματος (cash markets)

(Marshall 1989, σελ 6).

Τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα στις περισσότερες περιπτώσεις αποτελούν αντικείμενο ιδιωτικής διαπραγμάτευσης. Το γεγονός αυτό κάνει την πληροφόρηση που υπάρχει σχετικά με αυτά να είναι περιορισμένη και διαθέσιμη μόνο στα αντισυμβαλλόμενα μέρη, στοιχείο που περιορίζει την αξιολόγηση τους και το επίπεδο του ρίσκου.

([http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_general\\_framework/mi0093\\_el.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/mi0093_el.htm))

### 3.3 Συμβολή τους στην πρόσφατη οικονομική κρίση.

Για κάθε μελλοντική χρηματοροή υπάρχει η δυνατότητα είναι δυνατόν να τιτλοποιηθεί. Για παράδειγμα για τον δανειοδότη ένα στεγαστικό δάνειο αποτελεί αναμενόμενη μελλοντική χρηματοροή η οποία εμπεριέχει φυσικά και ένα ποσοστό ρίσκου.

Η τιτλοποίηση στεγαστικών δανείων δεν είναι απορία τις σύγχρονη χρηματοοικονομικής επιστήμης. Η καινοτομία μεταβίβασης χρέους υπάρχει για πάνω από 200 χρόνια την και ήταν του Φρειδερίκου του Μέγας της Πρωσίας. Μια τράπεζα, που εκδίδει ομόλογα των επονομαζόμενα τότε Pfandbriefe, υπογράφοντας συμβόλαια εγγυήσεων, τίτλους που εγγυώνται ότι ο κάτοχος του Pfandbriefe θα λάβει σίγουρα τη χρηματοροή που αναφέρει ο τίτλος.

*Jobst, Norbert και Arnaud de Servigny, 2007. The Handbook of Structured Finance. McGraw-Hill, New York .*

Σε άρθρο του ο Kuttner αναφέρει ότι τα δάνεια είχαν τιτλοποιηθεί με βάση εγγύησης το όνομα και τη φήμη της τράπεζας που εξέδιδε τους τίτλους και διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο τη δεκαετία του 1920 στις ΗΠΑ. Παρόλα αυτά οι σύγχρονες μορφές τιτλοποίησης, αν και διέπονται από τις ίδιες αρχές είναι πολύ πιο ανεπτυγμένες, πολύπλοκες, πιο διαδεδομένες στην «κοινωνία» των επενδυτών και έχουν την δυνατότητα πολλαπλών λειτουργιών.

*Kuttner, Robert. 2007. «The Alarming Parallels between 1929 and 2007». The American Prospect, October 2. OECD, 2008. OECD Economic Outlook No. 83 June 2008.*

Οι κυβερνήσεις της Αμερικής το 1970, ξεκίνησαν την χορηγία στεγαστικών δανείων από ένα πολύπλοκο σύστημα της εποχής με την εγγύηση του παρέχοντας την δυνατότητα στην τράπεζα Ginnie Mae να συγκεντρώσει ένα ποσοστό στεγαστικών δανείων που τηρούσαν κάποια χαρακτηριστικά αξιοπιστίας και στηριζόμενη σε αυτά εξέδωσε τίτλους (MBS – Mortgage Backed Securities). Την λογική αυτή ακολούθησαν και οι άλλες ημι-κρατικές εταιρίες, Freddie Mac το 1970 και Fannie Mae το 1977. Μετέπειτα πρώτη η Standard & Poor εξέδωσε το πρώτο ιδιωτικό MBS

*Jobst, Norbert και Arnaud de Servigny, 2007. The Handbook of Structured Finance. McGraw-Hill, New York (chapter 12, 13).*

Τα στοιχεία αυτά αποτέλεσαν την αρχή για να σχηματιστεί η σύγχρονη αγορά εξωχρηματοηγησιακών άλλα μέχρι σήμερα στη ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και στην εξασφάλιση χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις, τις κυβερνήσεις και τους μισθωτούς έχουν συντελεστεί σημαντικές αλλαγές. Η μεταβολή αυτής της διαδικασίας ξεκίνησε και υλοποιήθηκε στην δεκαετία του '80 όπου και ανεστάλησαν οι κανόνες που είχαν ληφθεί μετά την κρίση του '29 στις τράπεζες, όπως ήταν η διεθνή κίνηση κεφαλαίων και ο τρόπος λειτουργίας των χρηματιστηρίων.

Από τις αλλαγές που πρόέκυψαν από τις ρυθμίσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν ο τρόπος χρηματοδότησης των διαφόρων μονάδων της οικονομίας (νοικοκυριά, επιχειρήσεις κλπ). Οι επιχειρήσεις πλέον χρηματοδοτούν τη ανάγκη τους κυρίως μέσα από μη-παραδοσιακές τραπεζικές πηγές δανεισμού. Εκδίδοντας επιχειρηματικούς βραχυπρόθεσμους τίτλους (commercial paper), είτε δανειζόμενες από διάφορα χρηματοδοτικά μη-τραπεζικά σχήματα που δημιουργούνται γι' αυτό το σκοπό. Λόγω του ότι τα διάφορα μη-τραπεζικά χρηματοδοτικά σχήματα που δραστηριοποιούνται στις διεθνείς κεφαλαιαγορές δεν τους επιβάλλονται ρυθμιστικοί περιορισμοί που επιβάλλονταν στις τράπεζες, έτσι έχουν την ευχέρεια να δανείζουν με χαμηλότερα επιτόκια. Εκτός από τις τράπεζες, μέσω της τιτλοποίησης δανείων συμμετέχουν στη χρηματοδότηση, τόσο μεγάλων όσο και μικρών επιχειρήσεων αλλά και μισθωτών, ασφαλιστικά ταμεία, hedge funds, εταιρίες private equity, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρίες, δήμοι, μεγάλες επιχειρήσεις και οποιοδήποτε κεφάλαιο προβλέπει ότι θα έχει κέρδη στη χρηματοδότηση κάποιων επιχειρηματικών ή άλλων δραστηριοτήτων. Αυτή η διαδικασία είχε δύο αποτελέσματα στις τραπεζικό κλάδο :

1. Συμπίεσε την κερδοφορία τους και ανέτρεψε τη σύνθεση του κύκλου εργασιών τους, αυξάνοντας τις δανειοδοτήσεις προς τα νοικοκυριά και μείωσε τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις. Στη συνέχεια, με τη σταδιακή απορύθμιση του συστήματος, τις ώθησε στην αυξανόμενη τιτλοποίηση ως μέσου μεγέθυνσης του κύκλου εργασιών και εξασφάλισης προμηθειών, ως πηγή κέρδους, και στον εντεινόμενο ανταγωνισμό για παροχή δανείων προς τα νοικοκυριά.

2. Τα αποτελέσματα του γεγονότος αυτού ήταν η υπερβολική μεγέθυνση κάποιων τραπεζών που είχαν ανάπτυξη παγκόσμιες επιχειρησιακές λειτουργίες, οι οποίες ποία έχουν καταστεί πλέον σε πολύ σημαντικούς κόμβους του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και έχουν αναλάβει χρέη διαμεσολαβητή στην άνθηση στην αγορά τίτλοποιήσεων, εξασφαλίζοντας προμήθειες για τη μεσολάβησή τους και ρευστότητα. Τα στεγαστικά δάνεια αυξήθηκαν σε μεγάλο ποσοστό σε όλες τις ανεπτυγμένες χώρες, εν μέρει ως στρατηγική πολιτική για διαχείριση της συνολικής ζήτησης, άλλα και λόγω της μείωσης των επιτοκίων και της δυνατότητας τιτλοποίησης. Επιπρόσθετα, λόγω της ανάπτυξης των «αδιωτικών-εξωχρηματιστηριακών» (OTC) αγορών, των διάφορων off-shore (παράκτιων) εταιριών, της ανάπτυξης των «εταιριών ειδικού σκοπού» (SPV), γενικά δηλαδή της ανάπτυξης ενός πολύπλοκου δικτύου συναλλαγών και χρηματοροών με διεθνείς δραστηριότητες, το οποίο δεν υπήρχε η δυνατότητα από τις εποπτικές αρχές για να το ελέγχει, το σύστημα έχει γίνει πιο σύνθετο, πιο πολύπλοκο ενώ συγχρόνως η ανάπτυξη των νέων χρηματοπιστωτικών μορφών (παραγώγων κλπ.) έχει οδηγήσει και σε σύνθετα υποδείγματα τιμολόγησης και διαχείρισης κινδύνου τα οποία επηρεάζονται από παραμέτρους για τις οποίες ενδεχομένως να μην διατίθενται στοιχεία και στην περίπτωση που υπάρχουν να είναι ευμετάβλητα τα αποτελέσματα τους σε μικροαλλαγές.

Ο χρηματοπιστωτικού τομέα έχει διογκωθεί σε μεγάλο βαθμό σε σχέση με τη συνολική οικονομική δραστηριότητα. Σαν αποτέλεσμα είναι μία συσσώρευση απαιτήσεων αλληλοεξαρτώμενες χρηματικές ροές, όπου οι χρηματικές απαιτήσεις αυξάνονται με πολλαπλάσιο ρυθμό από την αύξηση του προϊόντος. Παρόλα αυτά λόγω του γεγονότος ότι αυτοί οι τίτλοι χρηματιστηριακών προϊόντων δεν είναι εύκολα ρευστοποιήσιμοι το χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει λιγότερη ρευστότητα εφόσον η λειτουργία του στηρίζεται σε τίτλους.

Βασιζόμενοι στα παραπάνω χαρακτηριστικά η παραπάνω ανάλυση θα μπορούσαμε να μας βοηθήσει στην λειτουργία της τιτλοποίησης σε σύγκριση με τα στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ και την αγορά subprime δανείων από όπου υποστηρίζεται πως ξεκίνησε η χρηματοοικονομική κρίση.



Η παρούσα μορφή λειτουργίας των τραπεζών ονομάζεται στη διεθνή βιβλιογραφία «originate and distribute» (O&D). Η ονομασία αυτή προσδιορίζει την αυξανόμενη σημασία των τιτλοποιημένων προϊόντων στη ανάπτυξη των τραπεζών. Η διαδικασία της τιτλοποίηση αποτελεί ένα πλαίσιο μετατροπή μη ρευστών χρηματοπιστωτικών αξιώσεων σε ρευστές, δηλαδή σε εμπορεύσιμα προϊόντα με τη μορφή τίτλων. Μέσω αυτού του «κόλπου» ο εκδότης του δανείου διασπά τη δραστηριότητα δανεισμού σε κατηγορίες: έκδοση δανείου, εξυπηρέτηση χρηματοροών, εγγύηση και χρηματοδότηση.

Η τιτλοποίηση έχει διαφορετική επίδραση στον τρόπο με τον οποίο η τράπεζα διαχειρίζεται τις δυνατότητες παραγωγής δανείων και κέρδους, ωστόσο και για τους δύο υπάρχουν κοινά χαρακτηριστικά:

- Η κερδοφορία της τράπεζας μέσω προμηθειών που εισπράττει για τη διαδικασία μεταπώλησης και εξυπηρέτησης της χρηματοροής που προέρχεται από τα δάνεια.
- Η δυνατότητα επέκτασης του δανεισμού πέραν των ορίων που έχει οριστεί με βάση το νομικό πλαίσιο που έχουν ορίσει οι ρυθμιστικές αρχές, επομένως η δυνατότητα της κερδοφορίας τους μεγαλώνει.

Η βάση της τιτλοποίησης που εκδίδει η τράπεζα, είναι η οφειλή του δανειζόμενου, δηλαδή μια συμφωνία μελλοντικής χρηματοροής. Ο δανειοδότης μπορεί να πουλήσει τα δικαιώματα αυτής της χρηματοροής σε κάποιον άλλο συνήθως σε εταιρίες SPV και η συμφωνία περιλαμβάνει ένα ποσοστό ως προμήθεια για την εξυπηρέτηση αυτής της χρηματοροής για των δανειοδότη ή να πουληθεί το δικαίωμα της προμήθειας σε μία άλλη εταιρία που αναλαμβάνει την εξυπηρέτηση της χρηματοροής και κατόπιν να προωθεί το υπόλοιπο στην εταιρία (SPV) στην οποία έχει μεταβιβάσει τα χρέη.

Για την παραπάνω διαδικασία υπάρχουν δυο τρόποι για να επέλθει συμφωνία.

- Πουλώντας τα περιουσιακά στοιχεία στην εταιρία SPV.
- Είτε διασφαλίζοντας μέσω κατάλληλων συμφωνιών ότι αυτή η εταιρία θα λαμβάνει τη μελλοντική χρηματοροή χωρίς να μεταβιβάσει τα δάνεια.

Οι τράπεζές έχουν στοιχεία τα οποία της εξασφαλίζουν πληρωμές από άλλους όπως δάνεια, τίτλους και στοιχεία για τα οποία υποχρεούται να πληρώνει άλλους, όπως καταθέσεις. Οι περιορισμοί που πρέπει να συμμορφώνονται η κάθε τράπεζα είναι ότι

θα πρέπει το ενεργητικό της να εξισώνονται με τα στοιχεία του παθητικού της. Ακόμα θα πρέπει να παρακρατά ένα κομμάτι των χρηματοροών που οφείλει σε μορφή ρευστού για να εξυπηρετήσει τις καθημερινές χρηματικές πληρωμές. Σε περίπτωση που η έλλειψη χρηματικών διαθεσίμων προσφεύγει σε δανεισμό είτε από άλλες τράπεζες και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς είτε από την κεντρική Τράπεζα.

Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να καλύψει τις ανάγκες ρευστότητας των τραπεζών ακόμα και στην περίπτωση αμφισβήτηση της ικανότητάς τους να ανταποκριθούν σε μια μαζική ανάληψη.

Ένας ακόμα περιορισμός που έχει να κάνει με τα ίδια κεφάλαια δηλαδή μετοχές και ομόλογα που έχει έκδοση στην συγκεκριμένη περίπτωση η εκάστοτε τράπεζα για να χρηματοδοτήσουν τη δραστηριότητά της ώστε να μπορεί να καλύψει ζημίες. Αυτά σχετίζονται με τη μόχλευση της πιστωτικής επέκτασης. Οι απαιτήσεις κεφαλαίου δεν προσδιορίζονται από την ρευστότητα και οι Κεντρικές Τράπεζες δίνουν δάνεια, όχι κεφάλαιο, στις διάφορες τράπεζες που προσφεύγουν σε αυτές. Η μόχλευση την κάθε επιχειρήσεις αναλύεται όχι μόνο από τις εποπτικές αρχές αλλά και από τις αγορές χρήματος, τις εταιρίες ασφάλισης τίτλων και τις εταιρίες πιστωτικής αξιολόγησης.

Μια εταιρία SPV συμφωνεί να διαχειρίζεται τη χρηματοροή από τους τίτλους ή τα δάνεια που τις έχει πουλήσει η τράπεζα είτε ως βάση έκδοσης νέων τίτλων (π.χ. CDO), είτε ως βάση για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της, δηλαδή την ακόμη μεγαλύτερη αγορά τίτλων και δανείων από τις τράπεζες, και την επένδυση σε άλλες επικερδείς δραστηριότητες. Ο τρόπος με τον οποίο η SPV κρατά ένα τμήμα των τίτλων στο ενεργητικό της για να χρηματοδοτεί την αγορά άλλων τίτλων και γενικά τη λειτουργία της γίνεται μέσω της αγοράς ABCP (asset backed commercial paper).

Αναλύοντας τις εταιρίες SPV θα μπορούσαμε να τις προσδώσουμε τους το χαρακτηρισμό χρηματοπιστωτικού οργανισμού, ένα είδος τράπεζας με την διαφοροποίηση ότι δεν έχει κατάθεση. Ένα μικρό κεφάλαιο, τους εξασφαλίζει ενεργητικό, τους τίτλους των δανείων καθώς και repos και στοιχεία παθητικού, βραχυπρόθεσμα δάνεια που έχουν κάνει πληρώνοντας επιτόκιο με εγγύηση τίτλους

που κατέχουν, καθώς και τίτλους που έχουν εκχωρήσει σε άλλους και στους οποίους πρέπει να αποδίδουν κάποιες η χρηματοροές που φτάνουν σε αυτές.

Τα χρήματα για να έχουν την δυνατότητα να ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις τους όπως να αποκτήσουν τίτλους από την εκδότρια τράπεζα ή να επενδύσουν σε άλλους τίτλους ή να πραγματοποιήσουν πληρωμές σε κατόχους τίτλων τους. Χρησιμοποιούσαν ως ενέχυρο τίτλους για μία περίοδο από μερικές μέρες έως έξι μήνες και λαμβάνουν χρήματα. Επιπλέον οι νεοσυσταθείσες εταιρίες SPV, τις υποστηρίζουν δίνοντας την εγγύηση ότι πάντα μπορούν να χρηματοδοτηθούν μέσω γραμμών πίστωσης, αν αντιμετωπίσουν δυσκολίες χρηματοδότησης μέσω της αγοράς ABCP. Αυτός είναι ο βασικός λόγος που πολλές SPV, οι οποίες είχαν συστήσει τράπεζες, οδήγησαν σε δυσκολίες ρευστότητας ή κεφαλαίου αρκετές μεγάλες τράπεζες.

Κατά τη διάρκεια της πιστωτικής επέκτασης, όταν το ρίσκο ήταν μικρό, οι πιθανές ζημιές των χρηματοπιστωτικών οργανισμών ήταν μικρές. Έτσι και οι απαιτήσεις κεφαλαίου για κάλυψη ζημιών επίσης περιορίζονται, και για συγκεκριμένο κεφάλαιο οι τράπεζες και οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί μπορούν να επεκτείνουν το δανεισμό τους. Κατά τη διάρκεια της πιστωτικής συστολής, όταν οι κίνδυνοι είναι μεγαλύτεροι, τότε οι απαιτήσεις για κεφαλαίων αυξάνουν, επομένως η τράπεζα θα περιορίσει την πιστωτική επέκταση και για δεδομένο σύνολο δανείων θα απαιτεί περισσότερο κεφάλαιο ή αλλαγή στη σύνθεση των δανείων, ώστε να περιέχουν λιγότερο κίνδυνο και να διατηρείται εντός ανεκτών ορίων η μόχλευση.

Το γεγονός τις πιστωτική επέκταση όσο αυτή διαρκούσε, με την αξία των τίτλων από τα στεγαστικά δάνεια να είναι υψηλή, οι απαιτήσεις για χρήμα ήταν περιορισμένες, οπότε οι διάφοροι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί μπορούσαν να επεκτείνουν τις αγοραπωλησίες τους και να θέλουν να αγοράσουν και άλλους τέτοιους τίτλους από τις τράπεζες, σαν απορία αυτού οι τιμές των τίτλων αυτών να αυξάνονται. Αντίστροφα όταν η αξία των τίτλων άρχισε να συρρικνώνεται, υπήρχε περαιτέρω συστολή της πίστης λόγω της πτώσης της τιμής των τίτλων, δηλαδή της συσσώρευσης κινδύνων και της αύξησης των απαιτήσεων κεφαλαίου.

Την χρονική στιγμή που εμφανίστηκαν τα πρώτα σημάδια πτώσης των στεγαστικών αυξήθηκαν για διάφορες κατηγορίες παρόμοιων τίτλων οι πιστωτικοί κίνδυνοι. Το

γεγονός αυτό έκανε φανερό την ανάγκη του περιορισμού της επέκτασης και μεταβολή στην σύνθεση των χαρτοφυλακίων που είχαν στην κατοχή τους οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί. Οι εταιρίες SPV που η χρηματοδότηση τους εξαρτιόνταν από την αγορά ABCP δεν είχαν την δυνατότητα χρηματοδοτήσεις των δραστηριοτήτων τους, το γεγονός αυτό ενισχύθηκε από την υποβάθμιση ως προς την πιστωτική αξιοπιστία των τίτλων CDO, που στήριζαν τη χρηματοδότηση των SPV, από τις οι εταιρίες πιστωτικής αξιολόγησης. Οι τίτλοι που είχαν στα χαρτοφυλάκια τους δεν ήταν εύκολο να πωληθούν και σε συνθήκες απρόβλεπτων απωλειών οποιαδήποτε προσπάθεια πώλησης θα μείωνε την εκτιμώμενη αξία τους, πολλαπλασιάζοντας τα προβλήματα σε όλους τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που είχαν στα χαρτοφυλάκια τους τέτοιους τίτλους. Επομένως οι αδυναμίες χρηματοδότησης οδήγησαν πολλές από τις SPV στη χρηματοδότηση μέσω των πιστωτικών ιδρυμάτων που είχαν από τις «μητρικές» τράπεζες, καθώς και στη χρήση άλλων εγγυήσεων που είχαν προσυμφωνηθεί. Όλες αυτές οι ανακατατάξεις συνέβησαν ενώ την ίδια στιγμή οι διεθνείς τράπεζες αντιμετώπιζαν ανάγκες υψηλότερου κεφαλαίου και περιορισμού του κινδύνου. Συγχρόνως έγινε η αποκάλυψη ενός άγνωστου εν πολλοίς δικτύου έκτακτων συμφωνιών των μεγάλων τραπεζών με «θυγατρικές» εταιρίες SPV. Εφόσον κανείς δεν ήξερε τις συμφωνίες που είχε συνάψει η κάθε τράπεζα με τις SPV υπήρξε περιορισμός της εμπιστοσύνης με δεδομένο μάλιστα ότι οι συγκεκριμένα τίτλοι που διαχειρίζονταν οι SPV ήταν πολλαπλάσιοι των κεφαλαίων πολλών τραπεζών. Η κατάσταση οδήγησε σε ένα ντόμινο εξελίξεων, αύξηση των διατραπεζικών επιτοκίων δανεισμού, αύξηση των απαιτήσεων σε εγγυήσεις, κατάρρευση της αγοράς τιτλοποιήσεων CDO και σοβαρή επιδείνωση της δυνατότητας άλλων τιτλοποιήσεων στεγαστικού χρέους, σε υποχώρηση της δυνατότητας χρηματοδότησης μέσω της αγοράς ABCP, αύξηση του ασφαλιστικού κινδύνου σε όλες τις κατηγορίες χρέους και γιγάντωσε τα προβλήματα ρευστότητας στις μεγάλες τράπεζες, που ήταν κομβίοι για το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Περνώντας ως δεδομένο ότι οι εταιρίες αξιολόγησης είχαν βαθμολογήσει τα CDO πολύ ανωτέρα και γενικότερα τίτλους στεγαστικών δανείων με υψηλούς δείκτες πιστωτικής αξιοπιστίας, σε σημείο να ανταγωνίζονται τους αντίστοιχους ομολόγων

κυβερνήσεων, και με δεδομένο ότι η αξία τους έπεσε εμφανίστηκαν πιστωτικά γεγονότα πέραν του αναμενομένου, ήταν δεδομένο ότι τα υποδείγματα πιστωτικής αξιολόγησης και τιμολόγησης των CDO που μεταχειρίζονταν οι τράπεζες όσο και οι εταιρίες πιστωτικής αξιολόγησης ήταν «λανθασμένα».

Έτσι συμφώνα με τα παραπάνω που αναπτύξαμε μπαίνει πάλι το ζήτημα του θεσμικού ρόλου των συγκεκριμένων εταιριών και της λειτουργίας τους, με ιδιαίτερα έντονο τρόπο και από θεσμικούς παράγοντες. Μεταξύ άλλων σημειώνεται ότι οι τιμές των κατοικιών από το τέλος του 2006 άρχισαν να πέφτουν στις περισσότερες περιοχές των ΗΠΑ, ενώ συγχρόνως υπήρχε ακόμη επέκταση των subprime και και άνοδος των επιτοκίων, γεγονότα που υπολογίστηκαν ως παράγοντας από τις εταιρίες αξιολόγησης. Επιπλέον οι συγκεκριμένες εταιρίες είχαν κίνητρα που ευθυγραμίζονταν με αυτά του εκδότη, εφόσον πληρώνονται από αυτόν και επιπλέον κυριαρχούνται από 2 εταιρίες στις ΗΠΑ (Moody's και Standard and Poors) και μία στην Ευρώπη (Fitch), όπως επίσης και ότι τα μοντέλα που χρησιμοποιούσαν για την εκτίμηση πιστωτικού κινδύνου περιείχαν λανθασμένες μεταβλητές.

Παρά τη βασιμότητα όμως των ζητημάτων που τίθενται υπάρχει ένα όριο στην ευθύνη που μπορεί να αποδοθεί στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς για τη σημερινή οικονομική κρίση. Καθώς τα μεγαλύτερα θύματα ήταν οι ίδιοι οι οργανισμοί αφού είχαν οι ίδιοι την δυνατότητα ανεξάρτητης αξιολόγησης με δικά τους μοντέλα, στοιχεία και πρόσβαση στην ποιότητα που είχαν αυτά τα πιστωτικά δάνεια.

Όπως έχει παρατηρηθεί, τα ασφάλιστρα κινδύνου (credit spreads), η προσαύξηση των επιτοκίων επί των αποδόσεων των ασφαλών τίτλων ήταν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Αυτή την εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου δεν την κατασκεύασαν οι εταιρίες αξιολόγησης, αλλά μια απρόσωπη διαδικασία: *η αναζήτηση απόδοσης σε ένα περιβάλλον ιστορικά χαμηλών επιτοκίων, χαμηλού πληθωρισμού και προοπτικών μεγέθυνσης, που αναπαράγονταν από όλους τους διεθνείς οργανισμούς και αναλύσεις, με την ύπαρξη παράλληλα μιας διευρυμένης και πολύπλοκα διακλαδωμένης χρηματοπιστωτικής σφαίρας.*

*Σπύρου Λαπατσιώρα, Γιάννη Μηλιού, Χρηματοπιστωτική κρίση και οικονομική ρύθμιση, μέρος δεύτερο.*

### 3.4 Νομικό καθεστώς πριν και μετά τη κρίση που τις διέπει

Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) ξεκίνησε την λειτουργία της το 2011 και έχει ως σκοπό την προστασίας των επενδυτών και την σταθερή και εύρυθμη λειτουργία τις χρηματοοικονομικής αγοράς στον ευρωπαϊκό χώρο. Η ESMA στηρίζει ρυθμιστικές προσπάθειες εταιρειών που παρέχουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες σε πανευρωπαϊκό επίπεδο είτε μέσω ενός άμεσου μηχανισμού έλεγχου είτε μέσω του διαρκείς συνεργασίας της με τα κράτη μέλη.

Οι στοχεύσεις της ESMA έχουν να κάνουν με την αξιοπιστία και την αποτελεσματική ρύθμιση των αγορών κινητών αξιών που είναι σημαντική για την ανάπτυξη, την ακεραιότητα, την αποδοτικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών και την οικονομίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η εύρυθμη λειτουργία και η αποτελεσματική εποπτεία είναι παράγοντας ζωτικής σημασίας για την εξασφάλιση και τη διατήρηση της εμπιστοσύνης των συμμετεχόντων στην αγορά. Οι δημιουργία της ESMA ακριβώς πάνω σε αυτές τις απαιτήσεις τις αγοράς αποσκοπούσε ως ανεξάρτητη αρχή της ΕΕ ώστε να προσδιορίσει και να εναρμόνιση τόσο στους εποπτικούς κανόνες όσο και τις πρακτικές που θα ακολουθούνται για την σωστή εποπτεία.

Για την ενιαία εφαρμογή των κανονισμών σε ολόκληρη την Ένωση, η ESMA είναι επιφορτισμένη για κατασκευή προτύπων σε συνάρτηση με τα το υπάρχον νομοθετικό πλαίσιο που θα αφορά χρηματοπιστωτικά προϊόντα και παράσχει τεχνικές συμβουλές, όταν δέχεται εντολή από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Έχει επίσης σημαντικό ρόλο στην άμεση εποπτεία χρηματοοικονομικών μεταβλητών σε πανευρωπαϊκή επίπεδο, όπως οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (ΟΑΠΙ) επί του παρόντος ή αρχεία καταγραφής συναλλαγών στο μέλλον. Στο μέλλον, η ESMA όπως έχει προβλεφτεί θα μετέχει στο έλεγχο των κεντρικών αντισυμβαλλομένων μέσω εποπτικών σωμάτων. Η ετήσια έκθεση της ESMA είναι σημαντικό εργαλείο για την λογοδοσίας της Αρχής ως προς τους στόχους της και των ετήσιο προγραμματισμό των εργασιών της. Για να κατανοήσουμε καλύτερα των ρόλο της ESMA παραθέτουμε τους πέντε στόχους που έθεσε η ίδια για αυτήν.

*Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών, Ετήσια έκθεση, (2012)*

### 3.4.1 Χρηματοοικονομική σταθερότητα

Ένα από τους πρώτους στόχους που έχει θέση η ESMA είναι Χρηματοοικονομική σταθερότητα. Για την εξασφάλιση της σταθερότητας των αγορών κινητών αξιών της ευρωπαϊκή ένωση ΕΕ, είναι ζωτικής σημασίας για την ESMA να αναλύει διαρκώς τάσεις και να προσδιορίζει, από την αρχή τους δυνητικούς κινδύνους και τα ευάλωτα σημεία σε επίπεδο προλήψεις, πανευρωπαϊκά και ανά τομέα.

Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μέσω της ολοκληρώσεις οικονομικών αναλύσεων των ευρωπαϊκών αγορών των χρηματοοικονομικών παραγώγων και κυρίως των εξω-χρηματιστηριακών παράγωγων με την ανακάλυψη μοντέλων επιπτώσεων για τις πιθανές εξελίξεις στην αγορά.

Η ESMA αναφέρεται στα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα, και στις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές και το ΕΣΣΚ, σε τακτική βάση για τα αποτελέσματα των αναλύσεων της. Η συγκέντρωση μικροπροληπτικών δεδομένων τα οποία συγκεντρώνονται σε εποπτικό επίπεδο είναι καθοριστικής σημασίας για τον προσδιορισμό των δυνητικών μακροκινδύνων που αναπτύσσονται στο σύνολο της ευρωπαϊκής οικονομίας. Σαν αποτέλεσμα η τακτική ενημέρωση να καθιστάτε αναγκαία για τη λήψης αποφάσεων, σε επίπεδο ΕΕ, της Επιτροπής Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών και της ομάδας χρηματοοικονομικής σταθερότητας της Οικονομικής και Δημοσιονομικής Επιτροπής και είναι καθοριστικής σημασίας. Από το 2013, ESMA θα δίνει στην δημοσιότητα εξαμηνιαίες εκθέσεις σχετικά με τους δυνητικούς κινδύνους και τις απειλές για τη χρηματοοικονομική σταθερότητα.

### 3.4.2 Προστασία των επενδυτών

Η προστασίας των επενδυτών ανά πάσα στιγμή είναι ένα μια από τις σημαντικές υποχρεώσεις της ESMA. Για την προώθηση τους προαναφερθέντων στόχων μέσα από την προαγωγή της διαφάνειας, της δικαιοσύνης στις αγορές κινητών αξιών για του καταναλωτές χρηματοοικονομικών προϊόντων ή υπηρεσιών. Για την διασφαλίσει των επενδυτών του ίδιου επιπέδου προστασίας ανεξάρτητα από το σημείο πώλησης ή το προϊόν που πωλείται, η ESMA συγκεντρώνει, επεξεργάζεται και αναφέρει τις καταναλωτικές τάσεις, ενώ παράλληλα προωθεί τόσο τη χρηματοοικονομική κατάρτιση όσο και τις εκπαιδευτικές συμβουλές και συμβάλλει στη βελτίωση συλλογικών κανόνων σχετικά με τη δημοσιοποίηση.



Είναι σημαντικό για την ESMA να παρακολουθεί τις νέες και υφιστάμενες χρηματοοικονομικές δραστηριότητες, καθώς αυτό της επιτρέπει να αξιολογεί κατά πόσον πρέπει να εκδώσει κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις με σκοπό την προώθηση της ασφάλειας και της αξιοπιστίας των αγορών κινητών αξιών, και τη σύγκλιση των ρυθμιστικών πρακτικών ώστε να διασφαλίζεται η βελτίωση της προστασίας των επενδυτών σε ολόκληρη την ΕΕ.

Τα πλαίσια δράσεις προς το παρόν για την ESMA είναι ο εντοπισμός προϊόντων τα οποία ενδέχεται να εγείρουν σοβαρές απειλές για τους επενδυτές, ταυτόχρονα μελετάτε το ενδεχόμενο έκδοσης προειδοποιητικών προτάσεων από το θεσμό της ESMA. Στην περίπτωση που υιοθετηθούν, η ESMA θα έχει την δυνατότητα, ως τελική λύση, την απαγόρευση προσωρινός ορισμένων προϊόντων. Το έργο της ESMA στον τομέα αυτό θα επικεντρωθεί στην εξασφάλιση της παροχής στους επενδυτές από τους συμμετέχοντες στην αγορά χρηματοοικονομικών δεδομένων οι οποίες είναι σαφείς, κατανοητές και σύμφωνες με τους προβλεπόμενους κανόνες.

### **3.4.3 Ενιαίο εγχειρίδιο**

Σαν αρχή για τον προσδιορισμό προτύπων για τον έλεγχο των χρηματοπιστωτικών αγορών, η ESMA σχεδιάζει την ολοκλήρωση εναρμονισμένων ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων σε διάφορους τομείς της νομοθεσίας για τις κινητές αξίες. Καταρτίζοντας τα εν λόγω πρότυπα, η ESMA συμβάλλει στην κατάρτιση ενιαίου εγχειριδίου της ΕΕ, το οποίο θα περιλαμβάνει όλους τους μετέχοντες στην αγορά, και στη δημιουργία ισονομίας σε ολόκληρη την ευρωπαϊκή ένωση. Το ενιαίο εγχειρίδιο συμβάλλει επίσης στην αναβάθμιση της ποιότητας και της συνέπειας της εθνικής εποπτείας, στη βελτίωση τη συνεκτική προστασία των επενδυτών σε ολόκληρη την ένωση και στην ενίσχυση του έλεγχου των διασυνοριακών ομίλων.

### **3.4.4 Εποπτεία**

Οι άμεσες εποπτικές εξουσίες της ESMA επικεντρώνονται σε δύο ομάδες συμμετεχόντων στις χρηματοοικονομικές αγορές, και συγκεκριμένα στους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (ΟΑΠΙ) και στα αρχεία



καταγραφής συναλλαγών. Από την 1η Ιουλίου 2011, η ESMA είναι ο υπεύθυνος φορέας της ΕΕ για την εγγραφή και την εποπτεία των ΟΑΠΙ. Από το 2013, η ESMA θα ασκεί επίσης άμεσες εποπτικές εξουσίες όσον αφορά τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών και θα συμμετέχει στα εποπτικά σώματα τα οποία θα εποπτεύουν κεντρικούς αντισυμβαλλομένους.

Ασκώντας την εποπτεία σε πανευρωπαϊκούς συμμετέχοντες στη χρηματοοικονομική αγορά, οι οποίοι μπορεί να προκαλέσουν δονήσεις την εύρυθμη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών της ΕΕ, η ESMA συμβάλλει στη μεγαλύτερη αξιοπιστία και ασφάλεια των χρηματοοικονομικών αγορών, συμβάλλοντας έτσι στην προστασία των επενδυτών.

### 3.4.5 Σύγκλιση

Η ίδρυση της έγινε ώστε να υπάρξει σύγκλιση στην εποπτεία, περιορίζοντας με αυτήν την καταχρηστική επιλογή του ευνοϊκότερου καθεστώτος εποπτείας που προκύπτει από διαφορετικές πρακτικές στην επικράτεια της ευρωπαϊκής ένωσης. Η μέχρι πρότεινες διαφορετικές εποπτικές αρχές αλλά και νομοθετικά πλαίσια μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο την ακεραιότητα, την αποδοτικότητα και την ομαλή λειτουργία των αγορών, αλλά και συνολικότερα την χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Η ESMA διενεργεί αξιολογήσεις σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία της ΕΕ ώστε να έχει μια ποιο δίκαιοι εποπτεία προς όλους στον τομέα των κινητών αξιών. Η ESMA έχει στην διαθέσει της εργαλεία για την επίτευξη ρυθμιστικής σύγκλισης, συμπεριλαμβανομένης της έκδοσης γνωμοδοτήσεων, της διαμεσολάβησης και, ως έσχατης λύσης, της διαδικασίας για παράβαση του δικαίου της Ένωσης.

Ως βασικός στόχος της ESMA είναι να μεταχειρίζεται το υλικό, τα εργαλεία της, και τις μελέτες της προς την σύγκλισης για να προωθεί τις δραστηριότητές της και σε άλλους τομείς του προγράμματος εργασίας, συμπεριλαμβανομένης της βελτίωσης του ενιαίου εγχειριδίου μέσω της έκδοσης κατευθυντήριων γραμμών και συστάσεων σε τομείς στους οποίους υπάρχουν διαφορές στην εφαρμογή και μέσω της παροχής συμβουλών στην Επιτροπή σε τομείς στους οποίους ενδέχεται να απαιτείται αναθεώρηση της νομοθεσίας για την εναρμόνιση εποπτικών πρακτικών.

*<http://www.esma.europa.eu>*

Στο κλείσιμο του κεφαλαίου παραθέτουμε τα οργανωτικά χαρακτηριστικά με τα οποία προσπαθεί να υλοποιήσει την αποστολή και τους στόχους της η ESMA .

- Η εκτέλεση των καθηκόντων της είναι προκαθορισμένο προς το συμφέρον της Ευρωπαϊκής Ένωσης καθώς και η οργάνωση της αντικατοπτρίζει την ποικιλομορφία της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- Παρόλο που η ESMA είναι από τα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, είναι ανεξάρτητη τόσο από Ευρωπαϊκής Ένωσης τις εθνικές αρχές και τους μετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές.
- Σε συνεργασία με τις εθνικές αρχές, ένα δίκτυο εποπτικών φορέων των χρηματοοικονομικών αγορών σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκής Ένωσης. Συνεργάζεται με όλους τους ευρωπαϊκούς φορείς, συμπεριλαμβανομένων της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (EAT), της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA) και του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ), καθώς και με ρυθμιστικούς φορείς εκτός της ΕΕ.
- Η διαδικασία λήψης αποφάσεων της ESMA είναι διαφανής και η Αρχή συναλλάσσεται με τους συμφεροντούχους με ανοικτό τρόπο και χωρίς αποκλεισμούς για να χαρακτηρίζεται από απολυτή διαφάνεια η λειτουργία της. Ο οργανισμός λογοδοτεί στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και στο ευρύτερο κοινό.
- Επιδιώκει την επαγγελματική αριστεία απασχολώντας προσωπικό υψηλής ποιότητας με ισχυρή τεχνική εμπειρογνωμοσύνη, γνώσεις και εμπειρία στις χρηματοοικονομικές αγορές.
- Η ESMA κάνει αποδοτική χρήση των πόρων της, προκειμένου να μεγιστοποιήσει τον αντίκτυπό της στην προώθηση της .

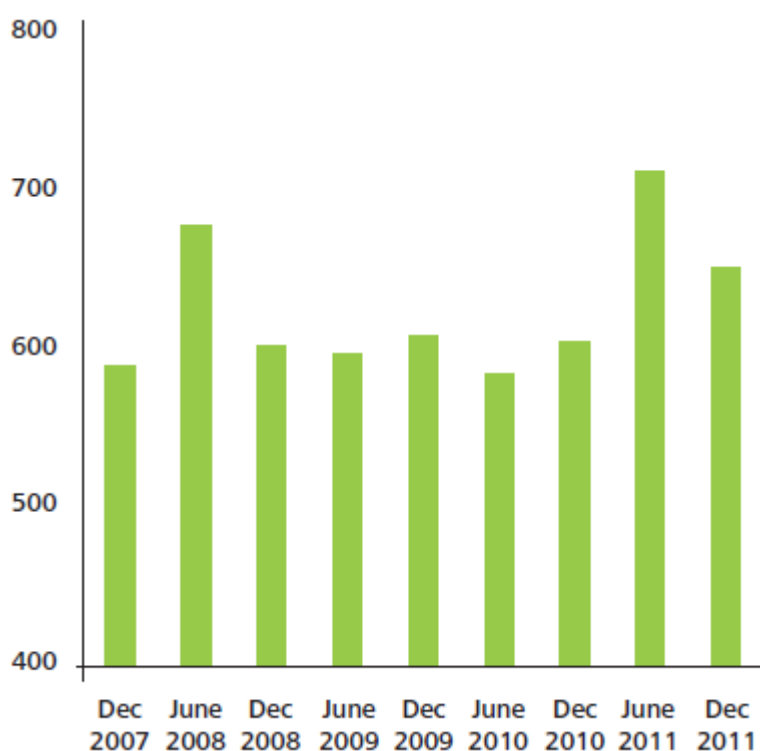
### 3.5 Αλλαγές στο κανονιστικό πλαίσιο αγοράς παραγωγών.

Στα τέλη του 2011, το ονομαστικό ποσό για εκκρεμείς συμβάσεις εξωχρηματοστηριακών παραγωγών ήταν περίπου 648 τρισεκατομμύρια δολάρια, σε σύγκριση όμως με πριν ένα εξάμηνο του Ιουνίου του ίδιου χρόνου είχε μια πτώση λίγο πάνω από 8% και τα 708 τρισεκατομμύρια δολάρια. Η Ευρώπη κυριαρχεί στις συναλλαγές OTC παραγωγών με 66% των συνολικών συναλλαγών που εκτελούνται παγκοσμίως. Σε σχέση με το 26% στις αγορές της Βόρειας Αμερικής και 8% σε χώρες της Ασίας και τις αγορές της Αυστραλίας.

Σε επίπεδο χώρας το Ηνωμένο Βασίλειο είναι μακράν το μεγαλύτερο κέντρο εξωχρηματοστηριακών παραγωγών και αντιπροσωπεύει το 47% της παγκόσμιας περίπου του όγκου των συναλλαγών. Οι ΗΠΑ έρχεται δεύτερη και κατέχει το 24% της δραστηριότητας των εξωχρηματοστηριακών συναλλαγών.

*Bank for International Settlements (BIS), Triennial. Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010, September 2010*

#### Αγορά εξωχρηματοστηριακών παραγωγών (τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ)



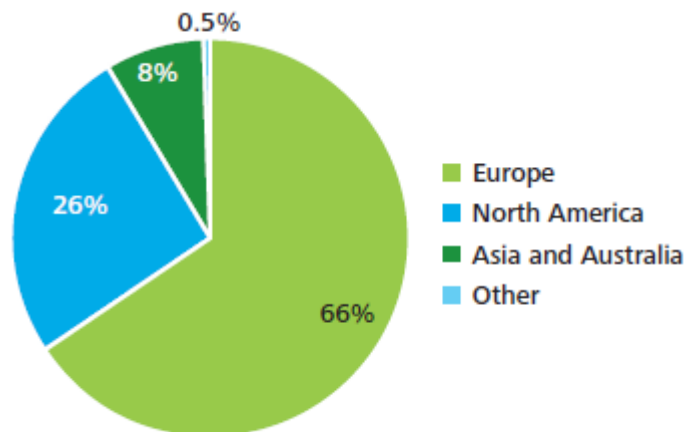
Υπάρχουν πέντε βασικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων εντός των αγορών των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων: του επιτοκίου, ο πιστωτικός, ο συναλλάγματος, των μετοχών και των βασικών εμπορευμάτων. Οι συναλλαγές σε παράγωγα επιτοκίων καταλαμβάνει το μεγαλύτερο ποσοστό των δραστηριοτήτων και ο τομέας έχει αυξηθεί σταθερά μέσα στο χρόνο.

*Bank for International Settlements (BIS), Statistical Release: OTC derivative statistics at end-December 2011, May 2012*

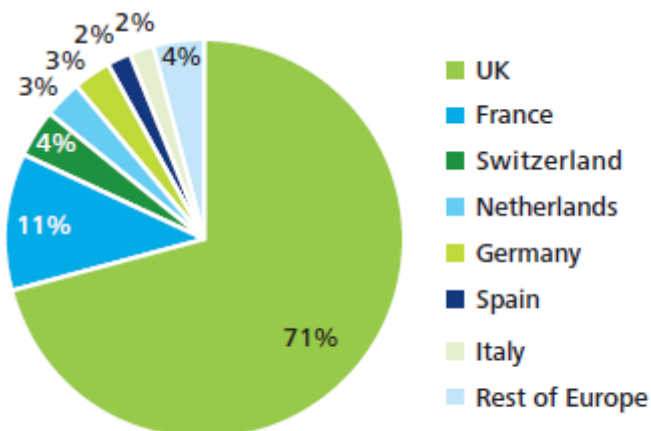
Οι συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα, είτε γίνεται με την μορφή ανταλλαγών ή σε διμερή σύμβασης OTC. Συνήθως στο μοντέλο ανταλλαγής υπάρχει μικρή προσαρμογή των υποκείμενων όρων της σύμβαση. Σε αντίθεση με το μοντέλο της διμερής σύμβασης όπου γίνεται διμερή ατομική διαπραγμάτευση των όρων της προκειμένου να καλύπτουν τις βασικές ανάγκες του χρήστη και είναι ένα βασικό στοιχείο της συναλλαγής. Η ανάγκη αυτή οδηγεί στις περισσότερες των περιπτώσεων στην επιλογή του τόπου εκτέλεσης και μέχρι σήμερα είναι ένας από τους παράγοντες που περιόριζε τον όγκο των συναλλαγών «ανταλλαγής». Μία περαιτέρω διαφορά μεταξύ των δύο μοντέλων εκτέλεσης είναι ότι στο πλαίσιο του μοντέλο διμερής συμφωνίας η ταυτότητα των δύο αντισυμβαλλομένων είναι γνωστή. Σύμφωνα όμως με μια «ανταλλαγή» με γνώμονα το μοντέλο της συνεδρίασης της αγοράς και πώληση θα είναι τυπικά σε ανώνυμη βάση με πολλαπλές αγορές και πώλησης που έρχονται μαζί για να δημιουργήσουν μια κεντρική πηγή ρευστότητα.

#### Γεωγραφική κατανομή του παγκόσμιου ποσοστού του κύκλου εργασιών

##### Παγκοσμία αγορά



## Ευρωπαϊκή αγορά



Bank for International Settlements (BIS), *Statistical Release: OTC derivative statistics at end-December 2011, May 2012*

Η κρίση ανέδειξε πολλές αδυναμίες μέσα στην αγορά εξωχρηματοημεσιακών παραγώγων. Οι τέσσερις κύριες αδυναμίες είναι:

- Κακή διαχείριση των κινδύνων και ιδίως αδύναμη διαχείριση του κινδύνου του αντισυμβαλλομένου για τα εξωχρηματοημεσιακά παράγωγα και τις θέσεις τους .
- Η έλλειψη διαφάνειας των θέσεων σε παράγωγα, τόσο για την αγορά όσο και στις ρυθμιστικές αρχές.
- Μια σοβαρή έλλειψη ρευστότητας σε περιόδους εντάσεων στην αγορά.
- Υπερβολική πολυπλοκότητα τόσο όσον αφορά τον ιστό των σχέσεων και τα εμπορεύσιμα προϊόντα.

Στην επίπεδο κορυφής της συνόδου των G20 στο Πίτσμπουργκ το 2009, οι ηγέτες συμφώνησαν στο ότι επιβάλλεται “όλες οι τυποποιημένες συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων πρέπει να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήρια ή μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών σε πλατηφόρμες, ανάλογα την περίπτωση, και οι εκκαθαρίσει να γίνεται μέσω των κεντρικών αντισυμβαλλομένων στο τέλος κάθε χρόνου. Οι συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων θα πρέπει να αναφέρονται στο εμπόριο αποθετηρίων και η μη κεντρικής εκκαθάρισης των συμβάσεων θα πρέπει να υπόκεινται σε υψηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις”.

Η δήλωση αυτή είναι μεγάλης σημασίας για το σύνολο των κανονιστικών αλλαγών που αποσκοπούν στην OTC αγορές παραγώγων. Είτε μεμονωμένα είτε συνολικά θα αλλάξει ριζικά τη μορφή και τη φύση τους άλλα και των τρόπο που αυτά λειτουργούν στις αγορές.

Για την ευρωπαϊκή Ένωση, τα δύο βασικά μέρη της ρύθμισης που θα υλοποιήσουν αυτούς τους στόχους είναι: Το EMIR που θα επιβάλει αυστηρές νέες απαιτήσεις για τη διαχείριση του κινδύνου των χρηματιστηριακών θέσεων σε παράγωγα και MiFID II και θα επιβάλει μεγάλες κυμαινόμενες απαιτήσεις σε σχέση με την εμπορία και την διαφάνεια των συμβολαίων χρηματιστηριακών παραγώγων.

Το MiFID II, θα έχει σημαντικές επιπτώσεις στο μέλλον στην διάρθρωση των αγορών των χρηματιστηριακών παραγώγων. Η Βασιλεία III επίσης αλλά και η μεταγενέστερη νομοθεσία της ευρωπαϊκής ένωσης, θα καθορίσει το κεφάλαιο που απαιτείται για τα χρηματιστηριακά παράγωγα και πως αυτό θα επηρεάσει την προσφορά και τη ζήτηση για τα συγκεκριμένα προϊόντα. Η Ευρώπη ως το μεγαλύτερο εμπορικό κέντρο χρηματιστηριακών παραγώγων με γνώμονα του προαναφερθέντες κανονισμούς θα αναγκαστεί σε σημαντικές αλλαγές την παγκόσμια αγορά των παραγώγων. Άλλες χώρες βρίσκονται σε διάφορα στάδια του σχεδιασμού ή ακόμη και για την εφαρμογή παρόμοιων αλλαγών. Το καλύτερα ανεπτυγμένο νομοθετικά στον τομέα αυτό με τίτλος VII του νόμου Dodd - Frank που θα εφαρμοστεί από τις ΗΠΑ με ισοδύναμες απαιτήσεις σε EMIR και MiFID II.

*Deloitte EMEA Centre for Regulatory Strategy, EMIR: A giant stride forward, but further work to do, February 22 for an overview of the key requirements) of EMIR and the expected difference in approach with Dodd-Frank.*

Πριν από την εισαγωγή της MiFID I το 2007, τα ίδια κεφάλαια ήταν η κυριαρχή δύναμη σε αυτή την μορφή αγορών. Από τους βασικούς στόχους της MiFID ήταν η εισαγωγή του ανταγωνισμού στις αγορές μετοχών. Το γεγονός αυτό πραγματοποιήθηκε με την εισαγωγή μιας νέας κατηγορίας τύπου διαπραγμάτευσης του πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης (MTF). Το γεγονός αυτό άλλαξε σημαντικά τη δομή των ιδίων κεφαλαίων στις ευρωπαϊκές αγορές και ενθάρρυνε τους νεοεισερχόμενους επενδυτές που με τη σειρά του κατέκτησαν μερίδιο στην αγοράς. Δυο βασικά σημεία στα οποία θα πρέπει να σταθούμε είναι, πρώτον, μετά την εισαγωγή του MiFID, το ποσοστό της λήψης των συναλλαγών για τα OTC έχει σημαντική πτώση. Το 2011, ήταν περίπου το 36 % του FTSE για συναλλαγές OTC, σε σύγκριση με πάνω από το 50% για το 2008.

*Deloitte EMEA Centre for Regulatory Strategy, EMIR: A giant stride forward, but further work to do, February 22 for an overview of the key requirements of EMIR and the expected difference in approach with Dodd-Frank*

Δεύτερον το MiFID έχει συμβάλει με μεγάλη επιτυχία στο μερίδιο αγοράς να αυξηθεί από το 6% του συνόλου του κύκλου εργασιών της ευρωπαϊκής ένωσης το 2008 σε 27% το 2011.( Federation of European Stock Exchanges (FESE), *European Equity Market Report, 2008-2011* (Data aggregated by Deloitte).

Βλέπουμε τώρα ένα βαθμό ενοποίησης μεταξύ των τύπων, παρόλο που το μερίδιο της αγοράς που κατέχουν παραμένει αρκετά μεγάλο. Από αυτή την άποψη μπορούμε να πούμε ότι η MiFID έχει επιτύχει τους στόχους της για των ανταγωνιστικό της προσανατολισμό, από την άλλη μεριά όμως ο ανταγωνισμός δείχνει να έφερε απρόβλεπτες συνέπειες, όπως ο κατακερματισμός των πληροφοριών διαπραγμάτευσης για την τιμή σκοπούς σχηματισμού. Το MIFID II στοχεύει στην αντιμετώπιση αυτών των αδυναμιών, καθώς και για να συλλάβει ώστε τα χρηματιστηριακά παράγωγα και άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων να διαπραγματεύονται εντός του ενιαίου κανονιστικού πλαισίου.

Το MiFID II βρίσκεται ακόμα υπό διαπραγμάτευση. Αυτό αναμένεται να είναι μια μακρά διαδικασία και το τελικό νομοθετικό πλαίσιο που συμφωνήθηκε δεν αναμένονταν πριν το 2013. Ο κυρίως σκοπός του MiFID ήταν να αυξηθεί ο ανταγωνισμός και ο στόχος της MiFID II τώρα πια βρίσκεται στην χρηματοπιστωτική

σταθερότητα και τη διασφάλιση της διαφάνειας και εύρυθμης λειτουργίας των αγορών σε ένα ευρύτερο σύνολο κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων από ό, τι είχε αρχικά καλυφτεί από την οδηγία MiFID . Παράγωγα που εκκαθαρίζονται και έχουν τον κατάλληλο βαθμό ρευστότητας θα πρέπει να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε MiFID και θα ρυθμίζονται σε πλατφόρμα συναλλαγών. Η κατηγορία αυτή θα περιλαμβάνει την υπάρχουσα RM και ΠΜΔ χώρους, καθώς και μία νέα κατηγορία τρόπου διαπραγμάτευσης: ο ένας Οργανωμένες Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (OTF). Η επιθυμία να εισαγάγει την κατηγορία OTF αντανάκλα τις αλλαγές στην αγορά μετά την εισαγωγή της MiFID και για την εφαρμογή της Δέσμευση της G20 για χρηματιστηριακές συναλλαγές παραγώγων, στις δύο περιπτώσεις, η βασική επιθυμία είναι να γίνονται οι συναλλαγές από μια διμερή βάση σε ένα πιο διαφανές περιβάλλον. Όπως και με ένα RM και MTF, η πρόταση είναι ότι τα OTF θα συγκεντρώσουν πολλές αγορές και το ενδιαφέρον πώλησης στο πλαίσιο ενός κεντρικού συστήματος θα αυξηθεί. Άλλες βασικές απαιτήσεις για OTF θα είναι :

- Υποχρεωτικές εναρμονισμένες προ-διαπραγματευτικές απαιτήσεις διαφάνειας.
- Διαφανής και χωρίς διακρίσεις κανόνες πρόσβασης.
- Ικανότητα επιτήρησης της αγοράς.
- Διεξαγωγή των απαιτήσεων των επιχειρήσεων.
- Απαγόρευση της χρήσης των ιδίων κεφαλαίων για την εκτέλεση εντολών.

### **3.5.1 Ο στόχος της οδηγίας MiFID II σε σχέση με την οικονομική σταθερότητα και τη διασφάλιση της διαφάνειας και την καλή λειτουργία των αγορών.**

Υπάρχει όμως μια σημαντική διαφορά, οι φορείς του OTF θα επιτρέπεται να ασκούν με διακριτική ευχέρεια την εκτέλεση των εντολών. Αυτό γίνεται για να ληφθεί μέριμνα για την ρόλο που θα παίζουν οι μεσίτες στην διαμεσολάβηση των χρηματιστηριακών παραγώγων και θα επιτρέπει στον χειριστή OTC μικρό βαθμό ευελιξίας, με τη συγκατάθεση του πελάτη, για την εκτέλεση εντολών. Παρ'όλα αυτά εκτεταμένες διαρθρωτικές αλλαγές αναμένονται σε όλη την αγορά.

Κατά την εξέταση των επιπτώσεων των ρυθμιστικών αλλαγών, είναι σημαντικό να αναγνωρίσουμε ότι τα χρηματιστηριακά παράγωγα και η αγορά τους είναι πολύ



διαφορετικές από τις υπόλοιπες αγορές, όπως για παράδειγμα αυτή των μετοχών. Αυτό εκδηλώνεται με τους παρακάτω τρόπους:

- Οι συμμετέχοντες είναι διαπραγματεύονται μεγάλα κεφαλαία.
- Η αξία της συναλλαγής είναι τυπικά υψηλή.
- Η συχνότητα των συναλλαγών είναι χαμηλή.
- Ο αριθμός των υποκείμενων τύπων του προϊόντος είναι πολύ υψηλή.

Αυτό είναι σε αντίθεση με τις αγορές μετοχών οι οποίες περιλαμβάνουν την συμμετοχή μικρών ποσών και υψηλό κύκλο εργασιών και τα χαμηλά ποσά συναλλαγών κυριαρχούν.

- Ο όγκος των εργασιών που θα διαπραγματεύονται εξωχρηματιστηριακά.
- Ο αριθμό και το είδος των τόπων διαπραγμάτευσης που θα προκύψει
- Προσφορά προϊόντων.
- Τιμολόγηση παραγώγων.
- Το επίπεδο της ρευστότητας στην αγορά.

### **3.5.2 Ποιο θα είναι το μέλλον και η δομή των εξωχρηματιστηριακών αγορές παραγώγων.**

Οι χρηματιστηριακές αγορές παραγώγων είναι προφανές ότι αντιμετωπίζουν ριζοσπαστικές ρυθμιστική αλλαγές, οι επιπτώσεις των οποίων θα είναι οπωσδήποτε εκτεταμένες. Όχι μόνο από την άποψη του μεγέθους και πεδίου εφαρμογής της αλλαγής, αλλά και από την άποψη του μεγάλου εύρους των επενδυτών που συμμετέχουν στην αγορά. Η υποχρεωτική απαίτηση για το εμπόριο τυποποιημένων παράγωγων σε ρυθμιζόμενη χώρα, όπως προτείνεται με την εφαρμογή του MiFID II, θα αλλάξει φυσικά την μελλοντική δομή στις αγορές παραγώγων. Όχι μόνο θα υπάρξουν σημαντικά λιγότερα OTC, αλλά θα δούμε επίσης νέα συστήματα διαπραγμάτευσης που θα προκύψουν σε υφιστάμενους χώρους που θα προσαρμοστούν στις ρυθμιστικές απαιτήσεις. Στην πράξη αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες και οι χρηματιστές θα πρέπει να επανασχεδιάσουν τον τρόπο με τον οποίο διανέμονται τα παράγωγα στους πελάτες τους. Η κανονιστική επιθυμία είναι να δοθούν κίνητρα για τη χρήση της κεντρική εκκαθάριση μέσω του συστήματος του κεφαλαίου, αλλά όταν η κόστος των προτεινόμενων απαιτήσεων λαμβάνεται

συνολικά υπάρχει ένας κίνδυνος που εκκαθαρίζοντας τα παράγωγα γίνονται πιο δαπανηρά. Μεγάλο μέρος σημαντικών λεπτομερειών δεν έχουν ακόμη συμφωνηθεί, αλλά το γενικό πλαίσιο αναμένεται να παραμείνει σε γενικές γραμμές σύμφωνα με τις τρέχουσες προτάσεις. Οι επιπτώσεις στη ρευστότητα της αγοράς θα εξαρτηθεί κατά μεγάλο μέρος από αυτές τις εναπομείναντες λεπτομέρειες.

*Bank for International Settlements Statistical release OTC derivatives statistics at end-June 2013 Monetary and Economic Department November 2013.*

## **Κεφαλαίο\_4**

### **4.1 Ορισμός Κεντρική τράπεζα Ελλάδος**

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι η Κεντρική Τράπεζα της χώρας. Ιδρύθηκε το 1927 βάσει ενός Παραρτήματος του Πρωτοκόλλου της Γενεύης και ξεκίνησε την λειτουργία της τον Μάιο του 1928. Η νομική της μορφή είναι παροιμία με αυτή της ανωνύμου εταιρίας. Ως έδρα της ορίζεται η Αθήνα, ενώ διατηρεί 17 Υποκαταστήματα, 33 Πρακτορεία και 9 Θυρίδες σε όλη την ελληνική επικράτεια.

Από τον Ιανουάριο 2001 η Τράπεζα της Ελλάδος αποτελεί αναπόσπαστο μέλος του Ευρωσυστήματος, που απαρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες των κρατών-μελών που ανήκουν στη ζώνη του ευρώ. Έκτοτε η Τράπεζα της Ελλάδος συμβάλλει με τη λειτουργία της στην επίτευξη των στόχων και την εκτέλεση των καθηκόντων του Ευρωσυστήματος, το οποίο σχεδιάζει και εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ.

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι αρμόδια για την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος στην Ελλάδα και τη διαφύλαξη της σταθερότητας του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ως πρωταρχικός σκοπός ορίζεται από το Καταστατικό της η διατήρηση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών. Επίσης από την στιγμή που επηρεάζεται η επίτευξη του πρωταρχικού της σκοπού, η Τράπεζα στηρίζει τη γενική οικονομική πολιτική της κυβέρνησης. Κατά την άσκηση

των αρμοδιοτήτων της, έχει κατοχυρωθεί η θεσμική, προσωπική και λειτουργική ανεξαρτησία της, αλλά και η άσκηση δημοκρατικού ελέγχου εκ μέρους της Βουλής.

Οι αρμοδιότητες της Τράπεζας διακρίνονται σε αυτές που εντάσσονται στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος και σε άλλες αρμοδιότητες, και συνοπτικά είναι οι εξής:

#### **4.1.1 Αρμοδιότητες στο πλαίσιο του Ευρωσυστήματος**

- Συμμετέχει στη χάραξη της ενιαίας νομισματικής πολιτικής της ζώνης του ευρώ και την εφαρμόζει στην Ελλάδα.
- Διαχειρίζεται για λογαριασμό της ΕΚΤ μέρος των σε συνάλλαγμα και χρυσό διαθεσίμων της τελευταίας, σύμφωνα με τις οδηγίες της ΕΚΤ.
- Ασκεί την επίβλεψη των συστημάτων και των μέσων πληρωμών, με σκοπό τη εξασφάλιση της σταθερότητας, της αξιοπιστίας και της αποδοτικότητάς τους.
- Προωθεί ρυθμίσεις για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την αποτελεσματική διαχείριση χρηματοπιστωτικών κρίσεων.
- Συλλέγει στατιστικά στοιχεία από νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.
- Εκδίδει τραπεζογραμμάτια ευρώ, τα οποία κυκλοφορούν ως νόμιμο χρήμα, μετά από έγκριση της ΕΚΤ, και είναι αρμόδια για την κυκλοφορία και διαχείριση των τραπεζογραμματίων και κερμάτων ευρώ στην Ελλάδα.
- Φροντίζει για την προμήθεια των αναγκαίων ποσοτήτων ανά αξία, είτε από το Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών (IETA), είτε από διασυνοριακές χρηματοποστολές, καθώς και για την ασφαλή αποθήκευση, διακίνηση και την επανακυκλοφορία ή την καταστροφή τους και μεριμνά για τον ομαλό εφοδιασμό της οικονομίας.

#### **4.1.2 Άλλες Αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος**

- Εποπτεύει τα πιστωτικά ιδρύματα καθώς και ορισμένες κατηγορίες επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας.
- Εποπτεύει και ελέγχει τις ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις καθώς και τους διαμεσολαβητές στις ασφαλίσεις.

- Έχει την ευθύνη για τη διαχείριση και τη λειτουργία του Συστήματος Παρακολούθησης Συναλλαγών επί Τίτλων με Λογιστική Μορφή (Άυλοι Τίτλοι).
- Έχει την ευθύνη της λειτουργίας της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ).
- Κατέχει και διαχειρίζεται τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας στα οποία περιλαμβάνονται τα σε συνάλλαγμα και χρυσό διαθέσιμα της Τράπεζας της Ελλάδος και του Ελληνικού Δημοσίου.
- Εξυπηρετεί το Ελληνικό Δημόσιο ως ταμίας και εντολοδόχος τού.
- Καταρτίζει και δημοσιεύει στατιστικά στοιχεία που αφορούν την ελληνική οικονομία και διενεργεί εξειδικευμένες στατιστικές έρευνες.
- Δημοσιεύει εκθέσεις και διεξάγει ερευνητικό έργο στο πλαίσιο της παρακολούθησης και ανάλυσης της οικονομικής συγκυρίας και της νομισματικής πολιτικής.

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

## 4.2 Ιστορικά στοιχεία

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι η κεντρική εκδοτική τράπεζα της χώρας. Ιδρύθηκε το 1927, βάσει ενός παραρτήματος του Πρωτοκόλλου της Γενεύης της 15ης Σεπτεμβρίου, λίγα χρόνια μετά τον Πρώτο Παγκόσμιο Πόλεμο και τη Μικρασιατική Καταστροφή, και ξεκίνησε την λειτουργία της τον Μάιο του 1928. Στα 80 χρόνια της ιστορίας της γνώρισε 16 Διοικητές, σε τρεις εκ των οποίων έχει απονεμηθεί ο τίτλος του Επίτιμου Διοικητή, και 27 Υποδιοικητές.

Οι εργασίες της ξεκίνησαν στις 14 Μαΐου 1928, με πρώτο Διοικητή τον Αλέξανδρο Διομήδη, οπότε καθορίστηκε και το έμβλημά της. Οι επέτειοι των 25 ετών, με Διοικητή τον Γεώργιο Μαντζαβίνο, και των 50 ετών, με Διοικητή τον Ξενοφώντα Ζολώτα, εορτάστηκαν με λαμπρές τελετές. Η επέτειος των 75 ετών βρίσκει την Τράπεζα μέλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, υπό την διοίκηση του Νικόλαο Χ. Γκαργκάνα.



Η Τράπεζα στεγάζεται σε ιδιόκτητο κτίριο επί της οδού Ελευθερίου Βενιζέλου (Πανεπιστημίου) 21, απέναντι από τα τρία ιστορικά κτίρια της Ακαδημίας, του Πανεπιστημίου και της Βιβλιοθήκης, στο κέντρο της πρωτεύουσας. Δεδομένου ότι κανένα από τα προσχέδια που υποβλήθηκαν στον σχετικό διαγωνισμό που προκηρύχθηκε το 1929 δεν βραβεύθηκε, η Τράπεζα ανέθεσε στους Κ. Παπαδάκη και Ν. Ζουμπουλίδη να προτείνουν νέα προσχέδια τα οποία και εγκρίθηκαν το 1932. Η θεμελίωση του κτιρίου έγινε το 1933 και τα εγκαίνιά του το 1938, με Διοικητή και στις δύο περιπτώσεις τον Εμμανουήλ Τσουδερό. Τη χρονιά εκείνη εκδόθηκε και σχετικό λεύκωμα με φωτογραφίες του νέου κτηρίου. Η ανάγκη μεταστέγασης ορισμένων Διευθύνσεων και υπηρεσιών της Τράπεζας επέβαλε τη χρήση (2004) και δεύτερου κτιρίου στην οδό Αμερικής 3.

#### **4.3 Συμβολή στην οικονομική πολιτική της Ελλάδας**

Όταν η κρίση ήδη είχε ξεκινήσει από τις Η.Π.Α στις άλλες χώρες, πολλαπλασιάστηκαν οι αναλύσεις και οι μελέτες της Τράπεζας της Ελλάδος για τις πολιτικές και τις στρατηγικές που ήταν αναγκαίο να ακολουθήσει η ελληνική οικονομία. Οι προειδοποιήσεις και προτάσεις πολιτικής που παρουσιάστηκαν από την Τράπεζα τεκμηριώθηκαν με αναλύσεις και μελέτες για ειδικότερα ζητήματα. Ο στόχος των παρεμβάσεων αυτών, καθώς και ορισμένων αποφάσεων και πρωτοβουλιών που αναφέρονται πιο κάτω, ήταν η πληρέστερη πληροφόρηση της ελληνικής κοινής γνώμης για τα σημαντικά ζητήματα της οικονομίας. Από τις αρχές του 2009 η Τράπεζα της Ελλάδος συσφίξε τις σχέσεις της με τις κεντρικές τράπεζες και τις αρχές εποπτείας των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, δίνοντας προσοχή σε ζητήματα και θέματα εποπτείας και αντιμετώπισης της χρηματοπιστωτικής και

οικονομικής κρίσης, ενώ από το 2008 παρακολουθούσε με αυξημένη προσοχή τις εξελίξεις στις οικονομίες της ΝΑ Ευρώπης.

*(Ήδη το Μάρτιο του 2008 είχε διεξαχθεί στην Αθήνα το 3ο ετήσιο συνέδριο του Δικτύου Νομισματικής Ιστορίας Νοτιοανατολικής Ευρώπης (South Eastern Europe Monetary History Network), ενώ από το καλοκαίρι του 2008 είχε ιδρυθεί στη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών (ΔΟΜ) το νέο Τμήμα Ανάλυσης Οικονομικών Εξελίξεων των Χωρών της Ανατολικής Ευρώπης και της Μεσογείου. Στις 16.10.2009 η Τράπεζα της Ελλάδος, σε συνεργασία με το SEESOX (South Eastern European Studies at Oxford) του Πανεπιστημίου της Οξφόρδης, διοργάνωσε ημερίδα για τις προκλήσεις και τις προοπτικές των οικονομιών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης σε συνθήκες χρηματοπιστωτικής κρίσης. Επίσης, στο πλαίσιο της συνεργασίας των κεντρικών τραπεζών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, η Τράπεζα της Ελλάδος και η Κεντρική Τράπεζα της Αλβανίας συνδιοργάνωσαν στις 19-21 Νοεμβρίου 2009 στην Αθήνα συνέδριο-εργαστήριο για θέματα οικονομικής έρευνας στην περιοχή.)*

Παράλληλα, από το καλοκαίρι του 2008 είχε ιδρυθεί στη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών (ΔΟΜ) και το Τμήμα Ανάλυσης Αγοράς Ακινήτων, μεγνόμενα την καλύτερη και εγκυρότερη πληροφόρηση για την αγορά ακινήτων, που ήταν μεγάλης σημασίας για την οικονομία γενικά όσο και για το τραπεζικό σύστημα ειδικότερα.

*Για την υποβοήθηση του έργου της νέας μονάδας, θεσμοθετήθηκε υποχρέωση παροχής σχετικών στοιχείων από τα πιστωτικά ιδρύματα και δημιουργήθηκε ηλεκτρονική βάση δεδομένων. Στις 29 Απριλίου 2009 το Τμήμα οργάνωσε ημερίδα για τις πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές της αγοράς ακινήτων (οι εισηγήσεις εκδόθηκαν σε τόμο το Δεκέμβριο του 2009).*

Το Μάιο του 2009, με πρωτοβουλία της Διοίκησης, άρχισε να λειτουργεί στη ΔΟΜ ομάδα εργασίας για θέματα κοινωνικής πολιτικής και αγοράς εργασίας, στην οποία συμμετείχαν και ερευνητές της ΤτΕ αλλά και καθηγητές πανεπιστημίων. Στις 16 Ιουνίου 2009 ανακοινώθηκε ότι, με πρωτοβουλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, δημιουργήθηκε επιτροπή από διακεκριμένους επιστήμονες, στην οποία ανατέθηκε το έργο της εκπόνησης μελέτης σχετικά με τις οικονομικές, κοινωνικές και περιβαλλοντικές επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής στην Ελλάδα. Η Επιτροπή (ΕΜΕΚΑ – Επιτροπή Μελέτης Επιπτώσεων Κλιματικής Αλλαγής) ανέλαβε να κοστολογήσει το ζήτημα της κλιματικής αλλαγής για την ελληνική οικονομία, το κόστος της τυχόν αδράνειας, καθώς και το κόστος των μέτρων άμβλυνσης των συνεπειών της κλιματικής αλλαγής, τα οποία θα λαμβάνονταν στο πλαίσιο της σχετικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η μελέτη ξεκίνησε το Μάρτιο του 2009 με στόχο να ολοκληρωθεί σε δύο χρόνια.

*Στο πλαίσιο αυτό, στην Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2008 (Απρ. 2009) εγκαινιάστηκε η δημοσίευση ειδικού κεφαλαίου, που αφορά τη διεθνή και ελληνική πολιτική για την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής, θέματα προστασίας του περιβάλλοντος και τις εξελίξεις στον τομέα της ενέργειας.*

Στις 27 Μαΐου 2009, σε συνεργασία με το Ελληνικό Παρατηρητήριο της London School of Economics, διενεργήθηκε συνέδριο για το κόστος της χρηματοπιστωτικής

ελληνικής κρίσης άλλα και για το σχεδιασμό τρόπο εξόδου από αυτήν. Τέλος, το Νοέμβριο του 2009 εκδόθηκε σύντομη μελέτη των υπηρεσιών της Τράπεζας με τίτλο “Η κρίση του 1929, η ελληνική οικονομία και οι εκθέσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για τα έτη 1928-1940”, η οποία παρουσιάστηκε σε σχετική εκδήλωση του Ιδρύματος της Βουλής.

#### **4.4 Ρόλος της στην ελληνική οικονομία και λειτουργίες της**

Το πρώτο ξέσπασμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης επηρέασε ιδιαίτερα των χρηματοπιστωτικός τομέας, ιδίως τη ρευστότητα των τραπεζών, η οποία περιορίστηκε σε εξοντωτικά επίπεδα.

Όλες οι τράπεζες παγκόσμιος, προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις πρωτοφανείς συνθήκες, αναγκάστηκαν να αναπροσαρμόσουν τη νομισματική πολιτική τους, εγκαταλείποντας πρακτικές εύκολου δανεισμού του παρελθόντος και υιοθετώντας νέες πολιτικές δανεισμού.

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα τα πρώτα δύο χρόνια της κρίσης, δεν δέχτηκε άμεσες απώλειες όπως αυτές που καταγραφήκαν σε άλλα όπως για παράδειγμα το αμερικανικό. Οι επιπτώσεις που δέχτηκε ήταν βαθμιαίες, η οποίες προκάλεσαν την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και συμπάρεσυρε το τραπεζικό σύστημα σε παρόμοια υποβάθμιση. Ο συνακόλουθος περιορισμός των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών όξυνε από τις αρχές του 2009 το πρόβλημα, με αποτέλεσμα το ελληνικό τραπεζικό συστήματα να προσφεύγει σε αυξανόμενο βαθμό σε ευρομηχανισμούς για την καλύψει των αναγκών του σε ρευστότητα.

Ο ρόλος και η υποχρέωση της Τράπεζα της Ελλάδος ήταν να στηρίξει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, με την διασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργία του με το να έκδοση νέους κανόνες και αφετέρου τονώνοντας τη ρευστότητά του. Ενώ ταυτόχρονα οι ελληνικές τράπεζες στηρίχθηκαν μόνο από τις ενέσεις ρευστότητας του Ευρωσυστήματος.

*Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γ. Προβόπουλου σε διεθνές Συμπόσιο της Τράπεζας της Ελλάδος και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (EBRD) με θέμα: “Οι προκλήσεις για την ανάπτυξη και η οικονομική ενοποίηση στη Νοτιοανατολική Ευρώπη”, 13.12.2013.*



#### 4.4.1 Ενδυνάμωση της μικροεποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων

Μετά το πρώτο ξέσπασμα της κρίσης η ήδη ενισχυμένη εποπτεία των τραπεζών έγινε αυστηρότερη, και έπειτα από την εφαρμογή πλέον του νέου τραπεζικού νόμου, 3601/2007, στη διαμόρφωση του οποίου είχε σημαντικότατο ρόλο η Τράπεζα της Ελλάδος, και των σχετιζόμενων με τον τραπεζικό νόμο Πράξεων Διοικητή, καθώς και με την υιοθέτηση κατευθυντήριων οδηγιών που είχε εκδώσει η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (CEBS). Τα κυριότερα νέα στοιχεία του πλαισίου εποπτείας είναι:

##### **Νέα στοιχεία του πλαισίου εποπτείας των τραπεζών το 2008**

- Εκσυγχρονίστηκαν οι διατάξεις σχετικά με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζών, καθώς και η διαφάνεια και η δυνατότητα ελέγχου της καταλληλότητας των μετόχων οι οποίοι μπορεί να ασκούν σημαντική επιρροή σε περιπτώσεις σημαντικής διασποράς των μετοχών.
- Δημιουργήθηκε μια εξ ολοκλήρου καινούργια μορφή υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων, βασισμένη σε διακριτές επιμέρους παραμέτρους του κινδύνου, συμπεριλαμβανομένου του λειτουργικού.
- Ανασχεδιάστηκαν οι έλεγχοι με γνώμονα την προσέγγιση βάσει κινδύνου (riskbased approach).
- Καθορίστηκαν για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ρητές υποχρεώσεις δημοσιοποίησης στοιχείων τους που αφορούν κυρίως: (α) τις επιχειρήσεις του ομίλου του πιστωτικού ιδρύματος, (β) τα ίδια κεφάλαια και τον τρόπο υπολογισμού της κεφαλαιακής επάρκειας του ιδρύματος και (γ) την έκθεση του σε κάθε επιμέρους κατηγορία κινδύνου.
- Καθορίστηκαν οι εναλλακτικές μέθοδοι υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών για τις επενδύσεις τους που συνδέονται με τιτλοποιήσεις (securitisation).
- Θεσπίστηκαν: (α) ποιοτικού χαρακτήρα κριτήρια υπολογισμού της κεφαλαιακής επάρκειας κάθε πιστωτικού ιδρύματος, επιπλέον των ποσοτικών κριτηρίων, και (β) διαδικασία αξιολόγησης από την Τράπεζα της Ελλάδος της



εν γένει συμμόρφωσης του πιστωτικού ιδρύματος προς τις εποπτικές του υποχρεώσεις.

- Τροποποιήθηκαν και κωδικοποιήθηκαν οι διατάξεις που ήταν σε ισχύει σχετικά με τον έλεγχο των μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων.
- Κωδικοποιήθηκαν οι υποχρεώσεις περιοδικής υποβολής εποπτικής φύσεως στοιχείων και πληροφοριών από τα πιστωτικά ιδρύματα προς την Τράπεζα της Ελλάδος και καθορίστηκαν τα πρόσωπα που θεωρείται ότι έχουν “ειδική σχέση” με το πιστωτικό ίδρυμα και ως εκ τούτου οι συναλλαγές τους μ’ αυτό υπάγονται σε ειδικές διαδικασίες εποπτείας.

Συμφώνα με τις νέες κατευθύνσεις και τους κανόνες εν όψει των πολλαπλάσιων κινδύνων που προέρχονταν από την συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας, την υψηλή μεταβλητότητα στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, καθώς και τις παρούσες συνθήκες χαμηλής ρευστότητας και μειωμένης κερδοφορίας, η ΤτΕ συνέχισε να συστήνει στις τράπεζες την εφαρμογή της κατάλληλης πολιτικής για τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Στην βάση αυτής της λογικής η ΤτΕ επισήμαινε η ανάγκη να αυξηθούν οι προβλέψεις και οι μελέτες πάνω στα επισφαλή δάνεια, να μετριαστούν τα έξοδα και να αναζητηθούν νέες πηγές άντλησης ρευστότητας. Παράλληλα, καθώς την περίοδο εκείνη οι οικονομίες των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης αντιμετώπιζαν εντεινόμενους κινδύνους, συστάθηκε στις ελληνικές τράπεζες που δραστηριοποιούνταν αφού αξιολογήσουν προσεκτικά τις ανα περίπτωση οικονομικές συνθήκες, καθώς και το ενδεχόμενο να βρεθούν εκτεθειμένες όχι μόνο σε πιστωτικό, αλλά και σε συναλλαγματικό κίνδυνο.

Έπειτα από τις υποδείξεις της Τράπεζας της Ελλάδος, οι τράπεζες υιοθέτησαν μια πιο περιοριστική πολιτική προβλέψεων, με βάση την οποία άρχισαν να συνεκτιμώνται πλέον όχι μόνο οι στατικοί δείκτες ποιότητας χαρτοφυλακίου, αλλά και η δυναμική των οικονομικών και πιστωτικών συνθηκών στην τότε συγκυρία, καθώς και το περιθώριο των βασικών ιδίων κεφαλαίων για την κάλυψη της μη αναμενόμενης ζημίας. Παράλληλα, η Τράπεζα της Ελλάδος διαμόρφωσε ένα ποιο αυστηρό πλαίσιο έλεγχου το, περικόπτοντας σχέδια επέκτασης τραπεζών στις οποίες είχε εντοπίσει ανεπάρκεια ως προς τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου τους και αυξάνοντας κατά περίπτωση τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών.

Η Τράπεζα της Ελλάδος το 2008 και η Διεύθυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, με κύριο στόχο την ενδυνάμωση της μακροπροληπτικής εποπτείας. Η Διεύθυνση αυτή επιβλέπει τη σταθερότητα του ελληνικού χρηματοπιστωτικού τομέα, αναλύοντας σε επίπεδο συστήματος τις εξελίξεις και τις προοπτικές. Παράλληλα, επιβλέπει τα μέσα πληρωμών και τα συστήματα συμψηφισμού και διακανονισμού πληρωμών που διενεργούνται στη χώρα, με στόχο την εξασφάλιση της αποτελεσματικότητας και της αξιοπιστίας τους και, κυρίως τον περιορισμό του κινδύνου που αναδύεται από το σύστημα. Όλες οι παραπάνω ενέργειες διενεργούνται σε ένα πλαίσιο στη γενικότερη τάση ενίσχυσης του ρόλου της μακροπροληπτικής εποπτείας σε ευρωπαϊκό, αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο, η οποία αντανακλά το ότι η χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε τη σημασία της έννοιας του συστημικού κινδύνου.

*Χρηματοδότηση και οικονομική ανάπτυξη: ο ρόλος των τραπεζών”, ομιλία του Διοικητή της ΤτΕ στην ημερίδα του ΣΕΒ: “Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων: ποιες λύσεις – ποια προοπτική”, 15.1.2014.*

#### **4.4.2 Ο Νόμος 3723/2008 για την ενίσχυση της ρευστότητας**

Η καταρευση της Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008 δε θα ήταν δυνατόν να μην προκαλέσει κλυδωνισμούς στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι κυβερνήσεις, οι κεντρικές τράπεζες και οι άλλες αρμόδιες αρχές προχώρησαν σε συντονισμένες ενέργειες για να αποκαταστήσουν την εμπιστοσύνη στις χρηματοπιστωτικές αγορές και την ορθή λειτουργία τους. Οι βασικοί άξονες των ενεργειών αυτών ήταν είτε άμεση ή έμμεση, ενίσχυση της ρευστότητας των εθνικών οικονομιών και την ενδυνάμωση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, έτσι ώστε να περιοριστούν οι επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία και να μηδενιστούν οι πιθανότητες εμφάνισης πιστωτικής ασφυξίας. Στο πλαίσιο αυτό (και σε εφαρμογή των βασικών αρχών που συμφωνήθηκαν στην άτυπη Σύνοδο Κορυφής της ζώνης του ευρώ στις 12 Οκτωβρίου 2008 και υιοθετήθηκαν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 15 και 16 Οκτωβρίου 2008), ψηφίστηκε από το Ελληνικό Κοινοβούλιο ο Ν. 3723/2008 για την ενίσχυση της ρευστότητας της οικονομίας, προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Ο απώτερος στόχος αυτής της νομοθετικής πρωτοβουλίας ήταν η θωράκιση της ελληνικής οικονομίας μέσα από την ενίσχυση της ρευστότητας, με σκοπό να

περιοριστούν οι πιέσεις στα επιτόκια χορηγήσεων και με την σειρά τους τα πιστωτικά ιδρύματα να διευκολύνουν την χορήγηση πιστώσεων σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις.

*Ο νόμος προέβλεπε: (α) κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών με τη συμμετοχή του Ελληνικού Δημοσίου στο κεφάλαιό τους μέσω της απόκτησης προνομιάων μετοχών μέχρι πέντε δισεκ. ευρώ, (β) παροχή εγγυήσεων του Ελληνικού Δημοσίου μέχρι του ποσού των 15 δισεκ. ευρώ για τίτλους που θα εκδίδονταν από τα πιστωτικά ιδρύματα και θα είχαν διάρκεια από τρεις μήνες έως πέντε έτη (η οποία παρατάθηκε στη συνέχεια) και (γ) έκδοση ειδικών τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου μέχρι του ποσού των οκτώ δισεκ. ευρώ και διάρκειας έως τριών ετών, οι οποίοι διατέθηκαν στα πιστωτικά ιδρύματα με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητάς τους, καθώς οι τίτλοι αυτοί μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν ως ενέχυρο για τη χρηματοδότηση των εν λόγω ιδρυμάτων είτε από την ΕΚΤ είτε μεταξύ τραπεζών στη διατραπεζική αγορά.*

Η Τράπεζα της Ελλάδος, έχοντας γνώση για την σημασία της τόνωσης της ρευστότητας και της χρηματοδότησης της οικονομίας, βοήθησε σε σημαντικό βαθμό στο σχεδιασμό του νομοσχεδίου. Επίσης παρείχε την αναγκαία τεχνική υποστήριξη κατά την περίοδο εφαρμογής του νόμου, καθώς πρότεινε την κατανομή των δόσεων για την στήριξη της ρευστότητας προς τις τράπεζες να γίνει με βάση κριτήρια της κεφαλαιακής επάρκειας και αναγκών ρευστότητας.

Ταυτόχρονα ενώ οι τράπεζες αρχικά επέδειξαν διστακτικότητα να χρησιμοποιήσουν τα μέτρα, φοβούμενες μια πιθανή αρνητική αντίδραση των αγορών (stigma effect), η ΤτΕ τις προέτρεπε στο κάνουν χρήση με απώτερο σκοπό να ενισχυθεί η κεφαλαιακή τους βάση και να περιοριστούν οι συνθήκες πιστωτικής στενότητας. Πράγματι, οι τράπεζες ισχυροποιήθηκαν κεφαλαιακά και η συμπίεση της πιστωτικής επέκτασης ήταν πολύ μικρότερη της αναμενόμενης, δεδομένου του μεγέθους και της διάρκειας της ύφεσης.

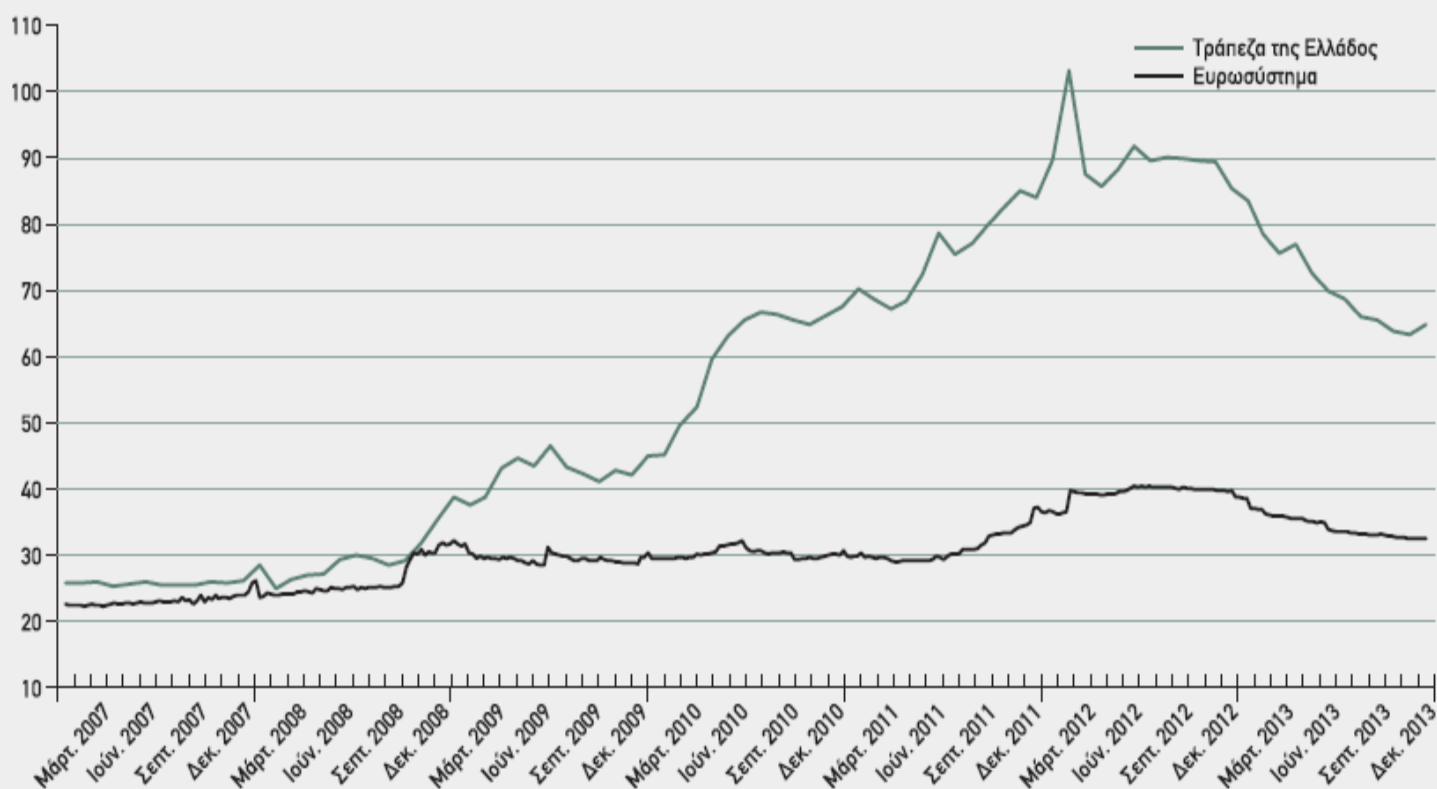
*ECB, Monthly Bulletin, Φεβρουάριος 2007, “The EU arrangements for financial crisis management”, 81 επ., και “Διαδικασίες σχετικά με την παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα”, αναρτημένο στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/elaprocedures.el.pdf>).*

#### **4.4.3 Οι ελληνικές τράπεζες και η σημασία των αποφάσεων του Ευρωσυστήματος**

Δε ήταν δυνατότητα η χρηματοπιστωτική κρίση να μην επηρεάσει την ελληνική οικονομία με χρονική υστέρηση από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Το οικονομικό έτος 2009 καταγράφηκε σημαντική επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα (νοικοκυριά και επιχειρήσεις).

Λόγω της μείωσης των πηγών χρηματοδότησης, από τις αρχές του 2009 και μετά το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Ελλάδα στηριζόταν σε πολύ μεγάλο βαθμό στο Ευρωσύστημα για την άντληση ρευστότητας.

**Διάγραμμα 11** Ενεργητικό της κεντρικής τράπεζας  
Ως ποσοστό % του εγχώριου ονομαστικού ΑΕΠ, Ιαν. 2007-Δεκ. 2013



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

Η δυσχέρεια η οποία παρατηρήθηκε στο μακροοικονομικό περιβάλλον ήταν δεδομένο να επηρεάσει και το χαρτοφυλάκιο των δανείων των ελληνικών τραπεζών. Ταυτόχρονα, οι συνεχείς υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου από τους διεθνείς οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης μετρίασαν την πρόσβαση των τραπεζών στις αγορές για άντληση ρευστότητας και αύξησαν το κόστος δανεισμού τους, ενώ παράλληλα η αξία των ομολόγων που διατηρούσαν στα χαρτοφυλάκιά τους τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα και άρα η αξία του διαθέσιμου ενεχύρου μειώθηκε.

## **4.5 Οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ για τα επιτόκια.**

Μετά το 2010 η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ελαστική, καθώς οι πληθωριστικές πιέσεις στη ζώνη του ευρώ ήταν συγκρατημένες. Το ΔΣ της ΕΚΤ αποφάσισε να μη πραγματοποιήσει μεταβολές στα επιτόκια του Ευρωσυστήματος, τα οποία διατηρήθηκαν σταθερά σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Με τη διατήρηση πολύ χαμηλών επιτοκίων και την προσφορά άφθονης ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, η νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος θα στηρίζει τη σταδιακή οικονομική ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ.

Τον Ιούλιο του 2013 το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι δεν θα μεταβάλει τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ. Η εν λόγω εκτίμηση βασίστηκε στο ότι ήταν μέτριες οι προοπτικές για τον πληθωρισμό μεσοπρόθεσμα, με δεδομένη την ασθενική ανάπτυξη και την υποτονική δυναμική των νομισματικών μεγεθών. Με την παροχή ενδείξεων σχετικά με τη μελλοντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής (forward guidance), το Ευρωσύστημα αποσκοπούσε στη σταθεροποίηση των προσδοκιών όσον αφορά την κατεύθυνση αυτή. Με την υιοθέτηση της εν λόγω πολιτικής ασκήθηκαν καθοδικές πιέσεις στις προσδοκίες σχετικά με τα επιτόκια της αγοράς χρήματος και η εξέλιξή τους στη ζώνη του ευρώ αποσυνδέθηκε από τις εξελίξεις σε άλλες χώρες. Σε συνέχεια της αρχικής ανακοίνωσης του Ιουλίου, η δέσμευση του Διοικητικού Συμβουλίου επιβεβαιώθηκε στην αρχική της διατύπωση καθ' όλο το δεύτερο εξάμηνο του 2013.

*Δελτίο Τύπου ΕΚΤ, 21 Φεβρουαρίου 2013, “Details on securities holdings acquired under the Programme, Securities Markets”. <http://www.ecb.int/press>.*

### **4.5.1 2010-2013: Η χρηματοπιστωτική κρίση και οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος**

Στις αρχές του 2010 μέτρα τα όποια είχαν ληφθεί, και εφαρμοστεί τα προηγούμενα έτη, έπαυσαν να ισχύουν, δεδομένης της σταδιακής εξομάλυνσης των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές προς τα τέλη του 2009. Παρόλα αυτά την άνοιξη του 2010 εμφανίστηκαν εκ νέου εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές εξαιτίας των ανησυχιών σχετικά με τη δημοσιονομική κατάσταση σε ορισμένα κράτη-μέλη και μία

πόα αυτές της χώρες ήταν και η Ελλάδα Στις χώρες για τη δημοσιονομική κατάσταση όπου επικρατούσε ανησυχία, τα πιστωτικά ιδρύματα με έλλειμμα ρευστότητας δεν είχαν την δυνατότητα να προσελκύσουν διατραπεζικές καταθέσεις από πιστωτικά ιδρύματα με πλεόνασμα ρευστότητας σε άλλα κράτη-μέλη, όταν δεν προσέφεραν εξασφαλίσεις ή όταν προσέφεραν ως εξασφαλίσεις εγχώρια κρατικά ομόλογα.

Έτσι, τα πιστωτικά ιδρύματα των χωρών αυτών αναγκάζονταν να προσφεύγουν κυρίως στις πράξεις αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος για να αντλήσουν την αναγκαία για την λειτουργία τους ρευστότητα. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έκρινε ότι οι εντάσεις αυτές, που κορυφώθηκαν το Μάιο 2010, ήταν πιθανό να δυσκολέψουν την αποτελεσματική άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Για το λόγο αυτό, τον Απρίλιο και το Μάιο του 2010 επανενεργοποιήθηκαν ορισμένα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής και λήφθηκαν νέα πρόσθετα.

## Πίνακας 6 Κύρια μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος

	Περίοδος εφαρμογής	
	Έναρξη	Λήξη
Δημοπρασία σταθερού επιτοκίου για τη χορήγηση ρευστότητας χωρίς ποσοτικό περιορισμό		
– σε πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης	15 Οκτωβρίου 2008	Τουλάχιστον μέχρι 7 Ιουλίου 2015
– σε πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης	15 Οκτωβρίου 2008	Τουλάχιστον μέχρι 7 Ιουλίου 2015
Πράξεις χορήγησης ρευστότητας για μία περίοδο τήρησης	30 Σεπτεμβρίου 2008	Συνεχίζονται έως και τις αρχές του 2014.
Συμπληρωματικές πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης*		
– 6 μηνών**	2 Απριλίου 2008	1 Μαρτίου 2012
– 1 έτους	24 Ιουνίου 2009	23 Δεκεμβρίου 2010
– 3 ετών	21 Δεκεμβρίου 2011	26 Φεβρουαρίου 2015
Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων	10 Μαΐου 2010	6 Σεπτεμβρίου 2012
Πράξεις εξομάλυνσης βραχυρόνων διακυμάνσεων της ρευστότητας – απορρόφηση ρευστότητας από το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων	17 Μαΐου 2010	Συνεχίζονται έως και τις αρχές του 2014.
Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολόγων	Ιούλιος 2009	Ιούνιος 2010
Νέο Πρόγραμμα Αγοράς Καλυμμένων Ομολόγων	Νοέμβριος 2011	Οκτώβριος 2012
Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές	Το πρόγραμμα ανακοινώθηκε τον Αύγουστο του 2012, ωστόσο δεν είχε ενεργοποιηθεί έως και τις αρχές του 2014.	
Διεύρυνση του συνόλου των αποδεκτών εξασφαλίσεων	Από το τέλος του 2008 και καθ' όλη τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, λήφθηκαν μέτρα για τη διεύρυνση των αποδεκτών εξασφαλίσεων, προκειμένου να διευκολυνθεί η πρόσβαση των τραπεζών στις πράξεις παροχής ρευστότητας του Ευρωσυστήματος. Η διεύρυνση συνδυάστηκε με κατάλληλα μέτρα ελέγχου κινδύνων.	
Παροχή ρευστότητας σε ξένο νόμισμα	Από το Δεκέμβριο του 2007 το Ευρωσύστημα παρέχει στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ, σε συνεργασία με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed), ρευστότητα σε δολάρια ΗΠΑ. Η συνεργασία με κεντρικές τράπεζες σύντομα περιέλαβε και την Τράπεζα της Αγγλίας, την Τράπεζα της Ιαπωνίας, την Εθνική Τράπεζα της Ελβετίας και άλλες εθνικές κεντρικές τράπεζες και συνεχίζεται ακόμη (με κατά περίπτωση προσαρμογές και διακοπές).	
Μείωση του συντελεστή ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών από 2% σε 1%	18 Ιανουαρίου 2012	Συνεχίζονται έως και τις αρχές του 2014.
Διαφορά επιτοκίων μεταξύ πάγιων διευκολύνσεων (εύρος του "διαδρόμου")	Η αλλαγή των επιτοκίων πολλές φορές συνοδεύθηκε και από αλλαγή του εύρους του διαδρόμου (βλ. υποσημείωση 1 στο Πλαίσιο 2.3 πιο πάνω: "Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και οι παρεμβάσεις του Ευρωσυστήματος 2008-2009").	
Ο πίνακας έχει καταρτιστεί με βάση στοιχεία και πληροφορίες διαθέσιμες μέχρι και τις αρχές του 2014.		
* Η έναρξη αναφέρεται στην ημερομηνία διακανονισμού της πρώτης πράξης και η λήξη στην ημερομηνία λήξης (αποπληρωμής) της τελευταίας πράξης.		
** Με διακοπή από το Νοέμβριο του 2010 έως και τον Ιούλιο του 2011.		
Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.		

Στις 3 Μαΐου 2010 το ΔΣ της ΕΚΤ έλαβε την ιδιαίτερα σημαντική για την Ελλάδα απόφαση να παράσχει χρηματοδότηση από το Ευρωσύστημα στις τράπεζες με ενέχυρο τα χρεόγραφα τα οποία έχει εκδώσει ή εγγυηθεί το Ελληνικό Δημόσιο, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η πιστωτική διαβάθμιση την οποία αποδίδουν τα εν λόγω χρεόγραφα οι οίκοι αξιολόγησης.



Σχεδόν ταυτόχρονα, το Ευρωσύστημα ανακοίνωσε στις 10 Μαΐου 2010 την έναρξη του Προγράμματος για τις Αγορές Τίτλων. Το Πρόγραμμα προέβλεπε παρεμβάσεις στις αγορές κρατικών ομολόγων με σκοπό να περιορίσει τις δυσλειτουργίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Εκτιμήθηκε ότι οι δυσλειτουργίες αυτές εκθέτουν σε κίνδυνο την ομαλή λειτουργία του μηχανισμού μετάδοσης των επιδράσεων της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία.

Η εφαρμογή των εν λόγω μέτρων από το Ευρωσύστημα και, παράλληλα, η θέσπιση, στις 9 Μαΐου 2010, μιας δέσμης μέτρων από το Συμβούλιο του Ecofin και τα κράτη-μέλη για τη διαφύλαξη της χρηματοοικονομικής σταθερότητας στην Ευρώπη άνοιξαν το δρόμο για μερική υποχώρηση των εντάσεων κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2010.

Στην συνέχεια παρατηρήθηκε μια περίοδος ύφεσης της κρίσης τους πρώτους μήνες του 2011. Ωστόσο, το δεύτερο εξάμηνο του έτους σημειώθηκε σημαντική επιδείνωση σε διάφορα τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς της ζώνης του ευρώ, με απότομη αύξηση των αποδόσεων και μείωση του όγκου των συναλλαγών.

Το Δεκέμβριο του 2011, λόγω των σοβαρών εντάσεων στις αγορές, που απειλούσαν τη λειτουργία της αγοράς χρήματος και τη ροή πιστώσεων από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις, αποφασίστηκε για πρώτη φορά η διενέργεια δύο πράξεων ανοικτής αγοράς, το Δεκέμβριο του 2011 και το Μάρτιο του 2012, για τη χορήγηση ρευστότητας διάρκειας 36 μηνών. Με τις δύο αυτές πράξεις παρασχέθηκε στα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ ρευστότητα συνολικού ύψους 1.020 δισεκ.ευρώ. Ταυτόχρονα, αποφασίστηκε νέα διεύρυνση του φάσματος των τίτλων οι οποίοι γίνονται αποδεκτοί για την άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα.

Κατά τη διάρκεια ολόκληρου του 2012 το Ευρωσύστημα συνέχισε να παρέχει ρευστότητα μέσω πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης και να εφαρμόζει σε όλες τις πράξεις αναχρηματοδότησης τη διαδικασία των δημοπρασιών με απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας και σταθερό επιτόκιο. Η εφαρμογή αυτής της



διαδικασίας θα συνεχιστεί για όσο διάστημα κριθεί αναγκαίο και τουλάχιστον μέχρι τις 7 Ιουλίου 2015.

Στα μέσα του 2012, οι στρεβλώσεις στις αγορές ομολόγων για ορισμένων κράτη-μέλη έγιναν εντονότερες και παρατηρήθηκαν αυξήσεις στις αποδόσεις τους, καθώς ενσωμάτωναν ασφάλιστρο έναντι του κινδύνου αντιστροφής της εισαγωγής του ευρώ και επιστροφής σε εθνικά νομίσματα. Το φαινόμενο της ενσωμάτωσης υπερβολικών ασφαλιστρών στις αποδόσεις ήταν απαραίτητο να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά, καθώς οι φόβοι ορισμένων επενδυτών περί επικείμενης επιστροφής στα εθνικά νομίσματα τροφοδοτούσαν τον κατακερματισμό των αγορών, δυσχεραίνοντας την αποτελεσματική λειτουργία της νομισματικής πολιτικής. Με στόχο να διασφαλιστεί ο ενιαίος χαρακτήρας της νομισματικής πολιτικής, το ΔΣ της ΕΚΤ ξεκίνησε το Σεπτέμβριο του 2012 τη δυνατότητα πραγματοποίησης από το Ευρωσύστημα οριστικών αγορών κρατικών τίτλων (“Οριστικές Νομισματικές Συναλλαγές” – ΟΝΣ) επαρκούς ύψους, ώστε να εξομαλύνονται οι συνθήκες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και να μεταδίδονται απρόσκοπτα οι επιδράσεις της μεταβολής των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ στην πραγματική οικονομία. Δεν τέθηκαν εκ των προτέρων ποσοτικοί περιορισμοί ως προς το ύψος των ΟΝΣ. Η ανακοίνωση και μόνο της διενέργειας Οριστικών Νομισματικών Συναλλαγών συνέβαλε σε περιορισμό των πιέσεων από τις αγορές κρατικών ομολόγων. Παρατηρήθηκε επίσης επαναπατρισμός κεφαλαίων στις χώρες της περιφέρειας της ζώνης του ευρώ και αντίστοιχη αύξηση του υπολοίπου των καταθέσεων στις τράπεζες των εν λόγω χωρών, ενώ σημαντικές εισροές κεφαλαίων από τρίτες χώρες παρατηρήθηκαν και όσον αφορά το σύνολο της ζώνης του ευρώ.

Αρχίζοντας από τις 30 Ιανουαρίου 2013, τα πιστωτικά ιδρύματα της ευρωζώνης άσκησαν σε μεγάλη κλίμακα το δικαίωμα για πρόωρη εξόφληση της χρηματοδότησης με αρχική διάρκεια 36 μηνών που είχαν αντλήσει στα τέλη του 2011. Συνολικά, έως το τέλος του 2013 είχαν επιστραφεί περίπου 446 δισεκ. ευρώ, από συνολικά 1.018,7 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη έφερε στην επιφάνεια περιορισμό των αναγκών άντλησης ρευστών διαθεσίμων από την κεντρική τράπεζα, ως απόρροια της εξομάλυνσης των καταστάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Το χρονικό διάστημα 2010-2013 το Ευρωσύστημα συνέχισε να διαδραματίζει ενεργό διαμεσολαβητικό ρόλο, υποκαθιστώντας σε μεγάλο βαθμό τις διατραπεζικές

συναλλαγές, εν όψει και της αδυναμίας που παρατηρήθηκε ως προς την αντιμετώπιση της κρίσης σε πολιτικό επίπεδο στη ζώνη του ευρώ. Το Ευρωσύστημα σχεδόν διπλασίασε το ενεργητικό του το 2012 σε σχέση με το φθινόπωρο του 2008. Επισημαίνεται ότι το ενεργητικό αυτό το Μάρτιο του 2012 υπερέβη το 30% του ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ. Έτσι, το Ευρωσύστημα παρείχε ουσιαστική στήριξη στην ανάκαμψη της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και στην πολιτική διαφύλαξης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, συμβάλλοντας στην εξομάλυνση των συνθηκών στη διατραπεζική αγορά, ώστε να διευκολύνεται η ροή των τραπεζικών πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά της ζώνης του ευρώ.

*Συνέντευξη της Daniele Nouy, Προέδρου του Εποπτικού Συμβουλίου του ενιαίου εποπτικού μηχανισμού στην ΕΚΤ, Βήμα της Κυριακής, 6 Απριλίου 2014.*

## Κεφάλαιο 5

### 5.1 Θεσμός Κεντρική Τράπεζα

Οι κεντρικές τράπεζες είναι ιδρύματα που σαν αντικειμενικό τους σκοπό έχουν την προώθηση του δημόσιου συμφέρον αλλά η δραστηριότητα τους δεν εξαντλείται μόνο εκεί, η πλήρης δραστηριότητες και λειτουργίες που έχουν ως σκοπό καταγράφονται στα καταστατικά τους.:

- Ελέγχουν την προσφορά χρήματος στην οικονομία.
- Επιδιώκουν τη σταθερότητα των τιμών και τη διατήρηση της εξωτερικής αξίας του νομίσματος.
- Χειρίζονται το βασικό προεξοφλητικό επιτόκιο και επιβλέπουν τη ροή πιστώσεων προς την οικονομία.
- Ελέγχουν την ομαλή λειτουργία των εμπορικών τραπεζών.
- Τηρούν τους λογαριασμούς του Δημοσίου και εποπτεύουν την εξέλιξη της οικονομίας, αμβλύνοντας με πρωτοβουλίες τους τις επιδράσεις διαταραχών της οικονομικής δραστηριότητας.
- Σε περιόδους κρίσεων λειτουργούν ως δανειστές έσχατης προσφυγής.

- Συνεργαζόμενες προς τούτο με το κράτος, με το οποίο διατηρούν στενή σχέση.
- Η σχέση αυτή με την πάροδο του χρόνου έχει γίνει όλο και πιο χαλαρή.
- Ωστε σήμερα να μιλούμε για σχετική ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών έναντι του Δημοσίου.

Η ανεξαρτησία της τράπεζας της Ελλάδος κατοχυρώνεται και θεσμικά. Η δραστηριότητα της κεντρικής τράπεζας έχει αποτελέσει στην πορεία του χρόνου αντικείμενο ενδεδειγμένης ιστορικής διερεύνησης. Κάθε κεντρική τράπεζα έχει να επιδείξει τουλάχιστον μία ιστορία της, γραμμένη είτε από στελέχη του προσωπικού της είτε από πανεπιστημιακούς και ιστορικούς. Για σημαντικές κεντρικές τράπεζες, όπως η Τράπεζα της Αγγλίας, το Federal Reserve Board των ΗΠΑ και άλλες, έχουν γραφεί οι περισσότερες μελέτες. Στην περίπτωση της Ελλάδος ισχύει ότι, με αφορμή διάφορες επετείους, έχουν κυκλοφορήσει πέντε σχετικές μελέτες, η τελευταία αναλυτική πριν από 36 χρόνια. Το επιστημονικό ενδιαφέρον για τη λειτουργία και τις πρωτοβουλίες των κεντρικών τραπεζών εντάθηκε από τη δεκαετία του 1990 και εξής, όταν η ιστορία των επιχειρήσεων γενικά και των τραπεζικών ιδρυμάτων ειδικότερα έγινε διακριτό, εξειδικευμένο αντικείμενο της οικονομικής ιστορίας. Η έκδοση ειδικών περιοδικών και η συγκρότηση ειδικής επιστημονικής εταιρίας, της Ευρωπαϊκής Ένωσης Τραπεζικής Ιστορίας, έθεσαν στόχο την εξονυχιστική έρευνα της δράσης των κεντρικών τραπεζών, την επιστημονική της τεκμηρίωση και την ανάλυση των πρακτικών αποτελεσμάτων των πρωτοβουλιών των εν λόγω τραπεζών σε συγκριτικό πλαίσιο, έτσι ώστε να εξαχθούν συμπεράσματα από το παρελθόν και να καθοριστούν βήματα για το μέλλον.

## **5.2 Λειτουργίες την ΕΕΚ και αρμοδιότητες**

Ο καθορισμός των αρμοδιοτήτων καθορίζεται από το πρωτόκολλο που έχουν υπογράψει όλα τα κράτη μέλη της νομισματικής ένωσης οι αρμοδιότητες των οργάνων λήψης αποφάσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) που διευθύνει το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ). Το πρωτόκολλο εξηγεί τους στόχους και τις αποστολές του ΕΣΚΤ. Πρόκειται για το πρωτόκολλο που

προσαρτήθηκε στις συνθήκες για την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και για τη λειτουργία της ΕΕ και που αποτελεί το νομικό θεμέλιο της ΕΚΤ και του ΕΣΚΤ.

### **5.2.1 Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ)**

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών ( ΕΣΚΤ) αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών. Βασικό στόχος του είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών εντός της ΕΕ. Για το σκοπό αυτό, αποστολή του ΕΣΚΤ είναι:

- Η χάραξη και εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής της Ένωσης
- Η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος του ευρώ έναντι εθνικών νομισμάτων
- Η κατοχή και διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των κρατών μελών.
- Η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών.

Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών διοικηταί από τα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Άρα η ΕΚΤ είναι υπεύθυνη να εξασφαλίζει μέσα από τις δραστηριότητές της την εκτέλεση της αποστολής του ΕΣΚΤ. Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών αποτελούν επίσης αναπόσπαστο μέρος του ΕΣΚΤ. Ενεργούν σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις οδηγίες της ΕΚΤ. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών ΕΣΚΤ συγκροτείται από την ΕΚΤ και τις κεντρικές τράπεζες όλων των κρατών μελών, είτε συμμετέχουν στο ευρώ το ευρώ είτε όχι. Αντίθετα, το πρωτόκολλο αναφέρεται επίσης και στο Ευρωσύστημα που συγκροτείται από την ΕΚΤ και τις κεντρικές τράπεζες μόνο των κρατών μελών με νόμισμα το ευρώ. Έτσι, το Ευρωσύστημα έχει ως αποστολή να χαράζει και να διεξάγει τη νομισματική πολιτική της ζώνης ευρώ.

*Davies, G. (1994), A History of Money: From Ancient Times to the Present Day, University of Wales Press, Cardiff*

### **5.2.2 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ)**

Τα όργανα που διοικούν την ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα είναι :

- Το Διοικητικό Συμβούλιο: το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελείται από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών που έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως εθνικό τους νόμισμα. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι το βασικό όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Είναι υπεύθυνο να χαράσσει τις κατευθυντήριες γραμμές και τις λαμβάνει τις απαραίτητες αποφάσεις για την εκπλήρωση των καθηκόντων της ΕΚΤ. Κύριο καθήκον του είναι ιδίως ο καθορισμός της νομισματικής πολιτικής της ζώνης ευρώ. Για το σκοπό αυτό, το Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί, για παράδειγμα, να αναπροσαρμόζει το επιτόκιο με το οποίο δανείζονται οι εμπορικές τράπεζες από την κεντρική τους τράπεζα.
- Η Εκτελεστική Επιτροπή: Η Εκτελεστική Επιτροπή αποτελείται από τον πρόεδρο και τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ καθώς και από άλλα τέσσερα μέλη. Τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής διορίζονται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο. Η Εκτελεστική Επιτροπή εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική όπως αυτή έχει προσδιοριστεί από το Διοικητικό Συμβούλιο. Για το σκοπό αυτό, η Εκτελεστική Επιτροπή παρέχει τις απαραίτητες οδηγίες στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Επίσης, προετοιμάζει τις συναντήσεις του διοικητικού συμβουλίου και ασχολείται με την τρέχουσα διοίκηση της ΕΚΤ.
- Το γενικό συμβούλιο: το γενικό συμβούλιο αποτελείται από τον πρόεδρο και τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ καθώς και από τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών του συνόλου των κρατών της Ένωσης. Το γενικό συμβούλιο συγκεντρώνει συνεπώς τους διοικητές των κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών που έχουν εγκρίνει το ευρώ αλλά και όσων δεν το έχουν ακόμα εισαγάγει. Το γενικό συμβούλιο θεωρείται το τρίτο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ, μολονότι οι αρμοδιότητές του για τη λήψη αποφάσεων είναι λιγότερες. Συγκεκριμένα, η αποστολή του είναι συμβάλλει στα συμβουλευτικά καθήκοντα της ΕΚΤ. Επίσης, είναι υπεύθυνο να συγκεντρώνει στατιστικές πληροφορίες, να εκπονεί εκθέσεις δραστηριότητας, κλπ.

*Trichet, J.-C. (2004), Key issues for monetary policy: an ECB view, Προσφώνηση στη διάρκεια της ετήσιας σύσκεψης της National Association of Business Economics, Φιλαδέλφεια, 5 Οκτωβρίου 2004, <http://www.ecb.int>*

### 5.2.3 Αρμοδιότητες της ΕΚΤ

Η κύρια αποστολή της ΕΚΤ είναι να εξασφαλίσει ότι εκτελούνται οι αποστολές του ΕΣΚΤ. Ενεργεί σε συμφωνία με τις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών. Ωστόσο, η ΕΚΤ είναι αυτή που αποφασίζει τις προϋποθέσεις βάσει των οποίων οι εθνικές κεντρικές τράπεζες επιτρέπεται να συμβάλουν.

Έτσι, στο πλαίσιο του ΕΣΚΤ, τα νομισματικά καθήκοντα της ΕΚΤ και των κεντρικών τραπεζών περιλαμβάνουν τα ακόλουθα:

- Η έκδοση χαρτονομισμάτων και κερμάτων.: η ΕΚΤ είναι μόνη αρμόδια για την έγκριση έκδοσης τραπεζογραμματίων στη ζώνη ευρώ. Τα κράτη μέλη μπορούν να εκδίδουν κέρματα, αλλά η ΕΚΤ πρέπει να έχει εγκρίνει προηγουμένως τις ποσότητες της έκδοσης.
- Το άνοιγμα λογαριασμών στην ΕΚΤ και στις εθνικές κεντρικές τράπεζες από πιστωτικά ιδρύματα, δημόσιους οργανισμούς και άλλους φορείς της αγοράς.
- Τις πράξεις ανοιχτής αγοράς, δηλαδή όταν η ΕΚΤ ή οι εθνικές κεντρικές τράπεζες παρεμβαίνουν στις κεφαλαιαγορές, για παράδειγμα δανειζόμενες ή παρέχοντας πιστώσεις.
- Τις πιστωτικές εργασίες, με τα πιστωτικά ιδρύματα ή άλλους φορείς της αγοράς.
- Την επιβολή της υποχρέωσης στα πιστωτικά ιδρύματα που είναι εγκατεστημένα στα κράτη μέλη να συγκροτούν ελάχιστα υποχρεωτικά αποθεματικά στην ΕΚΤ ή τις εθνικές κεντρικές τράπεζες.
- Την έγκριση κανονισμών για την αποτελεσματικότητα και τη σταθερότητα των συστημάτων πληρωμών και συμψηφισμού.
- Τις διεθνείς σχέσεις με τις κεντρικές τράπεζες και τα πιστωτικά ιδρύματα τρίτων χωρών και διεθνών οργανισμών.

### 5.2.4 Χρηματοδοτικές και γενικές διατάξεις

Το πρωτόκολλο προβλέπει ορισμένες χρηματοδοτικές διατάξεις έναντι του ΕΣΚΤ. Αφορά διατάξεις όπως σχετικά με τους χρηματοοικονομικούς λογαριασμούς, τον λογιστικό έλεγχο, το κεφάλαιο της ΕΚΤ, την κλείδα κατανομής για την εγγραφή στο κεφάλαιο, τη μεταβίβαση συναλλαγματικών διαθεσίμων στην ΕΚΤ κ.λπ.

Η ΕΚΤ έχει το δικαίωμα να εκδίδει κανονισμούς άμεσα εφαρμόσιμους σε όλα τα κράτη μέλη ή να λαμβάνει αποφάσεις υποχρεωτικές για όλα τα κράτη μέλη που είναι απαραίτητοι για την εκτέλεση των αποστολών που καθορίζονται στο από το πρωτόκολλο που αυτά έχουν υπογράψει. Οι πράξεις ή παραλείψεις της ΕΚΤ υπόκεινται σε έλεγχο ή ερμηνεία από το Δικαστήριο της ΕΕ. Οι διαφορές μεταξύ της ΕΚΤ και των πιστωτών και χρεοφειλετών της ή οποιουδήποτε άλλου προσώπου εκδικάζονται από τα αρμόδια εθνικά δικαστήρια, εκτός από τις περιπτώσεις που εμπίπτουν στην αρμοδιότητα του Δικαστηρίου. Η ΕΚΤ υπόκειται στο καθεστώς ευθύνης που προβλέπεται στο άρ. 340 της συνθήκης για τη λειτουργία της ΕΕ. Τέλος, η ΕΚΤ απολαύει στην επικράτεια των κρατών μελών των απαραίτητων προνομίων και ασυλιών για την εκτέλεση των αποστολών της, σύμφωνα με τις προϋποθέσεις που καθορίζονται στο πρωτόκολλο για τα προνόμια και τις ασυλίες της ΕΕ. Ως έδρα της ΕΚΤ καθορίστηκε με κοινή συμφωνία των αρχηγών κρατών και κυβερνήσεων των κρατών μελών η Φρανκφούρτη.

[http://europa.eu/legislation\\_summaries/economic\\_and\\_monetary\\_affairs/institutional\\_and\\_economic\\_framework/o10001\\_el.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/institutional_and_economic_framework/o10001_el.htm)

### **5.3 Ρυθμιστικός της ρόλος προ και μετά κρίσης για τα κράτη μέλη.**

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι αγορές έχουν σημαντικό ρόλο σε κάθε ανεπτυγμένη οικονομία. Παρέχουν δανεισμό στα νοικοκυριά και στις επιχειρήσεις. Δίνουν τη δυνατότητα στους πολίτες να αποταμιεύουν και να επενδύουν για το μέλλον τους, και διοχετεύουν τις αποταμιεύσεις για τη στήριξη της οικονομίας. Βοηθούν τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά να επενδύουν καλύτερα, να αποφεύγουν τους κινδύνους και διευκολύνουν τις πράξεις πληρωμών. Αυτές είναι βασικές λειτουργίες, στην περίπτωση που λειτουργεί ορθά, το χρηματοπιστωτικό σύστημα συμβάλλει στην οικονομική ευημερία, τη σταθερότητα και την ανάπτυξη. Ωστόσο, οι αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να έχουν αρνητικές συνέπειες για την ευρύτερη οικονομία, όπως αποκάλυψε η πρόσφατη κρίση.

Στα έτη προ της κρίσης, το χρηματοπιστωτικό σύστημα είχε διογκωθεί σε τεράστιο βαθμό και είχε γίνει όλο διαδαλόδι, μέσω μακρών και περίπλοκων παγκόσμιων αλυσίδων διαμεσολάβησης των απαιτήσεων, με αποτέλεσμα την γιγάντωση των συστημικών κινδύνων. Η μόχλευση αυξήθηκε σε μεγάλο βαθμό, και οι τράπεζες άρχισαν να βασίζονται περισσότερο στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση και ξεκίνησαν όλο και πιο ριψοκίνδυνες πράξεις μετασχηματισμού της λιτότητας. Η μεγάλη ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα διευκολύνθηκε επίσης από την κατακόρυφη αύξηση των καινοτόμων μεν, αλλά συχνά άκρως περίπλοκων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, που έδωσαν τη δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να μεγαλώσουν τις δραστηριότητές τους, επίσης και εκτός των ισολογισμών τους.

Οι πολιτικοί ιθύνοντες, οι ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές, σε ολόκληρο τον κόσμο, δεν κατόρθωσαν να εντοπίσουν και αντιμετωπίσουν επαρκώς και πρώιμο στάδιο τους κινδύνους που είχε συγκέντρωση το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Πολλές δραστηριότητες διέφευγαν τις οποίες ρυθμίσεις και την εποπτεία. Ενώ οι δραστηριότητες των μεγαλύτερων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων επεκτείνονταν ευρέως σε διάφορες χώρες και οι αγορές έγιναν σταδιακά όλο και πιο ολοκληρωμένες διεθνώς, τα ρυθμιστικά και εποπτικά διεξάγονταν στα εθνικού επίπεδου.

Με την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης, αναδύθηκαν αυτές οι ελλείψεις. Αυτό που άρχισε ως κρίση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ, το 2007, επεκτάθηκε ταχέως και εξελίχθηκε σε πραγματική παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Στην Ευρώπη, η χρηματοπιστωτική κρίση μετατράπηκε, στη συνέχεια, σε ευρύτερη κρίση δημόσιου χρέους, με σημαντικές συνέπειες τις οικονομίες σχεδόν όλων των χωρών της ένωσης.

#### *Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Πίνακας αποτελεσμάτων για τις κρατικές ενισχύσεις 2013*

Το πρόγραμμα της ΕΕ για τη ρύθμιση και την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα υπαγορεύθηκε από τον στόχο να δημιουργηθεί πιο ασφαλές, διαφανές και υπεύθυνο χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο σαν σκοπό έχει να λειτουργεί προς όφελος της οικονομίας και της κοινωνίας, στο σύνολό της, και να συμβάλλει στη ανάπτυξη. Τα μέτρα μεταρρύθμισης αποσκοπούν στην επίτευξη αυτών των στόχων μέσω των εξής:



- Αποκατάσταση και εμβάθυνση της ενιαίας αγοράς της ΕΕ για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες
- Δημιουργία Τραπεζικής Ένωσης
- Διαμόρφωση πιο ανθεκτικού και σταθερού χρηματοπιστωτικού συστήματος
- Ενίσχυση της διαφάνειας, της υπευθυνότητας και της προστασίας των καταναλωτών για να διασφαλιστεί η ακεραιότητα της αγοράς και να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των καταναλωτών.
- Βελτίωση της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ΕΕ.

Ο μεγάλος αριθμός των κανονιστικών μεταρρυθμίσεων που έχουν αναληφθεί σε επίπεδο ΕΕ και σε παγκόσμιο επίπεδο, καθώς και η ευρεία έκτασή τους, παραθέτουν την πολυμορφία και τη σοβαρότητα των προβλημάτων που υπονόμευαν τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος πριν από την κρίση. Καμία μεμονωμένη μεταρρύθμιση δεν θα ήταν ικανή, από μόνη της, να επιτύχει όλους τους στόχους που προαναφέρθηκαν. Παρόλα αυτά είναι σημαντικό όχι μόνον να αντιμετωπιστούν οι αδυναμίες που έγιναν εμφανείς λόγω της κρίσης, αλλά και να προβλεφθούν άλλα δυνητικά προβλήματα που θα μπορούσαν να επηρεάσουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τα διάφορα μέτρα έχουν μελετηθεί κατά τρόπο ώστε να αλληλοσυμπληρώνονται.

Η χρηματοπιστωτική κρίση κατέδειξε ότι κανένα κράτος μέλος δεν μπορεί, από μόνο του, να προβεί σε ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα και σε εποπτεία των κινδύνων για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, όταν οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι τόσο πολύπλοκες. Ως εκ τούτου, με την εμφάνιση της κρίσης, η Επιτροπή εξήγγειλε συνεκτική αντιμετώπιση της κρίσης σε ολόκληρη την ΕΕ, γεγονός το οποίο έδωσε επίσης τη δυνατότητα για καλύτερο συντονισμό με τους διεθνείς εταίρους.

Πριν από τη μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα, η νομοθεσία της ΕΕ σχετικά με τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες ήταν σε μεγάλο βαθμό βασισμένη στην ελάχιστη εναρμόνιση, που επέτρεπε στα κράτη μέλη να διαθέτουν σημαντική ευελιξία όσον αφορά τη μεταφορά στο εθνικό δίκαιο. Η κατάσταση αυτή μερικές φορές οδηγούσε σε αβεβαιότητα μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά που

δραστηριοποιούνται διασυννοριακά, διευκόλυνε το ρυθμιστικό αρμπιτράζ και υπονόμει τα κίνητρα για αμοιβαίες συνεργασίες. Επομένως, η Επιτροπή πρότεινε την κατάρτιση ενός ενιαίου εγχειριδίου κανόνων, όπου προβλέπεται ένα ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο για τον χρηματοπιστωτικό τομέα και η ομοιόμορφη εφαρμογή του σε όλη την ΕΕ.

Ένα σημαντικό βήμα προς την εμβάθυνση της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ήταν η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ) , το οποίο περιλαμβάνει την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (ΕΑΤ), την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) και την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΑΑΕΣ). Οι εν λόγω Αρχές, που λειτουργούν από την 1η Ιανουαρίου 2011, εγγυώνται συνέπεια στην εποπτεία και κατάλληλο συντονισμό μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών στην ΕΕ. Επιπλέον, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) παρακολουθεί τους μακροπροληπτικούς κινδύνους σε ολόκληρη την ΕΕ και εκδίδει προειδοποιήσεις και συστάσεις, προκειμένου να ζητήσει διορθωτικές ενέργειες.

Το πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων που πρότεινε η Επιτροπή συμπληρώθηκε με ένα διατομεακό καθεστώς επιβολής κυρώσεων, ώστε να διασφαλίζεται αναλογική και έγκαιρη επιβολή της νομοθεσίας μέσω πιο αποτελεσματικών και αποτρεπτικών κυρώσεων.

*Κανονισμούς (ΕΕ) αριθ. 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010 και 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24ης Νοεμβρίου 2010· ΕΕ της 15ης Δεκεμβρίου 2010, L*

## **5.4 Ρυθμιστικός της ρόλος στην ευρωπαϊκή πολιτική αγοράς χρήματος**

Η Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας αναθέτει στο Ευρωσύστημα τον πρωταρχικό στόχο της διατήρησης της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Ορίζει ότι ο βασικότερος στόχος της είναι ή διατήρηση των τιμών. Η πρόκληση που αντιμετωπίζει η ΕΚΤ μπορεί να διατυπωθεί ως εξής: το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ πρέπει να επηρεάζει τις συνθήκες που επικρατούν στη χρηματαγορά και, και σαν αποτέλεσμα αυτού το επίπεδο των βραχυπρόθεσμων

επιτοκίων και με αυτό τον τρόπο να διασφαλίζεται η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα. Αριθμητό της υπερχρεώσεις της ευρωπαϊκής νομισματικής πολιτική έχουμε:

Πρώτον, η νομισματική πολιτική ασκείται αποτελεσματικότερα, εάν παρέχει ένα σταθερό σημείο αναφοράς σχετικά με τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό . Από αυτή την άποψη, οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να προσδιορίζουν τους στόχους τους, να τους επεξεργάζονται λεπτομερώς και να εφαρμόζουν πιστά μια συνεπή και συστηματική μέθοδο για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, καθώς και να επικοινωνούν με το κοινό με ειλικρίνεια και σαφήνεια. Αυτά είναι βασικά στοιχεία για την επίτευξη υψηλού βαθμού αξιοπιστίας, που αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για τη διαμόρφωση των προσδοκιών των οικονομικών παραγόντων.

Δεύτερον, λόγω των χρονικών υστερήσεων στη διαδικασία μετάδοσης οι τρέχουσες μεταβολές της νομισματικής πολιτικής επηρεάζουν το επίπεδο των τιμών μόνο μετά το πέρασμα αρκετών μηνών. Αυτό σημαίνει ότι οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να διαπιστώνουν ποια είναι η ενδεδειγμένη κατεύθυνση της πολιτικής, προκειμένου να διατηρήσουν τη σταθερότητα των τιμών μελλοντικά, όταν θα έχουν εξαλειφθεί οι χρονικές υστερήσεις στη διαδικασία μετάδοσης. Υπό την έννοια αυτή, η νομισματική πολιτική πρέπει να προσανατολίζεται με βάση αυτό το στοιχείο.

Καθώς οι χρονικές υστερήσεις στη διαδικασία μετάδοσης δεν επιτρέπουν στη νομισματική πολιτική να αντισταθμίζει τις απροσδόκητες διαταραχές του επιπέδου των τιμών βραχυπρόθεσμα. Επίσης λόγω της πολυπλοκότητας της διαδικασίας μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, οι επιδράσεις των οικονομικών διαταραχών και της νομισματικής πολιτικής χαρακτηρίζονται πάντα από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας. Για τους λόγους αυτούς, η νομισματική πολιτική θα πρέπει να διατηρεί ένα προσανατολισμό που θα σχετίζεται με το μέλλον, προκειμένου να αποφεύγεται η ανάληψη υπερβολικά επιθετικών ενεργειών και η άσκοπη πρόκληση αστάθειας στην πραγματική οικονομία.

Τέλος, ακριβώς όπως κάθε άλλη κεντρική τράπεζα, η ΕΚΤ αντιμετωπίζει σημαντική αβεβαιότητα όσον αφορά, την αξιοπιστία των οικονομικών δεικτών, τη διάρθρωση της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και το μηχανισμό διαμεσολάβησης και μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Επομένως, μια επιτυχής νομισματική

πολιτική πρέπει να στηρίζεται σε ευρεία βάση, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις πληροφορίες για το ζήτημα, προκειμένου να

Αντιλαμβάνεται τους παράγοντες που καθοδηγούν τις οικονομικές εξελίξεις, και δεν μπορεί να βασίζεται σε ένα μικρό σύνολο δεικτών ή σε ένα μόνο υπόδειγμα της οικονομίας. Ο ρόλος της στρατηγικής: ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο για τη λήψη αποφάσεων νομισματικής πολιτικής. Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχει υιοθετήσει και ανακοινώσει μια στρατηγική νομισματικής πολιτικής για να διασφαλίσει μια συνεπή και συστηματική προσέγγιση των αποφάσεων της νομισματικής πολιτικής. Η εν λόγω στρατηγική ενσωματώνει τις γενικές αρχές που αναφέραμε παραπάνω, προκειμένου να μπορεί να ανταποκριθεί στις προκλήσεις τις οποίες καλείται να αντιμετωπίσει η κεντρική τράπεζα. Αποσκοπεί στη δημιουργία ενός ολοκληρωμένου πλαισίου, εντός του οποίου θα μπορούν να λαμβάνονται και να ανακοινώνονται οι αποφάσεις σχετικά με το κατάλληλο επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων.

Στο πλαίσιο της στρατηγικής της ΕΚΤ, οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής βασίζονται σε μια εξονυχιστική ανάλυση των κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών. Η ανάλυση αυτή πραγματοποιείται βάσει δύο συμπληρωματικών προσεγγίσεων για τον προσδιορισμό της εξέλιξης των τιμών. Η πρώτη προσέγγιση αποβλέπει στην αξιολόγηση των βραχυμεσοπρόθεσμων προσδιοριστικών παραγόντων της εξέλιξης των τιμών, με έμφαση στην πραγματική δραστηριότητα και τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες της οικονομίας. Λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι η εξέλιξη των τιμών σε αυτούς τους χρονικούς ορίζοντες επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την αλληλεπίδραση της προσφοράς και της ζήτησης στις αγορές αγαθών, υπηρεσιών και συντελεστών παραγωγής.

Η δεύτερη προσέγγιση, που αποκαλείται « νομισματική ανάλυση », επικεντρώνεται σε έναν πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, εκμεταλλευόμενη τη μακροχρόνια σχέση μεταξύ χρήματος και τιμών. Η νομισματική ανάλυση χρησιμεύει κυρίως ως μέσο διασταύρωσης, από μια μεσομακροπρόθεσμη προοπτική, των βραχυμεσοπρόθεσμων ενδείξεων για τη νομισματική πολιτική που προέρχονται από την οικονομική ανάλυση.

Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2006), Έκθεση για τη σύγκλιση - Μάιος, <http://www.ecb.int>.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική βιβλιογραφία

- *Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2006), Έκθεση για τη σύγκλιση - Μάιος,*
- *Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών, Ετήσια έκθεση, 2012.*
- *Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Πίνακας αποτελεσμάτων για τις κρατικές ενισχύσεις 2013*
- *Κανονισμούς (ΕΕ) αριθ. 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010 και 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24ης Νοεμβρίου 2010· ΕΕ της 15ης Δεκεμβρίου 2010, L*
- *Κων/νος Ι Καρφάκης, Κώστας Ι Μελάς, Θεοφάνης Ε Μπένος, Αρχές Νομισματικής Θεωρίας και Πολιτικής, Εκδόσεις Μπένου (2000),σελ.14- 16.*
- *Σπύρου Λαπασιώρα, Γιάννη Μηλιού, Χρηματοπιστωτική κρίση και οικονομική ρύθμιση, μέρος δεύτερο.*
- *Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γ. Προβόπουλου σε διεθνές Συμπόσιο της Τράπεζας της Ελλάδος και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (ΕΒΡΔ) με θέμα: “Οι προκλήσεις για την ανάπτυξη και η οικονομική ενοποίηση στη Νοτιοανατολική Ευρώπη”, 13.12.2013.*
- *Paradopoulos, A. P. and Parapanikos G. (2002) “Exchange Rate Regimes and the Linkage between Money and Output in Greece”, Journal of Policy Modeling.*
- *Δρ Νίκος Πορφύρης, Δρ Κωνσταντίνος Πέτσας, Οι αγορές Χρήματος, κεφαλαίου και παραγώγων προϊόντων και οι επενδύσεις, για το χρηματιστήριο Αθηνών.*
- *Σταμούλης Σφακιανάκης, Αθήνα (1998), Διοικητική κρίσεων, Αθήνα, εκδόσεις Έλληνες,*

- *Χρηματοδότηση και οικονομική ανάπτυξη: ο ρόλος των τραπεζών*”, ομιλία του Διοικητή της ΤτΕ στην ημερίδα του ΣΕΒ: “Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων: ποιες λύσεις – ποια προοπτική”, 15.1.2014.

## Ξένη βιβλιογραφία

- *ACEMOGLU, D. (2009), The crisis of 2008: structural lessons for and from economics, CEPR, Policy Insight no. 28, January.*
- *Bank for International Settlements (BIS), Triennial. Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010, September 2010.*
- *Bank for International Settlements (BIS), Statistical Release: OTC derivative statistics at end-December 2011, May 2012.*
- *Bank for International Settlements Statistical release OTC derivatives statistics at end-June 2013 Monetary and Economic Department November 2013.*
- *Bernard Lietaer, The Future of Money: Creating New Wealth, Work and a Wiser World, Century, 2001.*
- *Bryant, R. C., Garganas, R. C. and Tavlas G. S. (eds) (2001) Greece's Economic Performance and Prospects, Bank of Greece and The Brookings Institution.*
- *Συνέντευξη της Daniele Nouy, Προέδρου του Εποπτικού Συμβουλίου του ενιαίου εποπτικού μηχανισμού στην ΕΚΤ, Βήμα της Κυριακής, 6 Απριλίου 2014.*
- *Δελτίο Τύπου ΕΚΤ, 21 Φεβρουαρίου 2013, “Details on securities holdings acquired under the Programme, Securities Markets”. <http://www.ecb.int/press>.*
- *Davies, G. (1994), A History of Money: From Ancient Times to the Present Day, University of Wales Press, Cardiff.*

- *Deloitte EMEA Centre for Regulatory Strategy, EMIR: A giant stride forward, but further work to do, February 22 for an overview of the key requirements of EMIR and the expected difference in approach with Dodd-Frank.*
- *ECB, Monthly Bulletin, Φεβρουάριος 2007, “The EU arrangements for financial crisis management”, 81 επ., και “Διαδικασίες σχετικά με την παροχή έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα”, αναρτημένο στο δικτυακό τόπο της ΕΚΤ (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/elaprocedures.el.pdf>).*
- *Federation of European Stock Exchanges (FESE), European Equity Market Report, 2008-2011 (Data aggregated by Deloitte.*
- *Giannone/Lenza/Reichlin 2010; Konzelmann/Fovargue-Davies/Schnyder 2010).*
- *Jobst, Norbert και Arnaud de Servigny, 2007. The Handbook of Structured Finance. McGraw-Hill, New York (chapter 12, 13).*
  
- *Kuttner, Robert. 2007. «The Alarming Parallels between 1929 and 2007». The American Prospect, October 2. OECD, 2008. OECD Economic Outlook No. 83 June 2008).*
  
- *Trichet, J.-C. (2004), Key issues for monetary policy: an ECB view, Προσφώνηση στη*
- *διάρκεια της ετήσιας σύσκεψης της National Association of Business Economics,*
- *Φιλαδέλφεια, 5 Οκτωβρίου 2004.*

## Διδακτικές πηγές

- *<http://www.ecb.int>.*

- [http://europa.eu/legislation\\_summaries/economic\\_and\\_monetary\\_affairs/institutional\\_and\\_economic\\_framework/o10001\\_el.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/institutional_and_economic_framework/o10001_el.htm)
- <http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/default.aspx>
- (<http://www.esma.europa.eu>)
- ([http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_general\\_framework/mi0093\\_el.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/mi0093_el.htm))