

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ**  
**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**  
**ΤΜΗΜΑ**  
**ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**



**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**  
**ΘΕΜΑ**

**ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΚΑΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ**  
**ΚΙΝΔΥΝΟΣ**

**Επιβλέπων Καθηγητής: ΠΑΠΑΔΟΜΑΝΩΛΑΚΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ**

**Σπουδαστές:**

**ΜΑΛΩΤΣΗ ΓΕΩΡΓΙΑ Α.Μ. 8327**

**ΜΗΤΣΙΚΩΣΤΑΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ Α.Μ.8253**

**ΗΡΑΚΛΕΙΟ 2013**

## Περίληψη

Η διεθνής αγορά κεφαλαίων είναι η αγορά στην οποία δανειζόμενοι και δανειστές κεφαλαίων από διαφορετικές χώρες συναντώνται για να ανταλλάξουν κεφάλαια. Αποτελείται από τρεις αγορές:<sup>1</sup>

- την εγχώρια αγορά ομολόγων,
- την ξένη αγορά ομολόγων, και
- την αγορά Ευρωομολόγων.

Εγχώριο ομόλογο είναι ένα ομόλογο στο νόμισμα της χώρας στην οποία εκδίδεται από εγχώρια επιχείρηση, για παράδειγμα ένα δολάριο ΗΠΑ είναι ένα Κρατικό ομόλογο εκδιδόμενο από την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ ή ένα επιχειρηματικό ομόλογο εκδιδόμενο από μία Αμερικανική επιχείρηση στις ΗΠΑ. Ένα ξένο ομόλογο είναι ένα ομόλογο εκδιδόμενο σε εγχώριο νόμισμα της χώρας αλλά από μία ξένη επιχείρηση – παράδειγμα μπορεί να είναι μία Ελληνική επιχείρηση που εκδίδει ‘ένα ομόλογο σε δολάρια στην Αμερικανική αγορά. Ένα τέτοιο ομόλογο είναι γνωστό ως yankee.

Ένα Ευρωομόλογο είναι ένα ομόλογο που πωλείται από μία κυβέρνηση, οργανισμό ή επιχείρηση σε ένα νόμισμα που είναι διαφορετικό από τη χώρα στην οποία εκδίδεται το ομόλογο, στα επόμενα κεφάλαια θα γίνει παρουσίαση των χαρακτηριστικών των ομολόγων και ποιες είναι οι διαφορές ανάμεσα στα κρατικά και μη ομόλογα.

---

<sup>1</sup> Adler M., Song J., “The Behavior of Emerging Market Sovereigns Credit Default Swap Premiums and Bond Yield Spreads”, *Working Paper*, 2007

## Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη .....	2
Εισαγωγή .....	4
<b>Κεφάλαιο Πρώτο Βασικές Έννοιες.....</b>	<b>6</b>
1.1 Βασικά περί ομολόγων.....	9
1.2 Ευρωομόλογα.....	17
1.3 Κατηγορίες ομολόγων.....	17
1.4 Η αποτίμηση ομολόγων.....	24
1.5 Απόδοση ομολόγων.....	27
<b>Κεφάλαιο Δεύτερο Έννοια του πιστωτικού κινδύνου.....</b>	<b>30</b>
2.1 Μορφή κινδύνων- Κίνδυνοι.....	30
2.2 Οι αποδόσεις του Δημοσίου .....	36
2.3 Διάρκεια Κινδύνου .....	37
2.4 Η σχέση μεταξύ κρατικών ομολόγων και πιστωτικού κινδύνου (Παραδείγματα χωρών όπως π.χ. η Αργεντινή, Ρωσία).....	41
2.5 Στατιστικά στοιχεία και εκτιμήσεις για τον κίνδυνο από την αγορά κρατικών ομολόγων.....	55
<b>Κεφάλαιο Τρίτο Συμπεράσματα και προτάσεις σε σχέση με την Ελλάδα.....</b>	<b>58</b>
<b>Επίλογος .....</b>	<b>60</b>
<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>61</b>

## Εισαγωγή

Η οικονομική κρίση και η επακόλουθη ύφεση έχουν προκαλέσει μια απότομη επιδείνωση των δημόσιων οικονομικά σε προηγμένες οικονομίες, αυξάνοντας τις ανησυχίες των επενδυτών για τον κίνδυνο αδυναμίας. Ο ανησυχίες έχουν μέχρι στιγμής επηρεάσει κυρίως τη ζώνη του ευρώ, όπου ορισμένες χώρες έχουν δει τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τους υποβαθμισμένες κατά τη διάρκεια 2009-11 και το κόστος χρηματοδότησής τους να αυξάνεται κατακόρυφα<sup>2</sup>.

Άλλες χώρες έχουν επίσης επηρεαστεί, αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό. Ο κίνδυνος του κυρίαρχου κράτους έχει ήδη αρνητικές επιπτώσεις για τις τράπεζες και τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ατενίζοντας το μέλλον, τα κράτη ανησυχούν ότι ο κίνδυνος αυτός μπορεί να επηρεάσει ένα ευρύτερο φάσμα χωρών. Σε προχωρημένες οικονομίες, τα επίπεδα του δημοσίου χρέους αναμένεται να αυξηθούν κατά τα επόμενα έτη, λόγω του υψηλού δημοσιονομικού ελλείμματος και του αυξανόμενου κόστους συνταξιοδότησης και ιατροφαρμακευτικής περίθαλψης<sup>3</sup>.

Στις αναδυόμενες οικονομίες, η ευπάθεια σε εξωτερικούς κλονισμούς και η πολιτική αστάθεια μπορεί να προκαλέσουν δυσμενείς επιπτώσεις περιοδικά σχετικά με το κρατικό κίνδυνο. Συνολικά, τα ασφάλιστρα κινδύνου για το δημόσιο χρέος κατά πάσα πιθανότητα θα είναι υψηλότερα και πιο ασταθή από ό, τι στο παρελθόν. Η πρόκληση για τις αρχές είναι να ελαχιστοποιηθούν οι αρνητικές συνέπειες για την χρηματοδότηση των τραπεζών και η ροή για τις επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία. Η έκθεση αυτή περιγράφει την επίδραση του κυρίαρχου κινδύνου καθώς και ανησυχίες σχετικά με το κόστος και τη διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης τα τελευταία χρόνια. Στη συνέχεια περιγράφει το διαύλους μέσω των οποίων επηρεάζει τον κίνδυνο αδυναμίας χρηματοδότησης των τραπεζών<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπίλιας, 1996

<sup>3</sup> Adler M., Song J., "The Behavior of Emerging Market Sovereigns Credit Default Swap Premiums and Bond Yield Spreads", *Working Paper*, 2007

<sup>4</sup> Αλεξιάκης Χρήστος - Ξανθάκης Εμμανουήλ, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2008

Η τελευταία ενότητα συνοψίζει τα κυριότερα συμπεράσματα και διατυπώνονται ορισμένες επιπτώσεις για τις τράπεζες και το δημόσιο τομέα. Δύο επιφυλάξεις είναι αναγκαίες να γίνουν. Πρώτον, η ανάλυση επικεντρώνεται για την αιτιώδη συνάφεια που πηγαίνει από ηγεμόνες στις τράπεζες, όπως συμβαίνει ήδη σε ορισμένες χώρες, και, κοιτάζοντας προς τα εμπρός, είναι ένα πιθανό σενάριο για άλλες οικονομίες. Αλλά η αιτιότητα μπορεί επίσης να επικεντρώνεται με σαφήνεια από τις τράπεζες σε ηγεμόνες. Ωστόσο, ακόμη και σε αυτή τη δεύτερη περίπτωση, ο κίνδυνος αδυναμίας τελικά αποκτά τη δική του δυναμική.

Δεύτερον, η έκθεση εξετάζει τη σχέση μεταξύ κινδύνου και κυρίαρχης τραπεζικής χρηματοδότησης, σε γενικές γραμμές, με βάση πρόσφατη εμπειρία και έρευνα. Δεν αξιολογείται ο πραγματικός κίνδυνος του κυρίαρχου κράτους και ο αντίκτυπός του στην σταθερότητα των τραπεζών σε μεμονωμένες χώρες στην παρούσα συγκυρία<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Αλεξιάκης Χρήστος - Ξανθάκης Εμμανουήλ, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2008

## Κεφάλαιο Πρώτο

### Βασικές Έννοιες

Από τις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας έχει ξεκινήσει μια διαδικασία ευρύτατου μετασχηματισμού του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού χώρου, με τις παρακάτω κύριες εξελίξεις και τάσεις<sup>6</sup>:

- α) τη διεθνοποίηση των εγχωρίων αγορών χρήματος και κεφαλαίου,
- β) την κατάργηση των περιορισμών της διασυνοριακής κίνησης αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων και εν μέρει της εργασίας,
- γ) την ανάδειξη μεγάλων χρηματοοικονομικών κέντρων διεθνώς, όπως το Λονδίνο και η Νέα Υόρκη,
- δ) τη σημαντική ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών, που συνδέεται με την κατάργηση των διασυνοριακών περιορισμών, τη διεθνοποίηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, τη μετατροπή σε οικονομίες αγοράς των πρώην σοσιαλιστικών χωρών και την απελευθέρωση των εγχωρίων αγορών σε δεκάδες χώρες τα τελευταία χρόνια,
- ε) τη διεθνοποίηση, σημαντική μεγέθυνση, μετασχηματισμό και συγκέντρωση σε διεθνές επίπεδο της θεσμικής διαχείρισης κεφαλαίων,
- στ) την ανάπτυξη νέων μορφών διαχείρισης όπως τα private equities και τα hedge funds, που αξιοποιούν χρήματα ιδιωτών με επιπρόσθετη εκτεταμένη μόχλευση (δηλαδή δανεισμό), που επαυξάνει την κερδοσκοπία και το δυνητικό ύψος των επενδύσεων,
- ζ) τη δημιουργία μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων με παγκόσμια και περιφερειακή εμβέλεια και δραστηριότητα, όπως η Citi, η HSBC, η Goldman Sachs, η Morgan Stanley κλπ.,
- η) τη ραγδαία ανάπτυξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών ανάμεσα σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εντός των συνόρων και διασυνοριακά,
- θ) την ευρύτερη αξιοποίηση των επιτευγμάτων της νέας τεχνολογίας και κυρίως στην πληροφορική και τις επικοινωνίες,

---

<sup>6</sup> Αλεξιάκης Χρήστος - Ξανθάκης Εμμανουήλ, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2008

- ι) τη ραγδαία ανάπτυξη των παραγώγων και δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων και της μόχλευσης, δηλαδή της απόκτησης χρηματοοικονομικών προϊόντων ή τη δημιουργία κερδοσκοπικών θέσεων με δανεισμό,
- κ) την απομάκρυνση του κράτους ως ιδιοκτήτη από το χρηματοπιστωτικό χώρο μέσω ιδιωτικοποιήσεων.

Οι παραπάνω ριζικές αλλαγές έχουν οδηγήσει σε ένταση τον ανταγωνισμό, έχουν καταργήσει ουσιαστικά τα χρηματοοικονομικά σύνορα και τις τοπικές κλειστές αγορές, έχουν μειώσει το κόστος συναλλαγών, έχουν ωθήσει την ανάπτυξη σημαντικών καινοτομιών και νέων προϊόντων και υπηρεσιών, έχουν συντελέσει στη δημιουργία νέων δικτύων και καναλιών διάθεσης χρηματοοικονομικών προϊόντων, υπηρεσιών και συναλλαγών (e-banking, phone banking κλπ.) και έχουν διαμορφώσει ένα ευρύ πεδίο εναλλακτικών λύσεων και επιλογών για όλες τις κατηγορίες πελατών, εταιρικών, ιδιωτών, θεσμικών, δανειακών ή καταθετικών.

Στο νέο περιβάλλον, που διαμορφώνεται διεθνώς, θετικές ή αρνητικές χρηματοοικονομικές ή μακροοικονομικές εξελίξεις σε μία αγορά ή χώρα μεταβιβάζονται με ταχύτητα σε άλλες αγορές ή χώρες. Επιπλέον έχει διαμορφωθεί ανάμεσα σε χώρες και αγορές μια στενή διασύνδεση και αλληλεπίδραση μεταξύ χρηματιστηριακών τιμών, επιτοκίων, συναλλαγματικών ισοτιμιών και τιμών εμπορευμάτων, που τελικά επιδρούν καθοριστικά αφενός στις επιλογές δανειστών και δανειζομένων και αφετέρου στις οικονομικές προοπτικές και εξελίξεις των χωρών<sup>7</sup>.

Ένα **ομόλογο** είναι ένα χρεόγραφο, για το οποίο ο εκδότης έχει την υποχρέωση να καταβάλει, στη λήξη της σύμβασης, την ονομαστική αξία αυτού και στην περίπτωση των ομολόγων με κουπόνι, σε τακτά προκαθορισμένα διαστήματα ποσό χρημάτων (το κουπόνι). Άλλοι όροι μπορούν επίσης να συνδεθούν με την έκδοση ομολόγου, όπως η υποχρέωση για τον εκδότη να παρέχει ορισμένες πληροφορίες στον κάτοχο ομολόγων ή άλλοι περιορισμοί στη συμπεριφορά του εκδότη. Τα ομόλογα εκδίδονται γενικώς για ένα καθορισμένης διάρκειας χρονικό διάστημα (η λεγόμενη *ωριμότητα*), μεγαλύτερο του ενός έτους.

---

<sup>7</sup> Αλεξιάκης Χρήστος - Ξανθάκης Εμμανουήλ, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2008

Ένα ομόλογο<sup>8</sup> είναι απλώς ένα δάνειο, το οποίο αντλείται από τον εκδότη του δανείου όχι μέσω της τραπεζικής διαμεσολάβησης αλλά μέσω των κεφαλαιαγορών. Ο εκδότης είναι ο οφειλέτης, ο κάτοχος ομολόγων ο δανειστής και το κουπόνι (αν υπάρχει) είναι ο τόκος. Τα ομόλογα επιτρέπουν στον εκδότη να χρηματοδοτήσει μακροπρόθεσμες επενδύσεις με εξωτερικά κεφάλαια. Μπορεί κανείς λοιπόν να διακρίνει ότι τα στοιχεία που προσδίδουν σε ένα ομόλογο την ταυτότητά του είναι πρώτον ο εκδότης, δεύτερον το κουπόνι (αν υπάρχει) με βάση το οποίο θα γίνονται οι τακτικές πληρωμές και τρίτον η χρονική διάρκεια της σύμβασης. Χρεόγραφα με *ωριμότητα* μικρότερη του ενός έτους είναι είτε γραμμάτια ή συναλλαγματικές, και θεωρούνται εργαλεία της αγοράς χρήματος<sup>9</sup>.

Τα ομόλογα και οι μετοχές είναι και τα δύο χρεόγραφα, αλλά η διαφορά είναι ότι οι κάτοχοι μετοχών είναι ιδιοκτήτες ενός μέρους (τιμήματος) της εκδότριας εταιρείας (έχουν εταιρικό μερίδιο), ενώ οι κάτοχοι ομολόγων είναι στην ουσία δανειστές του εκδότη. Επίσης τα ομόλογα έχουν συνήθως έναν καθορισμένο χρόνο ή ωριμότητα, μετά την πάροδο της οποίας το ομόλογο εξαγοράζεται ενώ οι μετοχές μπορούν να είναι, κατά κάποιο τρόπο, αόριστου χρόνου. Τέλος, η πληρωμή του αντίστοιχου κουπονιού ενός ομολόγου προηγείται της απόδοσης μερίσματος από την αντίστοιχη εταιρεία (γεγονός πολύ σημαντικό σε περίπτωση πτώχευσης της εταιρείας και επιπλέον, ο κάτοχος του ομολόγου μπορεί να προσφύγει στη δικαιοσύνη στην περίπτωση που δεν του αποδοθεί το κουπόνι του, ενώ με το μέρισμα μιας μετοχής δεν ισχύει κάτι τέτοιο)<sup>10</sup>.

**Ομόλογα και Ομολογίες** Υπόσχονται στον κάτοχό τους συγκεκριμένες χρηματικές εισροές σε συγκεκριμένες χρονικές στιγμές και αποτελούν εναλλακτική μορφή μακροχρόνιων δανειακών κεφαλαίων.

- **ΟΜΟΛΟΓΑ** είναι αξιόγραφα σταθερού εισοδήματος με γνωστό επιτόκιο, που εκδίδονται από το δημόσιο ή από εξαρτώμενους από αυτό οργανισμούς και επιχειρήσεις και έχουν διάρκεια 1- 5 έτη, συνήθως. Οι τίτλοι αυτοί είναι διαπραγματεύσιμοι στο χρηματιστήριο και ο τόκος που υπόσχονται υπόκειται σε φορολόγηση με μειωμένο συντελεστή.

<sup>8</sup> Αλεξάκης Χρήστος - Ξανθάκης Εμμανουήλ, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2008

<sup>9</sup> Αλεξάκης Χρήστος - Ξανθάκης Εμμανουήλ, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2008

<sup>10</sup> Adler M., Song J., "The Behavior of Emerging Market Sovereigns Credit Default Swap Premiums and Bond Yield Spreads", *Working Paper*, 2007



- **ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ**, όπως και τα ομόλογα είναι κινητές αξίες σταθερού εισοδήματος και γνωστού επιτοκίου, το οποίο πληρώνεται σε κάθε περίοδο (τοκομερίδιο), συνήθως κάθε 6 μήνες. Η διαφορά τους από τα ομόλογα είναι ότι, οι ομολογίες αποτελούν προϊόν έκδοσης ομολογιακού δανείου. Ομολογιακά δάνεια εκδίδει το δημόσιο, οι ΔΕΚΟ (π.χ. η ΔΕΗ), αλλά και μεγάλες ιδιωτικές επιχειρήσεις).

**ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΕΣ ΚΑΙ ΑΝΤΑΛΛΑΞΙΜΕΣ ΟΜΟΛΟΓΙΕΣ<sup>11</sup>**. Τα συνήθη ομολογιακά δάνεια παρέχουν στους ομολογιούχους το δικαίωμα είσπραξης τόκου και επιστροφής της ονομαστικής αξίας των ομολογίων. Τελευταία, όμως, υπάρχουν και ομολογιακά δάνεια με επιπρόσθετα χαρακτηριστικά χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων (options), Callable bonds, που δίνουν το δικαίωμα στον εκδότη τους να τις εισπράξει πριν τη λήξη τους Warrants ή τίτλοι επιλογής, που μπορεί να αποκολληθούν από τις ομολογίες και δίνουν στον κάτοχό τους το δικαίωμα απόκτησης αριθμού μετοχών ή άλλων τίτλων σε καθορισμένη τιμή μέχρι και τη λήξη τους Convertible bonds ή μετατρέψιμες ομολογίες, όπου ο κάτοχός τους έχει το δικαίωμα να τις μετατρέψει σε προϋπάρχουσες μετοχές του εκδότη μετά κάποιο προσδιορισμένο χρονικό διάστημα. Ανταλλάξιμες ομολογίες, που έδιναν το δικαίωμα στον κάτοχό τους να ζητήσει την εξόφληση της ομολογίας συνολικά ή μερικά με μεταβίβαση σε αυτόν άλλων ομολογίων ή μετοχών ή άλλων χρηματοδοτικών εργαλείων του ίδιου εκδότη ή άλλων εκδοτών.

### 1.1 Βασικά περί ομολόγων<sup>12</sup>

- **Εκδότης:** Είναι ο χρηματοοικονομικός οργανισμός (τράπεζα, εταιρεία, κράτος) ο οποίος δανείζεται κεφάλαια από τους επενδυτές με την έκδοση του ομολόγου: (μπορεί να είναι η κυβέρνηση ή μια εταιρεία).
- **Τοκομερίδιο (κουπόνι):** Οι περιοδικές πληρωμές τόκου που καταβάλλονται στον κάτοχο του ομολόγου.

<sup>11</sup> Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπίλιας, 1996

<sup>12</sup> Adler M., Song J., “The Behavior of Emerging Market Sovereigns Credit Default Swap Premiums and Bond Yield Spreads”, *Working Paper*, 2007

- **Απόδοση (Yield):** Το καθαρό κέρδος από την αγορά των ομολόγων, το οποίο βασίζεται στην τιμή αγοράς και τον τόκο που θα αποκομίζει μέσω των κουπονιών ο επενδυτής.
- **Απόδοση στη λήξη (yield to maturity):** Η απόδοση που αποφέρει ένα ομόλογο από την ημερομηνία αγοράς έως την ημερομηνία λήξης του.
- **Απόδοση κατά την ημερομηνία εξαγοράς (yield to call):** Η απόδοση που αποφέρει ένα ομόλογο από την ημερομηνία αγοράς μέχρι την ημερομηνία εξαγοράς του από τον εκδότη του.

**Πέραν του εκδότη, τα κυριότερα χαρακτηριστικά των ομολόγων, είναι τα εξής<sup>13</sup>:**

- **Ονομαστική Αξία (Face Value):** είναι το αρχικό ποσό έκδοσης του χρεογράφου το οποίο ο εκδότης υπόσχεται να αποπληρώσει στην ημερομηνία λήξης του ομολόγου.
- **Τιμή (Price):** Η τιμή του ομολόγου ορίζεται με βάση το εκατό (100), το οποίο αντιστοιχεί στην ονομαστική του αξία. Όταν η τιμή του ομολόγου είναι υψηλότερη από την ονομαστική του αξία, δηλαδή υπέρ το άρτιο (100), το ομόλογο διαπραγματεύεται με ανατίμηση (premium). Όταν η τιμή του ομολόγου είναι χαμηλότερη από την ονομαστική του αξία, δηλαδή υπό το άρτιο (100), το ομόλογο διαπραγματεύεται με έκπτωση (discount). Με βάση τα ανωτέρω, διακρίνουμε τις εξής τιμές<sup>14</sup>:
  1. Τιμή Έκδοσης (Issue Price): Είναι η τιμή στην οποία διατίθεται το ομόλογο από τον εκδότη του, κατά την έκδοσή του.
  2. Τιμή Αγοράς: Είναι η τιμή στην οποία ο επενδυτής αγοράζει το ομόλογο.
  3. Τιμή Πώλησης: Είναι η τιμή στην οποία ο επενδυτής πουλάει το ομόλογο.
  4. Τιμή Αποπληρωμής (Redemption Price): Είναι η τιμή στην οποία αποπληρώνει ο εκδότης τον επενδυτή, κατά την λήξη του ομολόγου.
- Ονομαστικά ή <<εις τον κομιστή>>(bearer)

<sup>13</sup> Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπίλιας, 1996

<sup>14</sup> Αλεξιάκης Χρήστος - Ξανθάκης Εμμανουήλ, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2008

- **Ημερομηνία Έκδοσης (Issue Date):** Είναι η ημερομηνία που εκδίδεται το ομόλογο.
- **Ημερομηνία Λήξης (Maturity Date):** Είναι η ημερομηνία λήξης του ομολόγου.
- **Επιτόκιο/ Τοκομερίδιο (Coupon) έκδοσης:** Είναι το επιτόκιο βάσει του οποίου υπολογίζονται οι τόκοι του ομολόγου σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο (συνήθως μήνας, τρίμηνο, εξάμηνο, ή έτος) και εκφράζεται ως ποσοστό επί τοις 100 (%), επάνω στην ονομαστική αξία του ομολόγου. Το κουπόνι, το οποίο ορίζεται κατά την έκδοση του ομολόγου, μπορεί να είναι σταθερό ή κυμαινόμενο.
- **Επιτόκιο Έκδοσης (coupon rate)**

Υπάρχουν ομόλογα σταθερού επιτοκίου (fixed rate bond), δηλαδή ομόλογα που πληρώνουν το ίδιο τοκομερίδιο σε όλη την διάρκεια της ζωής τους, και ομόλογα μεταβλητού ή κυμαινόμενου επιτοκίου (adjustable, variable rate bond), δηλαδή ομόλογα των οποίων το επιτόκιο μεταβάλλεται κατά την διάρκεια της ζωής τους σύμφωνα με κάποιο άλλο βασικό επιτόκιο. Για παράδειγμα τα γραμμάτια κυμαινόμενου επιτοκίου, είναι γραμμάτια τα οποία έχουν ένα επιτόκιο το οποίο δεν είναι σταθερό αλλά κυμαίνεται ανάλογα με τα επιτόκια της αγοράς. Το ποσό του τοκομεριδίου κάθε γραμματίου κυμαινόμενου επιτοκίου θα είναι συνδεδεμένο με ένα επιτόκιο αναφοράς, δηλαδή ένα βραχυπρόθεσμο επιτόκιο της αγοράς<sup>15</sup>.

*Παράδειγμα<sup>16</sup>:*

*Ένα συνηθισμένο επιτόκιο αναφοράς είναι για τα ομόλογα που αποτιμώνται σε ευρώ είναι το EURIBOR: ένα ομόλογο κυμαινόμενου επιτοκίου μπορεί να εκδοθεί π.χ. με επιτόκιο EURIBOR + 2%. Αυτό σημαίνει ότι ο εκδότης θα πληρώνει στον κάτοχο τοκομερίδια 2% πάνω από το εκάστοτε επιτόκιο EURIBOR. Το ποσοστό μεταξύ του επιτοκίου του τοκομεριδίου και του επιτοκίου αναφοράς είναι το λεγόμενο περιθώριο (margin).*

<sup>15</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες

<sup>16</sup> Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπίλιας, 1996

- **Συχνότητα τοκομεριδίου** (coupon frequency)

Τα τοκομερίδια καθορίζονται από το επιτόκιο έκδοσης και η συχνότητα πληρωμής τους διαφέρει από έκδοση σε έκδοση. Παράδειγμα: Τα τοκομερίδια σε κρατικά ομόλογα συνήθως πληρώνονται μία φορά τον χρόνο, εκτός των τοκομεριδίων ομολογιών Η.Π.Α. όπου η πληρωμή γίνεται δύο φορές το χρόνο<sup>17</sup>.

- **Ωρίμανση** (maturity)
- **Δεδουλευμένος Τόκος** (Accrued Interest): Είναι ο οφειλόμενος από τον εκδότη αλλά μη απαιτητός ακόμα από τον επενδυτή (κάτοχο του ομολόγου) τόκος που έχει σωρευτεί μεταξύ της ημερομηνίας τελευταίας πληρωμής τοκομεριδίου και της ημερομηνίας πώλησης του ομολόγου<sup>18</sup>.
- Δικαιώματα ανάκλησης ή επιστροφής.
- Μετατρέψιμα σε μετοχές ή άλλα αξιόγραφα
- Εγγύηση/Ενέχυρο ομολόγου
- **Εύλογη Αξία** (Fair Value): Είναι το άθροισμα της παρούσας αξίας των μελλοντικών χρηματοροών του ομολόγου (κουπόνια και ονομαστικό ποσό στη λήξη).
- **Απόδοση μέχρι τη Λήξη** (Yield to Maturity): Είναι η απόδοση που θα αποκομίσει ο επενδυτής ενός ομολόγου κρατώντας το έως την λήξη του και εκφράζεται ως ποσοστό επί τοις 100 (%).
- **Απλό Περιθώριο**<sup>19</sup> (Quoted Margin): (είναι χαρακτηριστικό των ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου). Το Απλό Περιθώριο είναι το σταθερό ποσοστό κατά το οποίο το τοκομερίδιο του ομολόγου διαφέρει από το επιτόκιο αναφοράς. Παραδείγματος χάριν, εάν ένα ομόλογο κυμαινόμενου επιτοκίου πληρώνει τοκομερίδιο LIBOR + 2%, το 2% αποτελεί το απλό περιθώριο του ομολόγου, καθορίζεται κατά την έκδοση του ομολόγου και είναι συνήθως σταθερό μέχρι την ημερομηνία λήξης του. Το Απλό Περιθώριο μπορεί επίσης

<sup>17</sup> Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπίλιας, 1996

<sup>18</sup> Αλεξιάκης Χρήστος - Ξανθάκης Εμμανουήλ, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2008

<sup>19</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες

να μην αναφέρεται ως ποσοστό επί της εκατό, αλλά σε μονάδες βάσης (Basis Points), όπου οι 100 μονάδες βάσης αντιστοιχούν σε 1%.

- **Προεξοφλητικό Περιθώριο (Discount Margin):** Στα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου, το προεξοφλητικό περιθώριο (discount margin) εκφράζει το περιθώριο (margin) του ομολόγου σε σχέση με το αντίστοιχο επιτόκιο αναφοράς, βάση της τρέχουσας τιμής, το απλό περιθώριο (quoted margin) και της υπολειπόμενης διάρκειας του ομολόγου μέχρι την λήξη του. Το προεξοφλητικό επιτόκιο μεταβάλλεται κατά την διάρκεια ζωής του ομολόγου βάσει των προαναφερθέντων παραγόντων.
- **Διαβάθμιση Εξασφάλισης:** Προτεραιότητα κάλυψης των απαιτήσεων των κατόχων σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρείας του εκδότη<sup>20</sup>.

Senior Debt Instruments: Τίτλοι υψηλής εξασφάλισης

Subordinated Debt Instruments: Τίτλοι μειωμένης εξασφάλισης

Tier 2 Capital: Συμπληρωματικά Ίδια Κεφάλαια.

Lower Tier 2 Capital: Πρόσθετα Συμπληρωματικά Κεφάλαια.

Upper Tier 2 Capital: Κύρια Συμπληρωματικά Κεφάλαια.

Tier 1 Capital: Βασικά Ίδια Κεφάλαια.

Lower Tier 1 Capital: Πρόσθετα Βασικά Ίδια Κεφάλαια

Upper Tier 1 Capital: Κύρια Βασικά Ίδια Κεφάλαια

- **Πιστοληπτική Διαβάθμιση:** Αφορά την κατάταξη των ομολόγων με βάση τον πιστωτικό<sup>21</sup> κίνδυνο που αυτά εμπεριέχουν και ο οποίος απορρέει κυρίως από τον εκδότη τους. *Εξωτερικοί Οργανισμοί Πιστοληπτικής Αξιολόγησης (E.O.Π.Α.)* εκτιμούν τον πιστωτικό κίνδυνο (Κίνδυνος Πτώχευσης) των εκδοτών των ομολόγων όπως κυβερνήσεων, χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, επιχειρήσεων και γενικά των εκδοτών χρεογράφων σταθερού εισοδήματος. Αναλυτικότερα, οι **E.O.Π.Α.** συγκεντρώνουν και διασταυρώνουν πληροφορίες από πολλές πηγές που αφορούν τον εκδότη των χρεογράφων, την αγορά στην οποία αναπτύσσει τη δραστηριότητά του, τη γενική οικονομική

<sup>20</sup> Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπίλιας, 1996

<sup>21</sup> Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπίλιας, 1996

του κατάσταση, τη φύση του χρεογράφου και γενικότερα την ικανότητα του εκδότη να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του απέναντι στον κάτοχο ομολόγου. Τα αποτελέσματα αυτά πρέπει να αξιολογούνται από τους επενδυτές, οι οποίοι πρέπει να σταθμίζουν τους πιθανούς κινδύνους μη αποπληρωμής ή πτώσης της αγοραίας τιμής των ομολόγων. Λόγω των διαφόρων τύπων των εκδιδόμενων χρεογράφων, για παράδειγμα βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα ομόλογα που αντιπροσωπεύουν χρέος υψηλής ή μειωμένης εξασφάλισης, διαφορετικά χρεόγραφα (Issues) του ίδιου εκδότη μπορούν να έχουν διαφορετική αξιολόγηση. Οι τρεις πιο γνωστοί Ε.Ο.Π.Α. που αναπτύσσουν τη δράση τους σε διεθνές επίπεδο χρησιμοποιούν τις εξής κλίμακες για την πιστοληπτική διαβάθμιση των ομολόγων<sup>22</sup>:

<b>Table C1- Public and Publicly-Guaranteed External Debt Position (US\$ millions)</b>				
	<b>2011Q3</b>	<b>2011Q4</b>	<b>2012Q1</b>	<b>2012Q2</b>
<b>Countries</b>				
<b>Albania</b>	<b>3.298</b>	<b>3.322</b>	<b>3.357</b>	<b>3.274</b>
<b>Algeria</b>	<b>2.522</b>	<b>2.506</b>	<b>2.447</b>	<b>2.220</b>
<b>Antigua and Barbuda</b>	<b>469</b>	<b>441</b>	<b>439</b>	<b>..</b>
<b>Bahamas, The</b>	<b>1.142</b>	<b>1.183</b>	<b>1.209</b>	<b>1.287</b>
<b>Bangladesh</b>	<b>22.302</b>	<b>22.089</b>	<b>22.353</b>	<b>22.129</b>
<b>Belize</b>	<b>998</b>	<b>995</b>	<b>990</b>	<b>994</b>
<b>Bolivia</b>	<b>3.326</b>	<b>3.585</b>	<b>3.719</b>	<b>..</b>
<b>Burkina Faso</b>	<b>2.411</b>	<b>2.312</b>	<b>2.409</b>	<b>2.454</b>
<b>Cambodia</b>	<b>3.404</b>	<b>3.637</b>	<b>3.816</b>	<b>3.806</b>
<b>Cameroon</b>	<b>2.662</b>	<b>2.797</b>	<b>2.741</b>	<b>..</b>
<b>China</b>	<b>71.944</b>	<b>70.670</b>	<b>69.785</b>	<b>68.929</b>
<b>Dominica</b>	<b>248</b>	<b>250</b>	<b>258</b>	<b>261</b>
<b>Dominican Republic</b>	<b>10.972</b>	<b>11.640</b>	<b>12.164</b>	<b>12.508</b>
<b>Ethiopia</b>	<b>8.202</b>	<b>8.405</b>	<b>8.749</b>	<b>9.067</b>
<b>Ghana</b>	<b>7.641</b>	<b>..</b>	<b>..</b>	<b>..</b>
<b>Guatemala</b>	<b>5.475</b>	<b>5.605</b>	<b>..</b>	<b>..</b>
<b>Honduras</b>	<b>2.965</b>	<b>3.208</b>	<b>3.308</b>	<b>3.399</b>
<b>Kenya</b>	<b>8.544</b>	<b>9.732</b>	<b>8.905</b>	<b>9.651</b>
<b>Kosovo</b>	<b>406</b>	<b>414</b>	<b>418</b>	<b>404</b>
<b>Lebanon</b>	<b>20.955</b>	<b>20.937</b>	<b>20.551</b>	<b>23.081</b>
<b>Liberia</b>	<b>..</b>	<b>..</b>	<b>257</b>	<b>273</b>
<b>Macedonia</b>	<b>2.394</b>	<b>2.647</b>	<b>2.809</b>	<b>..</b>

<sup>22</sup> Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπίλιας, 1996

<b>Madagascar</b>	<b>2.452</b>	<b>2.427</b>	<b>2.467</b>	<b>2.426</b>
<b>Mauritius</b>	<b>1.326</b>	<b>1.436</b>	..	..
<b>Nicaragua</b>	<b>3.979</b>	<b>4.073</b>	<b>4.122</b>	<b>4.125</b>
<b>Nigeria</b>	<b>7.828</b>	<b>8.005</b>	<b>8.235</b>	<b>8.340</b>
<b>Panama</b>	<b>10.739</b>	<b>10.910</b>	<b>10.834</b>	<b>11.005</b>
<b>Paraguay</b>	<b>1.936</b>	<b>1.940</b>	..	..
<b>Rwanda</b>	<b>870</b>	<b>985</b>	<b>1.001</b>	<b>1.005</b>
<b>Solomon Islands</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>112</b>	<b>109</b>
<b>Tajikistan</b>	<b>2.101</b>	..	..	..
<b>Tanzania</b>	<b>6.470</b>	<b>6.696</b>	<b>6.910</b>	<b>7.280</b>
<b>Tonga</b>	<b>173</b>	<b>181</b>	<b>186</b>	<b>184</b>
<b>Uganda</b>	<b>3.190</b>	<b>3.258</b>	<b>3.376</b>	..
<b>Yemen</b>	<b>6.209</b>	..	..	..

Data are in millions
Row: Series, Country Column: Time
Note: Data cover for each country (TPS, GG, CG, other) is identified in this table <sup>23</sup> .

ο *Standards and Poor's* και *Fitch*:

*Μακροπρόθεσμη Αξιολόγηση*: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC, C, RD, D.

*Βραχυπρόθεσμη Αξιολόγηση*: F1+, F1, F1-, F2, F3, B, C, D.

ο *Moody's Investors Service*<sup>24</sup>:

*Μακροπρόθεσμη Αξιολόγηση*: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C.

*Βραχυπρόθεσμη Αξιολόγηση*: P-1, P-2, P-3, NP.

**Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η τιμή των ομολόγων επηρεάζεται σε αρκετά μεγάλο βαθμό από την πιστοληπτική τους διαβάθμιση και από τυχόν αλλαγή της κατά τη διάρκεια της ζωής του ομολόγου<sup>25</sup>.**

- **Διάρκεια Ομολόγου**

<sup>23</sup> www.imf.org

<sup>24</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες

<sup>25</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες

1. Η διάρκεια αποτελεί ένα μέτρο της ταχύτητας αποπληρωμής ενός ομολόγου και επιτρέπει την σύγκριση ομολόγων με διαφορετικούς τρόπους αποπληρωμής και ίδια ημερομηνία λήξης. Ένας απλός τρόπος υπολογισμού είναι ο Bond duration
2. Η διάρκεια είναι επίσης χρήσιμη ως μέτρο κινδύνου γιατί αποτελεί προσέγγιση της ευαισθησίας της αγοραίας αξίας ενός ομολόγου στις μεταβολές του επιτοκίου.

Η τιμή ενός ομολόγου πέφτει ή ανεβαίνει προκειμένου η απόδοσή του να εξισωθεί με τις αποδόσεις άλλων ομολόγων (ίδιας διάρκειας ως τη λήξη και ιδίου ρίσκου), που όμως έχουν διαφορετικά ονομαστικά επιτόκια. Ας υποθέσουμε ότι έχουμε ένα ομόλογο, που έχει ένα χρόνο ακόμη να τρέξει ως τη λήξη και προσφέρει 7% ονομαστικό επιτόκιο (άρα για ονομαστική αξία ομολόγου, έστω, 1.000 ευρώ, ο ετήσιος τόκος θα είναι 70 ευρώ). Θέλω να πωλήσω αυτό το ομόλογο. Όμως συνεχώς στην αγορά εκδίδονται νέα ομόλογα. Αν τα επιτόκια στην αγορά έχουν ανεβεί και είναι, έστω, 9%, ο εκδότης ενός νέου ομολόγου, για να το καταστήσει ελκυστικό, θα πρέπει να προσφέρει 9% επίσης<sup>26</sup>.

Αρα για ονομαστική αξία ομολόγου 1.000 ευρώ, ο τόκος θα είναι 90 ευρώ. Άρα για να ενδιαφερθεί κάποιος να αγοράσει το δικό μου ομόλογο, που προσφέρει μόνο 7%, θα πρέπει η τιμή του δικού μου ομολόγου να πέσει - να μην είναι πια, ας πούμε, 1.000 ευρώ (όσο η ονομαστική του αξία), μα, με δεδομένο ότι ο τόκος, που το ομόλόγό μου προσφέρει, παραμένει στα 70 ευρώ, να γίνει η τιμή του 777,78 ευρώ, έτσι ώστε η απόδοση του ομολόγου μου να γίνει  $70/777,78 = 9\%$  (όση δηλ. και του νέου, ελκυστικότερου ομολόγου).

Συνεπώς, ο κανών είναι απλός: όταν ανεβαίνουν τα επιτόκια, πέφτουν οι τιμές των ομολόγων στη δευτερογενή αγορά και το αντίστροφο. Από την άλλη μεριά, αν το ομόλογο διακρατηθεί ως τη λήξη, τότε ο φέρων το ομόλογο εισπράττει την ονομαστική αξία του ομολόγου - με σιγουριά, αν ο εκδότης είναι το κράτος, με ολιγότερη σιγουριά (λόγω του κινδύνου της πτωχεύσεως), αν είναι ιδιώτης.

---

<sup>26</sup> Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπύλιας, 1996



## 1.2 Ευρωομόλογα<sup>27</sup>

Τα Ευρωομόλογα σε δολλάρια είναι η πιό διαδεδομένη μορφή εξέδωσης Ευρωομολογιών. Οι περισσότερες εκδόσεις Ευρωομολόγων πραγματοποιούνται από υψηλά βαθμολογούμενους εκδότες, με τους AAA και AA εκδότες να αποτελούν το 75% όλων των εκδόσεων. Η απόδοση στην οποία ένας δανειζόμενος αποκτά κεφάλαια εξαρτάται από τις συνθήκες της αγοράς και την πιστωτική αξιολόγηση του εκδότη, με τις κυβερνήσεις να μπορούν συνήθως να αποκτούν κεφάλαια με μικρότερο κόστος από επιχειρήσεις με την ίδια πιστωτική αξιολόγηση

Τα Ευρωομόλογα πληρώνουν σταθερά ποσοστά αποδόσεων με επαναπληρωμή του αρχικού κεφαλαίου μέχρι τη λήξη της διάρκειας λήξης. Η αγορά Ευρωομολογιών είναι κυρίως μία μεσαίας-διάρκειας δανειακή αγορά με την πλειοψηφία των εκδόσεων (περίπου 80%) να είναι κάτω από 10 έτη, με αρκετές μέσα στο διάστημα 5-7 έτη. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με την αγορά εγχώριων ομολόγων η οποία είναι κυρίως μία μεγαλύτερης διάρκειας αγορά με τους περισσότερους δανεισμούς να ποικίλουν από 10 έως 30 έτη. Τα περισσότερα Ευρωομόλογα εκδίδονται σε σταθερά ποσοστά και άλλα σε κυμαινόμενα<sup>28</sup>

## 1.3 Κατηγορίες ομολόγων<sup>29</sup>

Η αγορά ομολογιών αποτελείται από δάνεια ή χρεωστικά προϊόντα μακρύτερης διάρκειας από αυτά στην αγορά χρήματος. Περιλαμβάνει Κρατικά ομόλογα (Treasury notes and bonds), ομόλογα Κρατικών ταμείων (Federal agency debt), Διεθνή ομόλογα (International bonds), Εταιρικά ομόλογα (corporate bonds), Πολιτειακά ομόλογα (municipal bonds), και υποθήκες (mortgage securities). Αυτά τα ομολογιακά προϊόντα αποτελούν την σταθερού εισοδήματος αγορά κεφαλαίου, επειδή τα περισσότερα υπόσχονται μία σχετικά σταθερή ροή εισοδήματος με λίγο ή καθόλου κίνδυνο. Στην εφαρμογή τους όμως, η ροή κεφαλαίου δεν είναι τόσο σταθερή.

---

<sup>27</sup> Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπίλιας, 1996

<sup>28</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, "An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps", *Journal of Finance*, Issue 60, 2005

<sup>29</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες

Τα ομόλογα κατατάσσονται σε διάφορες κατηγορίες:

- **Ανάλογα με την ιδιότητα του εκδότη**, δηλαδή αν ο εκδότης είναι το

δημόσιο ή ιδιωτικές εταιρίες. Έτσι τα ομόλογα διακρίνονται σε κρατικά και εταιρικά, δημοτικά, υπερεθνικά η διεθνή.

- **Ανάλογα με τον Εκδότη**<sup>30</sup>

Κυβερνητικό ομόλογο (treasury bond)

Επιχειρηματικό ομόλογο (corporate bond)

Δημοτικό ομόλογο (municipal bond)

Υπερεθνικό ομόλογο (supranational bond)

- **Ανάλογα με το είδος του επιτοκίου**(τοκομερίδιο) που πληρώνουν

διακρίνονται σε σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου<sup>31</sup>.

- **Ανάλογα με τον τρόπο που ο επενδυτής εισπράττει τις αποδόσεις του**

ομολόγου, υπάρχουν ομόλογα με κουπόνι και ομόλογα χωρίς κουπόνι (zero coupon bonds).

- **Ανάλογα με την διάρκεια ζωής τους**<sup>32</sup>, υπάρχουν ομόλογα διάρκειας μερικών μηνών έως και ομόλογα που δεν έχουν λήξη (διηνεκείς ομολογίες) όπου το κουπόνι καταβάλλεται από τον εκδότη επ' άπειρο. Τα ομόλογα λαμβάνουν πιστοληπτική αξιολόγηση η οποία εξαρτάται από την οικονομική φερεγγυότητα των εκδοτών, καθώς και από την ικανότητα εξόφλησης των οφειλών τους. Το έργο της αξιολόγησης των εκδοτών αναλαμβάνουν εξειδικευμένοι διεθνείς οίκοι ( *S & P, Moody's, Fitch* ). Ανάλογα με την πιστοληπτική αξιολόγηση που λαμβάνει ένα ομόλογο κατηγοριοποιείται σε

---

<sup>30</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, "An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps", *Journal of Finance*, Issue 60, 2005

<sup>31</sup> Νικόλαος. Φίλιππας, Επενδύσεις, Εκδόσεις: Λογосоφία, 2005

<sup>32</sup> Νικόλαος. Φίλιππας, Επενδύσεις, Εκδόσεις: Λογосоφία, 2005

υψηλής φερεγγυότητας (investment bonds), (βαθμολόγηση AAA – BBB από S & P) και χαμηλής φερεγγυότητας / επισφαλές ομόλογο (junk bond) (βαθμολόγηση από BB - C από S & P). Η πιστοληπτική ικανότητα των ομολόγων είναι άμεσα συνδεδεμένη με την απόδοσή τους. Τα ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας έχουν υψηλότερη απόδοση 1 (yield) σε σχέση με αυτή των ομολόγων καλύτερης πιστοληπτικής ικανότητας

- **Αναλόγως με το κουπόνι και το είδος των πληρωμών**
- **Ομόλογα που διαπραγματεύονται με έκπτωση από την ονομαστική τους αξία και πραγματοποιούν μόνο μια καταβολή κεφαλαίου στην λήξη τους (αγγλικά: discount securities)<sup>33</sup>**

- ο Έντοκο γραμμάτιο (αγγλικά: treasury bill)

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

- ο Ομόλογο μηδενικού επιτοκίου (Zero coupon bond)

Ομόλογα που δεν προβλέπουν ενδιάμεσες πληρωμές κουπονιών. Συνήθως έχουν διάρκεια από 1 έως 3 χρόνια<sup>34</sup>.

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

---

<sup>33</sup> Νικόλαος. Φίλιππας, Επενδύσεις, Εκδόσεις: Λογосоφία, 2005

<sup>34</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, “An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *Journal of Finance*, Issue 60, 2005

- **Ομόλογα που πραγματοποιούν πολλές περιοδικές πληρωμές τοκομεριδίων πριν την λήξη τους και μία τελική πληρωμή κεφαλαίου** (αγγλικά: coupon bonds)

#### I. Σταθερού επιτοκίου<sup>35</sup> (αγγλικά: fixed coupon)

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

#### II. Κυμαινόμενου επιτοκίου (αγγλικά: floating rate note)

Πρόκειται για ομόλογα στα οποία το επιτόκιο κάθε περιόδου (από κουπόνι σε κουπόνι) αναπροσαρμόζεται με βάση κάποιον δείκτη, κάποιο δηλαδή επιτόκιο βάσης. Επί του επιτοκίου αυτού υπάρχει συνήθως ένα περιθώριο (spread) που αντιπροσωπεύει ένα είδος ασφαλιστρου και εξαρτάται από την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη και την διάρκεια του ομολόγου<sup>36</sup>. Η τακτικότητα των πληρωμών, των τοκομεριδίων ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου είναι ανά τρίμηνο, ανά εξάμηνο ή ανά χρόνο, ανάλογα με την συχνότητα του επιτοκίου βάσης. Για παράδειγμα ένα 7ετές ομόλογο του Ελληνικού δημοσίου κυμαινόμενου επιτοκίου, φέρει τοκομερίδιο που για κάθε περίοδο ισούται με το επιτόκιο του ετησίου εντόκου γραμματίου που ισχύει κατά την ημέρα ανανέωσης του τοκομεριδίου συν κάποιο περιθώριο. Στις ευρωαγορές σαν επιτόκιο αναφοράς χρησιμοποιείται συχνά το 6μηνο Euribor. Με την αγορά ενός ομολόγου κυμαινόμενου επιτοκίου ο επενδυτής εξασφαλίζει για μια μακροχρόνια επένδυση επιτόκια κοντά στις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς<sup>37</sup>.

#### III. Τιμαριθμοποιημένα (ομόλογα συνδεδεμένα με κάποιο δείκτη)

Πρόκειται για πιο εξειδικευμένες εκδόσεις ομολόγων. Φέρουν μεν σταθερό επιτόκιο, αλλά προκειμένου να υπολογιστεί η αξία του τοκομεριδίου λαμβάνεται υπόψη μια μεταβαλλόμενη ονομαστική αξία. Χρησιμοποιείται γι' αυτό κάποιος δείκτης με βάση

<sup>35</sup> Νικόλαος. Φίλιππας, *Επενδύσεις, Εκδόσεις: Λογосоφία, 2005*

<sup>36</sup> Engle, R. and C. Granger, "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica* 55, 1987

<sup>37</sup> Νικόλαος. Φίλιππας, *Επενδύσεις, Εκδόσεις: Λογосоφία, 2005*

τον οποίο αναπροσαρμόζεται η αξία επί της οποίας εφαρμόζεται το σταθερό επιτόκιο. Τέτοια κυβερνητικά ομόλογα χρησιμοποιούν συχνά τον δείκτη του πληθωρισμού. Έτσι παρέχουν προστασία στους επενδυτές από μια άνοδο του πληθωρισμού ή εξασφαλίζουν μια ελάχιστη σταθερή απόδοση σε περίπτωση αρνητικής μεταβολής αυτού. Εταιρείες εκδίδουν συνήθως ομόλογα συνδεδεμένα με τον δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου.

#### IV. Ομόλογα με δικαίωμα ανάκλησης ή πρόωρης εξόφλησης

Επίσης εξειδικευμένες εκδόσεις ομολόγων. Διαφέρουν από τα απλά ομόλογα ως προς το ότι ενσωματώνουν δικαιώματα αγοράς τους από τον εκδότη τους πριν την λήξη τους, ή δικαιώματα πώλησης από τον κάτοχό τους στον εκδότη πριν τη λήξη τους, σε προκαθορισμένες τιμές και χρονικές στιγμές<sup>38</sup>.

#### **Αναλόγως τη διεθνή διάσταση και υπόσταση**

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

#### **Αναλόγως με το πως καταγράφεται ο κάτοχος**

- Ανώνυμο ομόλογο
- Ονομαστικό ομόλογο
- Άυλο ομόλογο

#### **Ομολογίες που εκδίδονται σε ξένο νόμισμα και τύποι μερικών**

Ορισμένες εταιρείες, τράπεζες, κυβερνήσεις κτλ. μπορούν να αποφασίσουν να εκδώσουν ομόλογα σε ξένα νομίσματα, διότι μπορεί να φαίνεται να είναι πιο σταθερά και προβλέψιμα από το εθνικό τους νόμισμα. Η έκδοση ομολόγων σε ξένο νόμισμα, δίνει επίσης στους εκδότες τη δυνατότητα πρόσβασης σε επενδυτικά κεφάλαια διαθέσιμα σε ξένες αγορές<sup>39</sup>. Τα έσοδα από την έκδοση των ομολόγων αυτών

---

<sup>38</sup> Νικόλαος. Φίλιππας, Επενδύσεις, Εκδόσεις: Λογосоφία, 2005

<sup>39</sup> Engle, R. and C. Granger, "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica* 55, 1987

μπορούν να χρησιμοποιηθούν από εταιρίες για να μπορέσουν να έχουν πρόσβαση σε ξένες αγορές, ή μπορεί να θέλουν να τα μετατρέψουν στο τοπικό νόμισμα τους για να χρησιμοποιηθούν σε υφιστάμενες δραστηριότητες μέσω της χρήσης των ξένων φράχτών ανταλλαγής νομισμάτων. Ξένα ομόλογα εκδοτών μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση συναλλαγματικών κινδύνων. Ορισμένα ξένα ομόλογα είναι γνωστά από τα παρατσούκλια τους, όπως το "ομόλογο σαμουράι." Αυτά μπορούν να εκδίδονται από ξένους εκδότες που επιθυμούν να διαφοροποιήσουν τη βάση των επενδυτών τους από τις εγχώριες αγορές. Αυτές οι εκδόσεις ομολόγων κατά γενικό κανόνα, διέπονται από το δίκαιο της αγοράς της έκδοσης, για παράδειγμα, ένα ομόλογο σαμουράι, που εκδίδεται από έναν επενδυτή με έδρα την Ευρώπη, θα διέπεται από την ιαπωνική νομοθεσία. Τα ακόλουθα ομόλογα δεν περιορίζονται όλα για αγορά από τους επενδυτές στην χώρα-αγορά της έκδοσης τους. Ορισμένα είναι<sup>40</sup> :

- Yankee ομόλογο, εκδίδεται σε δολάρια ΗΠΑ , που εκδίδεται από χώρα εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής για της ΗΠΑ
- Καγκουρό ομόλογο, εκδίδεται σε δολάρια Αυστραλίας , και εκδίδεται από χώρα εκτός της Αυστραλίας για την Αυστραλία
- Σαμουράι ομόλογο, εκδίδεται σε γιέν , και εκδίδεται από χώρα εκτός της Ιαπωνίας για την Ιαπωνία
- Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου (Τράπεζα της Ελλάδος )
- Πάντα ομόλογο, εκδίδεται σε κινεζικό νόμισμα , και εκδίδεται από χώρα εκτός της Λαϊκής Δημοκρατίας της Κίνας για την Λαϊκής Δημοκρατίας της Κίνας
- Ομόλογα Ευρωδολαρίων , ένα ομόλογο σε χρηματική μονάδα έκδοσης δολάρια Αμερικής που εκδίδεται από χώρα εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής

Κρατικά ομόλογα (Treasury notes and bonds)<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> Engle, R. and C. Granger, "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica* 55, 1987

<sup>41</sup> Νικόλαος. Φίλιππας, Επενδύσεις, Εκδόσεις: Λογосоφία, 2005

Είναι υποχρεώσεις του κράτους με διάρκεια από 1 έως 10 χρόνια για T-notes και 10 έως 30 χρόνια για τα T-bonds.

#### Ομόλογα κρατικών ταμείων (Federal agency debt)<sup>42</sup>

Είναι ομολογίες που εκδίδουν κρατικά ταμεία όπως: Federal Home Loan Bank (FHLB), Federal National Mortgage Association (FNMA ή Fannie Mae), Government National Mortgage Association (GNMA ή Ginnie Mae) και Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC ή Freddie Mac). Παρόλο που το χρέος των federal agencies δεν είναι άμεσα εγγυημένο από το κράτος, είναι σίγουρο πως το κράτος θα βοηθήσει το ταμείο αν είναι στα όρια της χρεωκοπίας.

Επομένως, αυτά τα χρηματοοικονομικά προϊόντα θεωρούνται αρκετά ασφαλή, και η παραπάνω απόδοσή τους από τα Κρατικά χρεόγραφα (Treasury securities) είναι μικρή.

#### Διεθνή ομόλογα (International bonds)

Ένα Eurobond είναι ένα ομόλογο σε άλλο νόμισμα από αυτό της χώρας στην οποία εκδόθηκε.

#### Πολιτειακά ομόλογα (Municipal bonds)

Εκδίδονται είτε από το κράτος είτε από κάθε πολιτεία. Είναι το ίδιο με τα Κρατικά ομόλογα, με τη διαφορά ότι οι τόκοι εκπίπτουν της κρατικής φορολογίας.

#### Εταιρικά ομόλογα (Corporate bonds)<sup>43</sup>

Είναι τα μέσα που οι εταιρείες δανείζονται χρήματα απευθείας από το επενδυτικό κοινό. Αυτά τα ομόλογα έχουν την ίδια δομή με τα Κρατικά ομόλογα στο ότι πληρώνουν το κουπόνι κάθε 6 μήνες και επιστρέφουν την ονομαστική αξία (face

---

<sup>42</sup> Νικόλαος. Φίλιππας, Επενδύσεις, Εκδόσεις: Λογосоφία, 2005

<sup>43</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, “An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *Journal of Finance*, Issue 60, 2005

value) στον κάτοχο στο τέλος της διάρκειας της ομολογίας. Διαφέρουν με τα Κρατικά ομόλογα στο ότι δεν εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο. Χωρίζονται σε<sup>44</sup>

- ασφαλή ομόλογα (secured bonds), με συγκεκριμένη ρήτρα ασφαλείας σε περίπτωση χρεωκοπίας ,
- μη-ασφαλή ομόλογα (unsecured bonds ή debentures), τα οποία δεν έχουν ρήτρα ασφαλείας, και (subordinated debentures) τα οποία έχουν χαμηλή προτεραιότητα σε περίπτωση εκκαθάρισης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας σε χρεωκοπία.

Μερικές φορές, τα εταιρικά ομόλογα έρχονται με δικαιώματα προαίρεσης (options). Τα callable bonds δίνουν στην εταιρεία το δικαίωμα να επαναγοράσουν την ομολογία από τους κατόχους της σε μία συγκεκριμένη τιμή. Τα convertible bonds δίνουν στον κάτοχό τους το δικαίωμα να μετατρέψουν κάθε ομόλογο σε μετοχές.

#### Υποθήκες (Mortgages and Mortgage-backed securities)

Οι υποθήκες έχουν σταθερό επιτόκιο για όλη τη διάρκειά τους που είναι από 15 έως 30 χρόνια, με ίσες και σταθερές ταμειακές ροές. Τα σχετιζόμενα με την υποθήκη προϊόντα (mortgage-backed securities) είναι είτε τίτλοι ιδιοκτησίας απο ένα σύνολο ακινήτων είτε μια υποχρέωση που έχει εγγυηση από αυτό το σύνολο.

### **1.4 Η αποτίμηση ομολόγων<sup>45</sup>**

Ένας χρηματοοικονομικός τίτλος (ή προϊόν) λέγεται «δομημένος» ή «σύνθετος» όταν συνδυάζει επιμέρους προϊόντα, συνήθως ομόλογα και παράγωγα, σ' ένα ενιαίο πακέτο, που επιτρέπει στον επενδυτή (τον αγοραστή) να «στοιχηματίζει» γύρω απ' το πώς θα κινηθούν οι τιμές μετοχών, εμπορευμάτων ή δεικτών. Φυσικά η έννοια του «στοιχήματος» εδώ είναι σχετική, σε τέτοιο βαθμό που ο επενδυτής δεν έχει δυνατότητα να παρακολουθεί τι ακριβώς κάνει με τα χρήματά του ο εκδότης ή ο διαχειριστής του τίτλου – γι' αυτό και είναι δύσκολη η αποτίμηση δομημένων τίτλων,

<sup>44</sup> Νικόλαος. Φίλιππας, Επενδύσεις, Εκδόσεις: Λογосоφία, 2005

<sup>45</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, "An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps", *Journal of Finance*, Issue 60, 2005



σε σημείο ώστε αν κάποιος θέλει να πωλήσει έναν τέτοιο τίτλο δευτερογενώς να είναι σχεδόν βέβαιο ότι ελλείψει επακριβούς αποτιμήσεως, ο όποιος αγοραστής θα πιέσει για σημαντική έκπτωση χάριν εξασφάλισέως του. Παραδείγματα δομημένων τίτλων<sup>46</sup>

- Το ομόλογο προστασίας κεφαλαίου (ΟΠΚ), ή principal-protected note. Τούτο εγγυάται την καταβολή του αρχικού κεφαλαίου στη λήξη, αλλά και ένα μέρος της πιθανής αποδόσεως του ομολόγου: αυτή η απόδοση μπορεί να είναι, π.χ., το 80% της αυξήσεως κάποιου καθορισμένου χρηματιστηριακού δείκτη (να η έννοια του στοιχήματος). Πιο σύνθετα προϊόντα μπορεί να συνδέονται με κινήσεις τιμών εμπορευμάτων ή νομισμάτων<sup>47</sup>.
- Το ομόλογο ενισχυμένης αποδόσεως (ΟΕΑ) ή return-enhanced note. Αυτό δεν εγγυάται μεν το κεφάλαιο, αλλά μπορεί να υπόσχεται διπλή ή τριπλή την απόδοση κάποιου επιλεγμένου δείκτη μέχρι ενός καθορισμένου σημείου (δηλ. αν ο δείκτης, π.χ., του X.A. ανέβει κατά 25% από την έναρξη του ΟΕΑ, τότε το ομόλογο θα δώσει 50% ή 75% στον επενδυτή). Στην περίπτωση αυτή βλέπουμε γιατί είναι τόσο δύσκολη η αποτίμηση δομημένων προϊόντων: ένας που θα θελήσει να πωλήσει ένα ΟΕΑ όταν ο δείκτης X.A. έχει φθάσει μόλις στο 15%, θα αντιμετωπίσει έναν αγοραστή, που προφανώς θα βασίσει την αποτίμηση του ομολόγου στην ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ εντός χρονικού ορίζοντος X ο δείκτης να φθάσει το 25% από την έναρξη του ΟΕΑ – και όλες αυτές οι πιθανότητες είναι υποκειμενικές.
- Το ομόλογο συνδεδεμένο με τον πληθωρισμό ή inflation-linked note. Ένα τέτοιο προϊόν θα μπορούσε, σε αντίθεση με τα προαναφερθέντα, που πληρώνουν μια και καλή, να παρέχει ένα μηνιαίο εισόδημα βάσει της πορείας του δείκτη τιμών καταναλωτή.
- Η JP Morgan τελευταία επώλησε ΟΠΚ 5ετούς διάρκειας, που είχε συνδέσει με ένα καλάθι αμερικανικών, ευρωπαϊκών και ιαπωνικών μετοχών. Τα ομόλογα διατέθηκαν σε μονάδες των \$1.000 και περιελάμβαναν προμήθεια \$59,39, ήτοι 6% σχεδόν.

---

<sup>46</sup> Engle, R. and C. Granger, “Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing”, *Econometrica* 55, 1987

<sup>47</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, “An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *Journal of Finance*, Issue 60, 2005

- Ο συνδυασμός ομολόγου σταθερού εισοδήματος, διάρκειας μηνών ή και πολλών ετών, που αποδίδει τόκο είτε περιοδικά είτε στη λήξη, με ένα συμβόλαιο, που καθορίζει την αξία του αρχικού κεφαλαίου στη λήξη, σύμφωνα με την τιμή κάποιου χρηματιστηριακού ή εμπορευματικού δείκτη ή συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ένας τέτοιος συνδυασμός παρέχεται απ' τον λεγόμενο αντιστρόφως μεταβλητό τίτλο (AMT) ή reverse-convertible security<sup>48</sup>.

Πρόκειται για ένα βραχυπρόθεσμο τίτλο συνδεδεμένο με κάποια μετοχή. Ο επενδυτής λαμβάνει περιοδικά τον τόκο (με το επιτόκιο να 'ναι συνήθως υψηλότερο από άλλα βραχυπρόθεσμα προϊόντα της αγοράς), ενώ στη λήξη λαμβάνει ή το 100% του αρχικού του κεφαλαίου (αν η αξία της μετοχής στη λήξη είναι ίση ή μεγαλύτερη απ' την αξία στην έναρξη) ή έναν προκαθορισμένο αριθμό τεμαχίων από τη συνδεδεμένη μετοχή, αν η αξία της στη λήξη είναι μικρότερη από την αξία στην έναρξη (οπότε και ο επενδυτής παίρνει μέρος μόνο του αρχικού του κεφαλαίου)<sup>49</sup>.

Δεδομένου ότι ο προκαθορισμένος αριθμός μετοχών καθορίζεται ως το πηλίκον του ποσού επενδύσεως διά της αρχικής αξίας της μετοχής, είναι προφανές πως, αν η αξία στη λήξη είναι μικρότερη, ο επενδυτής θα πάρει μεν τον προκαθορισμένο αριθμό μετοχών, αλλά η συνολική τους αξία θα 'ναι μικρότερη από το επενδυθέν κεφάλαιο. Σε αυτό το «στοιχηματικό» προϊόν το προφανές όφελος είναι το μεγαλύτερο επιτόκιο.

Πέραν του προβλήματος των μεγάλων προμηθειών και της δυσκολίας μεταπωλήσεως, άλλα προβλήματα δομημένων προϊόντων είναι, πρώτον, το ότι συνήθως οι αγοραστές τους δεν λαμβάνουν μερίσματα από τις μετοχές, των οποίων τις τιμές κάποια δομημένα προϊόντα παρακολουθούν –ενώ αν οι αγοραστές αυτοί είχαν επενδύσει ευθέως σε αυτές θα ελάμβαναν μερίσματα (τα οποία και αποτελούν πολύ μεγάλο μέρος της ολικής αποδόσεως από την επένδυση σε μετοχές). Δεύτερον, συχνά η πληρωμή του όποιου ωφελήματος από ένα δομημένο προϊόν λαμβάνει χώρα σε συγκεκριμένη ημερομηνία<sup>50</sup>. Αν όμως σημειωθεί πτώση του συνδεδεμένου δείκτη ακριβώς πριν από την ημερομηνία αυτή, ο επενδυτής μπορεί να ζημιωθεί σημαντικά.

<sup>48</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, “An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *Journal of Finance*, Issue 60, 2005

<sup>49</sup> Engle, R. and C. Granger, “Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing”, *Econometrica* 55, 1987

<sup>50</sup> Zhou R., “Bond Implied CDS Spread and CDS-Bond Basis”, *Working Paper*, August 2008

## 1.5 Απόδοση ομολόγων

### Η επένδυση σε ομόλογα <sup>51</sup>

Τα ομόλογα αγοράζονται και διακινούνται κυρίως από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως οι κεντρικές τράπεζες, τα κρατικά επενδυτικά ταμεία, συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρείες και τράπεζες<sup>52</sup>. Οι ομολογίες γενικά θεωρούνται απο τις ασφαλέστερες επενδύσεις, αλλά αυτή η αντίληψη είναι μόνο εν μέρει σωστή.

- Επένδυση σε ομόλογα μικρής και μέσης διάρκειας.
- Επένδυση σε ομόλογα με διαφορετική ημερομηνία λήξης. (laddered portfolio, δηλαδή κάθε βαθμίδα της κλίμακας αποτελείται από ομόλογα με διαφορετική ημερομηνία λήξης, από 1 χρόνο μέχρι 10 χρόνια). Με τη λήξη ενός ομολόγου 1 χρόνου γίνεται επανεπένδυση σε γραμμάτιο λήξης 10 χρόνων. Σαν αποτέλεσμα υπάρχει σταθερό ετήσιο εισόδημα για επανεπένδυση, ανεπηρέαστο από τις μεταβολές των επιτοκίων μια και η κατανομή του κεφαλαίου είναι σε ομόλογα διαφορετικών αποδόσεων<sup>53</sup>.
- Επένδυση σε ομολογιακό αμοιβαίο κεφάλαιο, έτσι υπάρχει ωφέλεια από όλα τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Σημαντικό είναι ότι η ρευστοποίηση ενός ομολογιακού κεφαλαίου είναι πιο εύκολη από την ρευστοποίηση των ομολόγων<sup>54</sup>

### Καμπύλες απόδοσης ομολόγων

Θα συνοψίσουμε τους βασικούς ορισμούς των καμπύλων απόδοσης ομολόγων σε μια πιο αναλυτική παρουσίαση για τις καμπύλες απόδοσης και τις μεθόδους

---

<sup>51</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, “An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *Journal of Finance*, Issue 60, 2005

<sup>52</sup> Engle, R. and C. Granger, “Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing”, *Econometrica* 55, 1987

<sup>53</sup> Μπιτζένης Π. Αριστείδης, Παγκοσμιοποίηση, πολυεθνικές, Επενδύσεις και Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση στο νέο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2009

<sup>54</sup> Zhou R., “Bond Implied CDS Spread and CDS-Bond Basis”, *Working Paper*, August 2008

υπολογισμού που υπάρχουν<sup>55</sup>. Η τιμή ενός ομολόγου είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματορροών του: όπου  $P$  είναι η τιμή του ομολόγου (συμπεριλαμβανομένων των δεδουλευμένων τόκων),  $\delta(t)$  η συνάρτηση προεξόφλησης,  $C$  η περιοδική πληρωμή των τοκομεριδίων σε χρόνο  $t_i: i=1, \dots, m$  και  $R$  η πληρωμή του αρχικού κεφαλαίου στη λήξη  $tm$ . Η συνάρτηση προεξόφλησης υπολογίζει την παρούσα αξία ενός ποσού σε μια μελλοντική χρονική στιγμή και ισούται με όπου  $z(t)$  είναι η προθεσμιακή απόδοση για χρόνο  $t$ . Η απόδοση στη λήξη ενός ομολόγου είναι το μοναδικό επιτόκιο που προεξοφλεί τις μελλοντικές χρηματορροές του στην παρούσα τιμή του<sup>56</sup>:

Η απόδοση  $z(tm)$  εφαρμόζεται σε όλες τις περιόδους έως τη λήξη  $tm$ , έτσι μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι μια μέση απόδοση. Αν οι παράγοντες προεξόφλησης  $\delta(t_i)$  ή οι αντίστοιχες αποδόσεις  $z(tm)$  είναι γνωστές, τότε μπορούμε να υπολογίζουμε τις συνεπαγόμενες μελλοντικές αποδόσεις, δηλαδή τις αποδόσεις μιας μεμονωμένης περιόδου με μελλοντική έναρξη και λήξη. Συνήθως είναι βολικό να θεωρούμε ότι η προεξόφληση υπολογίζεται σε απειροστές περιόδους. Σε αυτή την περίπτωση η συνάρτηση προεξόφλησης ορίζεται ως μια συνεχής συνάρτηση στιγμιαίων μελλοντικών αποδόσεων<sup>57</sup>:

Ο όρος «καμπύλη απόδοσης» είναι αρκετά γενικός και αφορά μια καμπύλη που περιγράφει τη διαχρονική δομή των επιτοκίων. Μεταξύ άλλων, περιλαμβάνει την καμπύλη προθεσμιακών αποδόσεων, τη συνάρτηση στιγμιαίων μελλοντικών αποδόσεων και τη συνάρτηση προεξόφλησης. Στο παρόν άρθρο θα χρησιμοποιήσουμε τον όρο «καμπύλη απόδοσης ομολόγων» για την καμπύλη των προθεσμιακών αποδοσεων  $z(t)$ .

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η απόδοση των ομολόγων διάρκειας δέκα (10) ετών, που εκδίδει το Γερμανικό Δημόσιο έχει καθιερωθεί ως σημείο αναφοράς για τα ίδιας διάρκειας ομόλογα έκδοσης του Δημοσίου των υπολοίπων κρατών μελών της. Η διαφορά της απόδοσης των εν λόγω ομολόγων αντανακλά το κόστος δανεισμού του Δημοσίου του κράτους μέλους έκδοσης σε σχέση με αυτό του Γερμανικού Δημοσίου,

<sup>55</sup> Zhou R., “Bond Implied CDS Spread and CDS-Bond Basis”, *Working Paper*, August 2008

<sup>56</sup> Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Αμοιβαία κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Ιδιωτική έκδοση: Ελευθερουδάκης, 2010

<sup>57</sup> Zhou R., “Bond Implied CDS Spread and CDS-Bond Basis”, *Working Paper*, August 2008

στο οποίο ενσωματώνεται, μεταξύ άλλων, και η διαφορά του κινδύνου χώρας (country risk)<sup>58</sup>.

Οι αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων του Γερμανικού Δημοσίου και των αντίστοιχων του Ελληνικού Δημοσίου, όπως διαμορφώθηκαν την προηγούμενη εργάσιμη ημέρα κατά το κλείσιμο των αγορών (31/01/2013) και η μεταξύ τους διαφορά έχουν ως εξής:

Απόδοση 10-ετούς ομολόγου Γερμανικού Δημοσίου:	1,693%
Απόδοση 10-ετούς ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου:	10,62%
Διαφορά:	8,93 %

<b>Μέση διαφορά απόδοσης μεταξύ του Ελληνικού 10ετούς ομολόγου αναφοράς και του αντίστοιχου Γερμανικού (Bund)</b>												
<b>Μέση μηνιαία διαφορά</b>												
	<b>ΙΑΝ</b>	<b>ΦΕΒ</b>	<b>ΜΑΡ</b>	<b>ΑΠΡ</b>	<b>ΜΑΪ</b>	<b>ΙΟΥΝ</b>	<b>ΙΟΥΛ</b>	<b>ΑΥΓ</b>	<b>ΣΕΠ</b>	<b>ΟΚΤ</b>	<b>ΝΟΕ</b>	<b>ΔΕΚ</b>
<b>2011</b>	827	862	919	1049	1281	1371	1335	-	1591	-	-	-
<b>2010</b>	273	327	311	474	514	647	770	832	824	820	897	906
<b>2009</b>	250	254	280	232	179	179	151	118	127	133	156	226

*Πηγή: Τραπεζα της Ελλάδος, Εξελίξεις στην αγορά ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου.*

<b>Μέση ετήσια διαφορά</b>											
	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Μέσος Όρος (μ.β.)</b>	83,84	48,15	31,52	16,74	18,8	20,11	29,64	27,19	74,50	190,41	633

<sup>58</sup> Μπιτζένης Π. Αριστείδης, Παγκοσμιοποίηση, πολυεθνικές, Επενδύσεις και Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση στο νέο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2009

## Κεφάλαιο Δεύτερο

### Έννοια του πιστωτικού κινδύνου

#### 2.1 Μορφή κινδύνων- κίνδυνοι <sup>59</sup>

Η απελευθέρωση των αγορών, η απομάκρυνση από παραδοσιακές εργασίες, ο έντονος ανταγωνισμός, οι μεγάλες διακυμάνσεις των επιτοκίων, των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των χρηματιστηριακών τιμών, των εμπορευματικών τιμών και οι αυξημένοι πιστωτικοί κίνδυνοι, η εμπλοκή των τραπεζών στην προσφορά και διαχείριση σύνθετων και πολύπλοκων χρηματοοικονομικών προϊόντων με στοιχεία παραγών, η πολυπλοκότητα της εκκαθάρισης, λογιστικοποίησης, διακανονισμού και παρακολούθησης των παραπάνω συναλλαγών, δημιούργησαν νέες συνθήκες στις τραπεζικές εργασίες και άλλαξαν ριζικά τη φύση και το σκοπό της τραπεζικής διαχείρισης από παθητική σε ενεργητική.

Το διεθνές τραπεζικό σύστημα υπόκειται, κατά συνέπεια, σε νέους και αυξημένους κινδύνους. Ουσιαστικά, ο κύριος σκοπός και καθήκον των Διοικήσεων των τραπεζών σήμερα είναι να ασκούν αποτελεσματική διαχείριση των κινδύνων που αναλαμβάνουν, κινδύνων πιστωτικών, ρευστότητας, επιτοκίου, συναλλάγματος, αγοράς, διακανονισμού και πληρωμών, νομικών και φήμης, ενώ η αξιολόγηση της κερδοφορίας των τραπεζών πρέπει να γίνεται με κύριο κριτήριο τα κέρδη ανά μονάδα κινδύνου, που αναλαμβάνουν.

Στους νέους κινδύνους, στους οποίους υπόκεινται οι τράπεζες, έχει την αφετηρία της και η διεθνής προσπάθεια των εποπτικών Αρχών για προληπτική εποπτεία των τραπεζών σε ενιαία βάση<sup>60</sup>.

Οι εποπτεύουσες τις τράπεζες Αρχές και, κυρίως, οι Κεντρικές Τράπεζες διαμόρφωσαν ένα νέο αυστηρό θεσμικό πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων από τα πιστωτικά ιδρύματα. Η τραπεζική εποπτεία έγινε πιο αυστηρή. Συγκεκριμένα, στην

<sup>59</sup> Zhou R., “Bond Implied CDS Spread and CDS-Bond Basis”, *Working Paper*, August 2008

<sup>60</sup> Μπιτζένης Π. Αριστείδης, Παγκοσμιοποίηση, πολυεθνικές, Επενδύσεις και Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση στο νέο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2009

Ευρωπαϊκή Ένωση έχει διαμορφωθεί ένα σύνθετο πλαίσιο εποπτείας του τραπεζικού τομέα με την έκδοση σειράς Οδηγιών που έχουν ενσωματωθεί στο εθνικό δίκαιο κάθε χώρας. Οι κυριότερες Οδηγίες είναι οι ακόλουθες<sup>61</sup>:

- Η πρώτη και η δεύτερη Συντονιστική Οδηγία, που καθιερώνουν το ενιαίο ελάχιστο πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών στην Ευρωπαϊκή Ένωση.
- Η Οδηγία για την επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών.
- Η Οδηγία για το συντελεστή φερεγγυότητας και την κάλυψη των πιστωτικών κινδύνων.
- Η Οδηγία για την καθιέρωση ενιαίου λογιστικού σχεδίου.
- Η Οδηγία για την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε ενοποιημένη βάση.
- Η Οδηγία για τον περιορισμό μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων.
- Η Οδηγία για την καθιέρωση συστήματος εγγύησης των καταθέσεων.
- Η Οδηγία για την ανάγκη ιδίων κεφαλαίων για κάλυψη κινδύνων πέραν των πιστωτικών (κίνδυνοι αγοράς: επιτοκίου, συναλλαγματικός, χρηματιστηριακός, ρευστότητας).
- Η Οδηγία για παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε ενιαία βάση (χρηματιστηριακές εταιρείες, Σύμβουλοι επενδύσεων κλπ.).
- Η Οδηγία για τη διαχείριση κινδύνων αγοράς.

Η αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου, του κινδύνου αγοράς, του λειτουργικού κινδύνου με αυστηρό τρόπο είναι από τα πιο σημαντικά θέματα για τις τράπεζες. Οι κίνδυνοι αυτοί δεν νοείται σε καμιά περίπτωση να αποσταθεροποιούν ή και να υπονομεύουν την φερεγγυότητα και την αξιοπιστία των τραπεζών<sup>62</sup>.

Είναι δε γεγονός ότι αν διασαλευθεί η εμπιστοσύνη του κοινού στις τράπεζες, οι αλυσιδωτές αρνητικές επιδράσεις που θα εκδηλωθούν μπορούν να υπονομεύσουν τη σταθερότητα του συστήματος και της οικονομίας, παρασύροντας σε κρίση όχι μόνο κάποια προβληματικά πιστωτικά ιδρύματα, αλλά και υγιείς τράπεζες λόγω της

---

<sup>61</sup> Zhou R., “Bond Implied CDS Spread and CDS-Bond Basis”, *Working Paper*, August 2008

<sup>62</sup> Μπιτζένης Π. Αριστείδης, Παγκοσμιοποίηση, πολυεθνικές, Επενδύσεις και Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση στο νέο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2009

κρίσης ρευστότητας που μπορεί να προκληθεί. Γι' αυτό είναι ακρογωνιαίος λίθος της σταθερότητας του συστήματος η αποτελεσματική εσωτερική και εξωτερική εποπτεία.

Για παράδειγμα, η νέα Οδηγία Basel II δε στοχεύει μόνο στη διασφάλιση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών έναντι της έκθεσής τους στους κινδύνους, που έχουν αναλάβει, κυρίως πιστωτικούς, αλλά επιπροσθέτως απαιτεί από τις τράπεζες να διαχειρίζονται τους κινδύνους αποτελεσματικά και να αιτιολογούν τους κινδύνους που έχουν αναλάβει<sup>63</sup>.

Ο σκοπός και η σημασία της Οδηγίας Basel II (New Basel Capital Accord) περιγράφεται από σειρά διατάξεων, που θα βοηθήσουν το τραπεζικό σύστημα να γίνει ασφαλέστερο και αποτελεσματικότερο<sup>64</sup>. Η δεύτερη μεγάλη ενότητα πρόσφατης παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο εποπτικό πλαίσιο των τραπεζών και των λοιπών συμμετεχόντων στην κεφαλαιαγορά είναι η οδηγία με το ακρωνύμιο **MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)**.

Η MiFID είναι νόμος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που προτείνει έναν εναρμονισμένο ρυθμιστικό κανόνα των επενδυτικών υπηρεσιών μεταξύ των 30 χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (27 χώρες μέλη συν Ισλανδία, Νορβηγία και Λιχτενστάιν). Οι δύο κυρίως στόχοι της Οδηγίας είναι:

- να αυξήσει τον ανταγωνισμό στις κεφαλαιαγορές, ακόμα και με τη δημιουργία εναλλακτικών χρηματιστηρίων,
- να ενισχύσει την προστασία των επενδυτών και τη διαφάνεια των συναλλαγών.

Η εφαρμογή της τέθηκε σε ισχύ την 1η Νοεμβρίου 2007, αντικαθιστώντας την Investment Services Directive (Directive 93/22/EEC). Επιπροσθέτως, οι τράπεζες εκτός της «εξωγενούς εποπτείας», που τους επιβάλλεται από τις εποπτικές Αρχές, έχουν αναπτύξει την εσωτερική εποπτεία και τους εσωτερικούς ελέγχους, που αποτελούνται από εσωτερικούς μηχανισμούς παρακολούθησης και διαχείρισης του συνόλου των κινδύνων που αναλαμβάνουν.

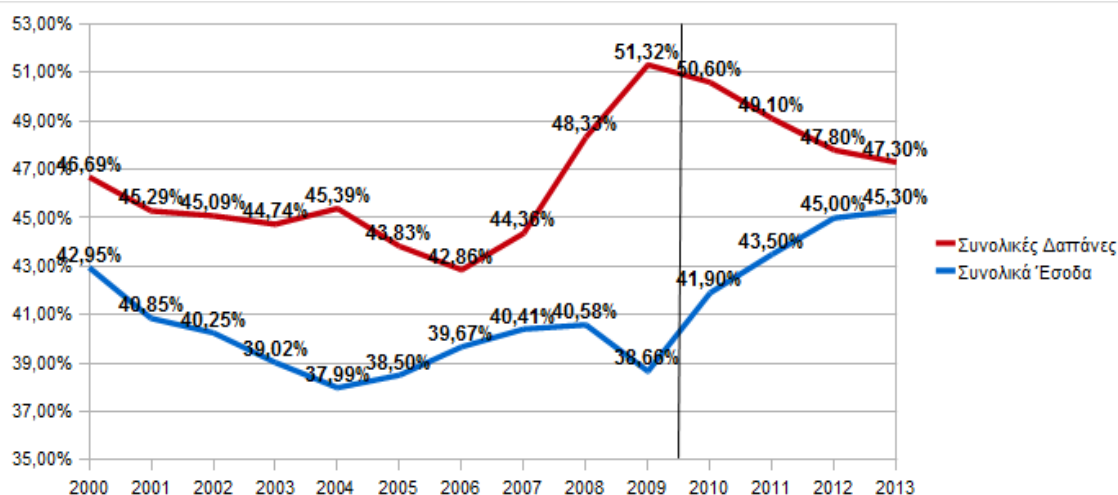
---

<sup>63</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, "An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps", *Journal of Finance*, Issue 60, 2005

<sup>64</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, "An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps", *Journal of Finance*, Issue 60, 2005



Η εσωτερική εποπτεία αποτελεί και την ουσιαστικότερη ευθύνη των Διοικήσεων των τραπεζών, για να διασφαλίσουν τη μακροχρόνια επιβίωσή τους. Τέτοιες πολιτικές είναι:<sup>65</sup>



- η διαμόρφωση εσωτερικών ορίων και εγκριτικών διαδικασιών, όσον αφορά το επιτρεπόμενο ύψος ανάληψης κινδύνων σε διάφορα επίπεδα και βαθμούς ευθύνης,
- η έγκριση δανείων από δύο ανεξάρτητους μηχανισμούς (four eyes principle), που πρέπει να συμφωνήσουν πριν την εκταμίευση (business & credit),
- η θέσπιση ολοκληρωμένων διαδικασιών λειτουργίας, που πρέπει να τηρούνται αυστηρά,
- η ύπαρξη εσωτερικής ανεξάρτητης υπηρεσίας ελέγχου και επιθεώρησης,
- η ανεξαρτησία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου,
- η διάκριση αρμοδιοτήτων για αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ εκείνων που λογιστικοποιούν συναλλαγές από εκείνους που εκτελούν τις συναλλαγές και αποφασίζουν κλπ.

Οι πρόσφατες τεράστιες ζημιές των διεθνών τραπεζών από την έκθεσή τους σε ομόλογα sub prime mortgage, και όχι μόνο, (εκτιμάται κοντά στα \$ 300 – 400 δισεκ.) και η απάτη υπαλλήλου στη Societe Generale με ζημία ύψους € 5 δισεκ.

<sup>65</sup> [www.ebea.gr](http://www.ebea.gr)

επιβεβαιώνουν την ανάγκη για ισχυρούς εσωτερικούς μηχανισμούς εποπτείας, ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων στις τράπεζες<sup>66</sup>.

Η πολυπλοκότητα των συναλλαγών και των προϊόντων και η διεθνοποίηση των τραπεζικών δραστηριοτήτων απαιτούν την παράλληλη σημαντική αναβάθμιση τόσο της εσωτερικής εποπτείας και των μονάδων υποστήριξης, όσο και της εξωτερικής από τις εποπτικές Αρχές, η οποία πρέπει να συντονίζεται αποτελεσματικότερα σε διεθνές επίπεδο.

Όλες οι επενδύσεις προσφέρουν μια ισορροπία μεταξύ κινδύνου και πιθανής επιστροφής. Ο κίνδυνος είναι η πιθανότητα ότι θα χαθούν μερικά ή όλα τα χρήματα που επενδύθηκαν. Η επιστροφή είναι τα χρήματα που αναμένεται να κάνουν την επένδυση<sup>67</sup>.

Η ισορροπία μεταξύ κινδύνου και απόδοσης διαφέρει ανάλογα με το είδος της επένδυσης, την οικονομική οντότητα που το εκδίδει αυτό, την κατάσταση της οικονομίας και του κύκλου των αγορών κινητών αξιών. Κατά γενικό κανόνα, για να κερδηθούν οι υψηλότερες αποδόσεις, θα πρέπει να παρθεί μεγαλύτερος κίνδυνος. Αντίθετα, οι λιγότερο ρισοκίνδυνες επενδύσεις έχουν επίσης τις χαμηλότερες αποδόσεις<sup>68</sup>.

Η αγορά ομολόγων δεν αποτελεί εξαίρεση σε αυτόν τον κανόνα. Τα χρεόγραφα σε γενικές γραμμές θεωρούνται λιγότερο επικίνδυνα από ό, τι αποθέματα για διάφορους λόγους<sup>69</sup>:

- Τα χρεόγραφα φέρουν την υπόσχεση του εκδότη τους να επιστρέψουν την ονομαστική αξία της ασφάλειας στον κάτοχο κατά τη λήξη. Τα αποθέματα δεν έχουν καμία τέτοια υπόσχεση από τον εκδότη τους.
- Οι περισσότεροι επενδυτές ομολόγων πληρώνουν ένα σταθερό ποσοστό των εσόδων από τόκους, που υποστηρίζεται επίσης από την υπόσχεση από τον

---

<sup>66</sup> Zhou R., “Bond Implied CDS Spread and CDS-Bond Basis”, *Working Paper*, August 2008

<sup>67</sup> Αλεξιάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

<sup>68</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, “An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *Journal of Finance*, Issue 60, 2005

<sup>69</sup> Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, “An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *Journal of Finance*, Issue 60, 2005

εκδότη. Τα αποθέματα πληρώνουν μερίσματα μερικές φορές, αλλά ο εκδότης τους δεν έχει καμία υποχρέωση να κάνει αυτές τις πληρωμές προς τους μετόχους.

- Ιστορικά, η αγορά ομολόγων ήταν λιγότερο ευάλωτη στις διακυμάνσεις των τιμών ή τη μεταβλητότητα από τη χρηματιστηριακή αγορά.

Οι μέσες αποδόσεις από τις επενδύσεις ομολόγων έχουν επίσης ιστορικά χαμηλότερο, αν πιο σταθερό, από το μέσο όρο αποδόσεων του χρηματιστηρίου<sup>70</sup>.

### **Υψηλότερος κίνδυνος ίσον υψηλότερες αποδόσεις**

Το επίπεδο κινδύνου του συγκεκριμένου ομολόγου αντανακλάται στην απόδοση του. "Current" απόδοση είναι συνάρτηση του ομολόγου:

- Επιτόκιο: το ετήσιο επιτόκιο ο εκδότης υπόσχεται να το καταβάλει στον επενδυτή, αναφέρεται ως ποσοστό της ονομαστικής αξίας του ομολόγου ή «ισοτιμία», το οποίο είναι το ποσό που ο επενδυτής μπορεί να αναμένει να έχει επιστραφεί στην ημερομηνία λήξης του ομολόγου.
- Η τρέχουσα τιμή, η οποία μπορεί να είναι ένα ασφάλιστρο (πάνω από) ή έκπτωση (λιγότερο από) σε σχέση με το πρόσωπο του ομολόγου ή της ονομαστικής αξίας.

Η απόδοση μέχρι τη λήξη αντανακλά τη σχέση μεταξύ του συνόλου των τόκων, κουπόνι που απομένει μεταξύ του σήμερα και της ωριμότητας, και η διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς του σήμερα (τιμή) και της ονομαστικής αξίας. Η απόδοση για κλήση έχει τον ίδιο υπολογισμό δηλαδή με βάση το σύνολο των τόκων κουπόνι που απομένει μεταξύ του σήμερα και της πρώτης ημερομηνίας κλήσης (και όχι από την ημερομηνία λήξης), καθώς και τη διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς του σήμερα (τιμή) και την τιμή κλήσης<sup>71</sup>.

Όσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος σε ένα συγκεκριμένο ομόλογο, τόσο υψηλότερη απόδοση του πρέπει να αποζημιώσει τον επενδυτή για τη λήψη του κινδύνου. Όταν η αγορά αντιλαμβάνεται την απόδοση ενός ομολόγου να είναι πολύ χαμηλή, η

<sup>70</sup> Μπιτζένης Π. Αριστείδης, Παγκοσμιοποίηση, πολυεθνικές, Επενδύσεις και Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση στο νέο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2009

<sup>71</sup> Αλεξιάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

τιμή του θα πρέπει να φέρει την απόδοση σύμφωνα με τις προσδοκίες της αγοράς ή τα επιτόκια που επικρατούν<sup>72</sup>.

## 2.2 Οι αποδόσεις του Δημοσίου <sup>73</sup>

Τα ομόλογα που εκδίδονται από το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ υποστηρίζονται από την πλήρη πίστη και πίστωση της κυβέρνησης των ΗΠΑ και ως εκ τούτου θεωρείται ότι δεν έχουν πιστωτικό κίνδυνο. Η αγορά για τα ομόλογα ΗΠΑ είναι επίσης η πιο πλούσια στον κόσμο, πράγμα που σημαίνει ότι υπάρχουν πάντα επενδυτές που είναι πρόθυμοι να αγοράσουν. Η απόδοση των αμερικανικών Treasury θα είναι σχεδόν πάντα μικρότερη από ό, τι άλλα ομόλογα με λήξεις, συγκρίσιμα επειδή έχουν τους λιγότερους κινδύνους<sup>74</sup>.

Η σχετική απόδοση η οποία μπορεί να συζητηθεί από την άποψη του "spread" καθώς και η διαφορά στην απόδοση μεταξύ ενός δεδομένου ομολόγου και του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ με την αντίστοιχη ασφάλεια και ωριμότητα, ποικίλει ανάλογα με τον τύπο του ομολόγου, την ημερομηνία λήξης, τον εκδότη και τον οικονομικό κύκλο.

Τα ομόλογα προς καταβολή είναι πιο επικίνδυνα από ό, τι τα μη απαιτητά ομόλογα, και ως εκ τούτου προσφέρουν υψηλότερη απόδοση, ιδιαίτερα εάν η ημερομηνία κλήσης είναι σύντομη και τα επιτόκια έχουν μειωθεί από την έκδοση του ομολόγου.

Βραχυπρόθεσμα ομόλογα με διάρκεια τριών ετών ή λιγότερο, θα έχουν συνήθως χαμηλότερες αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων με διάρκεια 10 ετών και άνω, που είναι πιο επιρρεπή στον κίνδυνο επιτοκίου. Όλα τα ομόλογα έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο όταν τα επιτόκια αυξάνονται, αλλά εκείνα με τα χαμηλότερα κουπόνια θα χάσουν την μεγαλύτερη αξία.<sup>75</sup>

Τα ομόλογα έχουν ένα ρόλο να διαδραματίσουν στο χαρτοφυλάκιο σχεδόν κάθε επενδυτή. Μερικά ομόλογα έχουν πιστωτικό κίνδυνο με βάση την οικονομική υγεία του εκδότη τους. Όταν ένας εκδότης ομολόγων πηγαίνει σε πτώχευση, οι

<sup>72</sup> Jan De Wit, "Exploring the CDS-Bond Basis", *Working paper*, November 2006

<sup>73</sup> Jan De Wit, "Exploring the CDS-Bond Basis", *Working paper*, November 2006

<sup>74</sup> Jan De Wit, "Exploring the CDS-Bond Basis", *Working paper*, November 2006

<sup>75</sup> Αλεξιάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

ομολογιούχοι έχουν εξοφληθεί πριν από τους μετόχους. Τα ομόλογα είναι επίσης ευάλωτα σε κίνδυνο επιτοκίου: όταν τα επιτόκια αυξάνονται, οι τιμές των ομολόγων πέφτουν και το αντίστροφο. Πριν γίνει η επένδυση, ωστόσο, θα πρέπει να κατανοηθούν και να μελετηθούν καλά αυτοί οι κίνδυνοι των επενδύσεων σε ομόλογα<sup>76</sup>.

### **Οι κίνδυνοι της επένδυσης σε όλους τους τύπους των ομολόγων: Κυβέρνηση, Δημοτικό, Εταιρικές και Mortgage-backed/Asset-backed τίτλους (MBS / ABS)**

**Κίνδυνος επιτοκίου** Όταν τα επιτόκια αυξάνονται, παρατηρείται πτώση των τιμών των ομολόγων. Αντιστρόφως, όταν τα ποσοστά των επιτοκίων μειώνονται, τότε έχουμε αύξηση των τιμών ομολόγων. Όσο περισσότερος είναι ο χρόνος μέχρι τη λήξη ενός ομολόγου, τόσο μεγαλύτερο το ενδιαφέρον του κινδύνου του επιτοκίου.

### **2.3 Διάρκεια Κινδύνου<sup>77</sup>**

Η τροποποιημένη διάρκεια του ομολόγου είναι ένα μέτρο της ευαισθησίας των τιμών της για το ενδιαφέρον των κινήσεων των τιμών, με βάση το μέσο χρονικό διάστημα μέχρι τη λήξη του. Η διάρκεια επιτρέπει στους επενδυτές να συγκρίνουν πιο εύκολα τα ομόλογα με διαφορετικές λήξεις και τα ποσοστά, κουπόνι με τη δημιουργία ενός απλού κανόνα: με κάθε ποσοστιαία μεταβολή των επιτοκίων, η αξία των ομολόγων θα μειωθεί κατά τη διάρκεια της τροποποιημένης διάρκειας, ως ποσοστό. Για παράδειγμα, μια επένδυση με μια τροποποιημένη διάρκεια 5 ετών θα αυξηθεί κατά 5% σε αξία για κάθε μείωση κατά 1% των επιτοκίων και πτώση 5% σε αξία για κάθε αύξηση κατά 1% των επιτοκίων.

Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων ομολόγων περιμένουν να αυξηθεί ο μέσος όρος διάρκειας, όταν αναμένουν οι τιμές να μειωθούν, για να πάρουν το μεγαλύτερο όφελος, και να μειώσουν τη μέση διάρκειά όταν αναμένουν οι τιμές να αυξηθούν, έτσι με αυτόν τον τρόπο ελαχιστοποιούν τις αρνητικές επιπτώσεις. Εάν τα ποσοστά κινούνται σε αντίθετη κατεύθυνση με τις προσδοκίες τους, χάνουν.

---

<sup>76</sup> Μπιτζένης Π. Αριστείδης, Παγκοσμιοποίηση, πολυεθνικές, Επενδύσεις και Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση στο νέο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2009

<sup>77</sup> Μπιτζένης Π. Αριστείδης, Παγκοσμιοποίηση, πολυεθνικές, Επενδύσεις και Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση στο νέο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2009

**Επανεπένδυση του κινδύνου.** Όταν τα επιτόκια μειώνονται, οι επενδυτές πρέπει να επανεπενδύσουν τα έσοδα από τόκους τους και η επιστροφή του κεφαλαίου να γίνεται είτε σε προγραμματισμένες είτε σε έκτακτες δόσεις σε χαμηλότερες τιμές από αυτές που επικρατούν.

### **Πληθωρισμός<sup>78</sup>**

**Ο κίνδυνος του πληθωρισμού** προβλέπει ότι το δολάριο αύριο μπορεί να αξίζει λιγότερο από ό, τι σήμερα, με άλλα λόγια, αυτό μειώνει την αγοραστική δύναμη των μελλοντικών πληρωμών τόκων ενός επενδυτή ομολόγων κατά κύριο λόγο, καθώς γνωστό είναι ότι ο πληθωρισμός οδηγεί επίσης σε αύξηση των επιτοκίων, η οποία με την σειρά του οδηγεί σε χαμηλότερες τιμές των ομολόγων. Οι τιμαριθμοποιημένοι τίτλοι του Δημοσίου, όπως ο Τίτλος Προστασίας του πληθωρισμού (TIPS) είναι δομημένοι ώστε να προστατεύονται από τον κίνδυνο του πληθωρισμού.

**Κίνδυνος αγοράς** Ο κίνδυνος ότι η αγορά ομολόγων στο σύνολό της θα μειωθεί, με αποτέλεσμα η αξία των μεμονωμένων τίτλων να μειωθεί και αυτή, ανεξάρτητα από τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά της.

**Επιλογή του κινδύνου<sup>79</sup>.** Ο κίνδυνος ότι ένας επενδυτής επιλέγει μια ασφάλεια που έχει χαμηλότερη απόδοση στην αγορά για λόγους που δεν μπορούν να προβλεφθούν.

**Χρονοδιάγραμμα του κινδύνου.** Ο κίνδυνος ότι μια επένδυση εκτελείται κακώς μετά την αγορά του ή καλύτερα μετά την πώληση του.

**Κίνδυνος των εξόδων που καταβάλλονται.** Ο κίνδυνος ότι τα έξοδα και τέλη που συνδέονται με την επένδυση είναι υπερβολικά.

---

<sup>78</sup> Αλεξιάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

<sup>79</sup> Αλεξιάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

## **Πρόσθετοι κίνδυνοι για κάποια κυβερνητική υπηρεσία, τα εταιρικά και δημοτικά ομόλογα**

**Νομοθετικός κίνδυνος** Ο κίνδυνος ότι μια αλλαγή στο φορολογικό κώδικα θα μπορούσε να επηρεάσει την αξία των φορολογητέων ή αφορολόγητων εσόδων από τόκους.

**Καλέστε τον κίνδυνο**<sup>80</sup> Μερικά εταιρικά, δημοτικά και υπηρεσιακά ομόλογα έχουν μια "διάταξη κλήση" που επιτρέπει στους εκδότες τους να εξαργυρωθούν σε καθορισμένη τιμή σε μια ημερομηνία πριν από τη λήξη. Η μείωση των επιτοκίων μπορεί να επιταχύνει την εξαγορά του εξαγοράσιμου ομολόγου, προκαλώντας κυρίως τον επενδυτή να επιστρέψει νωρίτερα από το αναμενόμενο. Σε αυτό το σενάριο, οι επενδυτές πρέπει να επανεπενδύσουν το κεφάλαιο στα χαμηλότερα επιτόκια.

Εάν το ομόλογο που καλείται στην ή κοντά στην ονομαστική του αξία, όπως είναι συνήθως η περίπτωση, οι επενδυτές που πλήρωσαν ένα ασφάλιστρο για το δεσμό τους κινδυνεύουν επίσης από απώλεια του κεφαλαίου. Στην πραγματικότητα, οι τιμές των απαιτητών ομολόγων είναι απίθανο να κινηθούν πολύ πάνω από την τιμή κλεισίματος.

**Κίνδυνος ρευστότητας**<sup>81</sup>. Ο κίνδυνος ότι οι επενδυτές μπορεί να δυσκολεύονται να βρουν αγοραστή, όταν θέλουν να πουλήσουν και να αναγκαστούν να πουλήσουν σε μια σημαντική έκπτωση δηλαδή στην τιμή της αγοράς. Ο κίνδυνος ρευστότητας είναι μεγαλύτερος για αραιά διαπραγματεύσιμους τίτλους όπως, ομολόγων χαμηλότερης πιστοληπτικής διαβάθμισης, τα ομόλογα που η αξιολόγηση τους έχει πρόσφατα υποβαθμιστεί ή τα ομόλογα που πωλούνται από έναν σπάνιο εκδότη. Τα ομόλογα είναι γενικά το πιο ρευστά κατά την περίοδο αμέσως μετά την έκδοση, όταν το τυπικό ομόλογο έχει τον υψηλότερο όγκο συναλλαγών.

---

<sup>80</sup> Αλεξιάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

<sup>81</sup> Αλεξιάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

## **Πρόσθετοι κίνδυνοι για τα εταιρικά, δημοτικά και ενυπόθηκα ομόλογα ή asset-backed securities<sup>82</sup>**

**Πιστωτικός κίνδυνος.** Ο κίνδυνος ότι ο δανειολήπτης δεν θα είναι σε θέση να κάνει καταβολές τόκων ή κεφαλαίου, όταν πρόκειται. Ο κίνδυνος αυτός είναι ελάχιστος για ενυπόθηκους τίτλους που εκδίδονται από κρατικούς φορείς ή επιχορηγούνται από την κυβέρνηση, τις επιχειρήσεις, επίσης, γνωστό και ως αξίες "υπηρεσίας" που εκδίδονται από την Ginnie Mae, Fannie Mae και Freddie Mac και asset-backed securities, τα οποία τείνουν να είναι κάτοχοι ασφάλισης ομολόγων που εγγυούνται τις πληρωμές τόκων και κεφαλαίου στους επενδυτές.

**Κινδύνου αθέτησης.** Η πιθανότητα ότι ένας εκδότης ομολόγων δεν θα είναι σε θέση να κάνει καταβολές τόκων ή κεφαλαίου, όταν οφείλονται. Αν αυτές οι πληρωμές που πραγματοποιούνται σύμφωνα με τις συμφωνίες δεν υλοποιηθούν στην τεκμηρίωση ομολόγων, ο εκδότης μπορεί να χρεοκοπήσει. Αυτός ο κίνδυνος είναι ελάχιστος για ενυπόθηκους τίτλους που εκδίδονται από κρατικούς φορείς ή επιχορηγούνται από την κυβέρνηση, τις επιχειρήσεις, επίσης, γνωστό και ως αξίες "υπηρεσίας" που εκδίδονται από Ginnie Mae, Fannie Mae και Freddie Mac και asset-backed securities, τα οποία τείνουν να είναι κάτοχοι ασφάλισης ομολόγων που εγγυάται τις πληρωμές τόκων και κεφαλαίου στους επενδυτές.

**Εκδήλωση κινδύνου.** Ο κίνδυνος ενός εκδότη ομολόγων που αναλαμβάνει μοχλευμένες εξαγορές, με σκοπό την αναδιάρθρωση του χρέους, τη συγχώνευση ή αναδιάρθρωση κεφαλαίων, αυξάνουν το φορτίο του χρέους, προκαλώντας τις τιμές ομολόγων του να πέσουν, ή παρεμβαίνει με την ικανότητα του να κάνει έγκαιρες πληρωμές τόκων και κεφαλαίου. Η εκδήλωση του κινδύνου μπορεί επίσης να συμβεί λόγω φυσικών ή βιομηχανικών ατυχημάτων ή κανονιστικών αλλαγών. (Ο κίνδυνος αυτός ισχύει περισσότερο για τα εταιρικά ομόλογα από δημοτικά ομόλογα.)<sup>83</sup>

---

<sup>82</sup> Αλεξάκης Α. Χρήστος, Χρηματοπιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

<sup>83</sup> Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Αμοιβαία κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Ιδιωτική έκδοση: Ελευθερουδάκης, 2010



- Πληθωρισμός: Σε περίπτωση ομολόγων σταθερού επιτοκίου υπάρχει

πιθανότητα η αξία των ομολόγων να διαβρωθεί από τον πληθωρισμό.

- Επιτόκια: Οι τιμές των ομολόγων κινούνται σε αντίθετη τροχιά με τις τιμές

των επιτοκίων. Άρα όταν υπάρχει αύξηση στα επιτόκια υπάρχει μείωση στις τιμές των ομολόγων ενώ οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται όταν υπάρχει μείωση στα επιτόκια.

- Πιστοληπτικός Κίνδυνος: Υπάρχει κίνδυνος ο εκδότης να είναι χαμηλής

οικονομικής φερεγγυότητας και να αδυνατεί να αποπληρώσει το χρέος του στον επενδυτή.

- Κίνδυνος Ρευστότητας: Η ρευστοποίηση των ομολόγων εξαρτάται από τη

προσφορά ή τη ζήτηση. Υπάρχει ζήτηση για ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας αλλά όχι για επισφαλή ομόλογα

#### **2.4 Η σχέση μεταξύ κρατικών ομολόγων και πιστωτικού κινδύνου (Παραδείγματα χωρών όπως π.χ. η Αργεντινή, Ρωσία)<sup>84</sup>**

Τα τελευταία χρόνια ο ρόλος των αναδυομένων αγορών και χωρών έχει αυξηθεί σημαντικά, τόσο στο οικονομικό όσο και στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Χώρες όπως η Κίνα, η Ινδία, η Ρωσία, η Βραζιλία, η Κορέα, οι μικρότερες χώρες της Άπω Ανατολής, συμβάλλουν δυναμικά στην παγκόσμια ανάπτυξη και στις διασυνοριακές κινήσεις κεφαλαίων.

Το φαινόμενο αυτό είναι αρκετά σύνθετο, αλλά συνδέεται κυρίως με <sup>85</sup>

---

<sup>84</sup> Αλεξάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

<sup>85</sup> Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Αμοιβαία κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Ιδιωτική έκδοση: Ελευθερουδάκης, 2010

- την απελευθέρωση και το άνοιγμα των αγορών διεθνώς, που προσέδωσε εξαγωγική ορμή στις παραπάνω χώρες, που απολαμβάνουν χαμηλό κόστος εργασίας,
- το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων παγκοσμίως και το συνακόλουθο υψηλό ρυθμό παγκόσμιας ανάπτυξης, που σημειώθηκε τα τελευταία δέκα χρόνια,
- τη διατήρηση από τις παραπάνω χώρες υψηλού ρυθμού αύξησης του ετήσιου πραγματικού Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος, με ρυθμούς μεταξύ 5- 10%,
- το υψηλό ποσοστό εγχώριας εθνικής αποταμίευσης που διατηρείται στις παραπάνω χώρες,
- τη σημαντική εισροή επενδυτικών κεφαλαίων με άμεσες και χρηματιστηριακές επενδύσεις σημαντικού ύψους, που ακολούθησαν τη διασυνωριακή κατάργηση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων σε συνδυασμό με την ελκυστικότητα των εγχωρίων επενδύσεων,
- την επιδίωξη υψηλότερων αποδόσεων από τους θεσμικούς διαχειριστές των αναπτυγμένων χωρών με τοποθετήσεις στις νέες αναδυόμενες αγορές,
- την εφαρμογή πολιτικών ανοίγματος των αγορών, ιδιωτικοποιήσεων και συνεπώς μακροοικονομικής πολιτικής, που δημιουργεί περιβάλλον ελκυστικό για επενδύσεις και
- τη σημαντική αύξηση των τιμών των εμπορευμάτων, του πετρελαίου και των μετάλλων.

Θεωρώντας ότι **η κρίση της Αργεντινής, η οποία κατέληξε στη χρεοκοπία της** (ένα κράτος, αντίθετα με **τους ισχυρισμούς πολλών**<sup>86</sup>, μπορεί κάλλιστα να χρεοκοπήσει, ακόμη και σήμερα – όχι όμως να σταματήσει να λειτουργεί), είναι **η μεγαλύτερη των τελευταίων ετών, καθώς επίσης ότι, η συγκεκριμένη χώρα έχει αρκετές ομοιότητες με τη δική μας, αλλά και με τα υπόλοιπα κράτη του «Ευρωπαϊκού Νότου»** («αποικήθηκε» κυρίως από Ιταλούς και Ισπανούς), κρίνουμε σκόπιμο να **αναφερθούμε αναλυτικά, έτσι ώστε να αξιοποιήσουμε «έγκαιρα» την εμπειρία** της - χωρίς να «υποχρεωθούμε» στα ίδια λάθη.

---

<sup>86</sup> Αλεξιάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

Χρησιμοποιούμε **σκόπιμα τον πληθυντικό** επειδή έχουμε την άποψη ότι, **δεν κινδυνεύει μόνο η Ελλάδα να οδηγηθεί σε τέτοιου είδους «περιπέτειες»,** αλλά πολλές άλλες χώρες της Ε.Ε. (οι Η.Π.Α. επίσης), οι **οποίες έχουν σαν κοινό «παρανομαστή» τους την υπερχρέωση – τις υπερβολικές δηλαδή υποχρεώσεις τόσο του ιδιωτικού, όσο και του δημόσιου τομέα τους,** τις οποίες **«συσσώρευσαν» αφειδώς τα τελευταία 30 χρόνια.** Η υπερχρέωση αυτή **εξασφάλισε την άνευ προηγουμένου ανάπτυξη των Οικονομιών όλων των δυτικών χωρών,** σε επίπεδα όμως **αρκετά υψηλότερα από τα ανώτατα δυνατά** και επομένως μη διατηρήσιμα

Συνοπτικά, η οικονομική κρίση της Αργεντινής διήρκεσε από το 1998 έως το 2002, με τα εξής κεντρικά σημεία<sup>87</sup>:

- a. την ισχυρότατη ύφεση, η οποία «έπληξε» τη χώρα μεταξύ των ετών 1998 - 1999 και
- b. την κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος (2001/02), η οποία ουσιαστικά ήταν το «προϊόν», το φυσικό επακόλουθο καλύτερα, της ύφεσης.

Τα γεγονότα αυτά οδήγησαν στην παραίτηση της πολιτικής ηγεσίας της χώρας, την οποία ακολούθησε μία περίοδος μεγάλης εσωτερικής αστάθειας. Τελικά, το ΑΕΠ της Αργεντινής μειώθηκε συνολικά κατά 21%, με καταστροφικά αποτελέσματα για τον κοινωνικό της ιστό – στο ζενίθ της κρίσης (μέσα του 2002), το ποσοστό της «φτώχειας» έφτασε το 57%, ενώ η ανεργία ξεπέρασε το 23%<sup>88</sup>.

## **ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ**<sup>89</sup>

Σε γενικές γραμμές η Αργεντινή, χώρα με μεγάλο φυσικό πλούτο, χαρακτηρίζεται σαν μία «υπερήφανα οπισθοδρομική» κοινωνία, στην οποία κυριάρχησαν για πολλά χρόνια οι ψευδαισθήσεις και οι προκαταλήψεις. Παρά το ότι είχε πάντοτε μερικούς πολύ πλούσιους ανθρώπους, εξαρτιόταν ανέκαθεν «κεφαλαιακά» από τις διεθνείς αγορές - ήταν επομένως υπόχρεη σε

<sup>87</sup> Cunningham A., L. Dixon, S. Hayes, “Analysing Yield Spreads on Emerging Market Sovereign Bonds”, *Financial Stability Review, Bank of England*, pp 175–186, 2001

<sup>88</sup> Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Αμοιβαία κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Ιδιωτική έκδοση: Ελευθερουδάκης, 2010

<sup>89</sup> Αλεξιάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003

έθνη/δανειστές, με τρόπους που υπονόμειαν σοβαρά την ελευθερία της να χειρίζεται μόνη τις υποθέσεις της. Η βιομηχανία της Αργεντινής δεν ήταν ποτέ «οδηγός», αλλά «επιβάτης» της οικονομικής μεγέθυνσης, ενώ οι εργαζόμενοι της, είτε στη βιομηχανία, είτε στη γεωργία, ήταν εκ πεποιθήσεως δυστυχείς - «εκλαμβάνοντας» τις περιρρέουσες πολιτικές ιδεολογίες σαν την ευκαιρία των «αδυνάτων» (πηγή: D. Landes). Για παράδειγμα θεωρούσαν ότι, με κριτήριο τη σοσιαλιστική θεωρία, έπρεπε να δουλεύουν λιγότερο και να αμείβονται περισσότερο - ανεξάρτητα από το «προϊόν» που παρήγαγαν ή από το τι επικρατούσε στον υπόλοιπο κόσμο<sup>90</sup>.

Αναλυτικότερα, για να ενταχθεί μία χώρα στην ομάδα των ανεξάρτητων, κυρίαρχων κρατών, απαιτείται (εκτός από την οργανωμένη, μεθοδική εργασία), δανεισμός και επενδύσεις. Η Αργεντινή βρέθηκε να αντιμετωπίζει επανειλημμένα περιοδικές δυσκολίες, τόσο όσον αφορά το ποσόν, όσο και τους όρους των ξένων επενδύσεων και πιστώσεων. Όλα αυτά συνετέλεσαν στο να υπάρξει σύγκρουση με τους πιστωτές της, η οποία την οδήγησε σε έναν αντιδραστικό απομονωτισμό – σε «περιοριστικά μέτρα» δηλαδή, τα οποία απλώς επιδείνωσαν την οικονομική στενότητα και την εξάρτηση της, ενώ την απέκοψαν από τον ανταγωνισμό, τα ερεθίσματα και τις ευκαιρίες για οικονομική μεγέθυνση.

### **ΟΙ ΑΙΤΙΕΣ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ**<sup>91</sup>

Περαιτέρω στην Αργεντινή η οποία, κατά το πρώτο ήμισυ του 20<sup>ου</sup> αιώνα, ανήκε στις πλουσιότερες χώρες του κόσμου, διαπιστώνουμε ότι η κύρια αιτία της πτώσης της ήταν τόσο οι πολιτικές, όσο και οικονομικές περίοδοι συνεχούς αστάθειας, οι οποίες επικράτησαν μετά το 1955. Οι διαρκείς εναλλαγές των κυβερνήσεων είχαν σαν αποτέλεσμα την «εναλλασσόμενη» υιοθέτηση διαφορετικών κάθε φορά οικονομικών πολιτικών, οι οποίες οδηγούσαν σε πολλές επί μέρους κρίσεις που καταπολεμούνταν συνήθως με βραχυπρόθεσμα, «σταθεροποιητικά» προγράμματα. Τα προγράμματα όμως αυτά επιδείνωναν

---

<sup>90</sup> Cunningham A., L. Dixon, S. Hayes, “Analysing Yield Spreads on Emerging Market Sovereign Bonds”, *Financial Stability Review, Bank of England*, pp 175–186, 2001

<sup>91</sup> Νικόλαος Δ. Φύλιππας, Αμοιβαία κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Ιδιωτική έκδοση: Ελευθερουδάκης, 2010

συνεχώς την ασταθή οικονομική κατάσταση της χώρας, ενώ χαρακτηρίζονταν από μεγάλο κοινωνικό κόστος.

Η μεγάλη πολιτική αστάθεια «ξεπεράστηκε» τελικά το 1983, όταν «εκδιώχθηκε» η δικτατορία και εγκαθιδρύθηκε η Δημοκρατία. Εν τούτοις, η οικονομική αστάθεια (υψηλός πληθωρισμός, συνεχή μέτρα λιτότητας κλπ) συνέχισε να υπάρχει μέχρι το 1991, όπου η Αργεντινή αποφάσισε να συνδέσει το νόμισμα της με το δολάριο, επιλέγοντας τη σταθερή ισοτιμία μαζί του (ουσιαστικά ήταν σαν να είχε υιοθετήσει το δολάριο, στη θέση του δικού της νομίσματος – κατά κάποιον τρόπο δηλαδή, όπως εμείς το Ευρώ).

Η σύνδεση ενός νομίσματος (ή η εισαγωγή ενός κοινού, όπως στην περίπτωση του Ευρώ), με το νόμισμα μίας ισχυρής χώρας, «υποχρεώνει» ουσιαστικά σε ισότιμη ανάπτυξη, εάν θέλει κανείς να αποφύγει τις δεδομένες παρενέργειες – κάτι που φυσικά δεν κατάφερε να επιτύχει η Αργεντινή, σε σχέση με τις Η.Π.Α. Η κρίση βέβαια, η οποία «ξέσπασε» το 1998, οφειλόταν σε έναν πολύπλοκο συνδυασμό περισσότερων του ενός παραγόντων - κυρίως των κατωτέρω:

- a. Ήδη κατά την περίοδο της στρατιωτικής δικτατορίας και της διαδικασίας της εθνικής αναδιοργάνωσης (1976 – 1983), το εξωτερικό και λοιπό χρέος της Αργεντινής αυξήθηκε ραγδαία, σαν αποτέλεσμα του αρνητικού εμπορικού ισοζυγίου, των διαφόρων «κερδοσκοπικών» επιθέσεων εναντίον του νομίσματος της, καθώς επίσης της φυγής κεφαλαίων στο εξωτερικό. Η κατάσταση αυτή σταθεροποιήθηκε μεν αργότερα, αλλά μόνο για ένα μικρό χρονικό διάστημα, αφού το αρνητικό εμπορικό ισοζύγιο παρέμεινε ως είχε - μη αυξανόμενο μεν, αλλά σταθερά στο 55% του ΑΕΠ της χώρας. Έτσι, το δημόσιο χρέος της Αργεντινής αυξήθηκε μεταξύ των ετών 1996-1999, κατά 36% του ΑΕΠ της.

Για την καλύτερη κατανόηση των μεγεθών, το δημόσιο χρέος της Ελλάδας για μία αντίστοιχη χρονική περίοδο, για παράδειγμα μεταξύ των ετών 2006 και 2009, αυξήθηκε από τα 224,16 δις € στα 299,6 δις € - ήτοι κατά 33% περίπου. Το εμπορικό μας ισοζύγιο το 2008 ήταν – 44 δις €, έναντι 239 δις ΑΕΠ - ήτοι 18,4% του ΑΕΠ μας. Συγκριτικά λοιπόν με τη

Αργεντινή, το δημόσιο χρέος μας αυξήθηκε ανάλογα, ενώ το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου μας διατηρήθηκε χαμηλότερα, σχεδόν σταθερό σε σχέση με το ΑΕΠ μας. Αυτό βέβαια οφείλεται κυρίως στα υψηλότερα «συναλλαγματικά» έσοδα μας από τον Τουρισμό και τη Ναυτιλία - όχι στις εξαγωγές.

- b. Η σύνδεση του νομίσματος της χώρας με το δολάριο και ειδικά η σταθερή ισοτιμία που επιλέχθηκε (1:1), στη θέση της ελεύθερης διακύμανσης, οδήγησε στη δραστική μείωση του πληθωρισμού, χωρίς όμως να τον εξαλείψει εντελώς (κάτι αντίστοιχο συνέβη στην Ελλάδα και αλλού, μετά την εισαγωγή του Ευρώ, αν και σε μικρότερα μεγέθη). Ο πληθωρισμός που απέμεινε, συνέχιζε να αυξάνει τις τιμές των προϊόντων της Αργεντινής στις διεθνείς αγορές, γεγονός που οδήγησε στη μείωση των εξαγωγών, με την ταυτόχρονη αύξηση των εισαγωγών της. Αυτό με τη σειρά του, είχε σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός αρνητικού εμπορικού ισοζυγίου, το οποίο έπρεπε να «ισοσκελισθεί» μέσω νέου δανεισμού.

Ενδεχομένως λοιπόν, εάν η αρχική «σταθερή» σύνδεση με το δολάριο είχε αντικατασταθεί, πριν το 1998, με έναν μηχανισμό ευέλικτης συναλλαγματικής ισοτιμίας (επιδεινώθηκε λόγω του ισχυρού δολαρίου της δεκαετίας του 1990 – στην περίπτωση μας, συμβαίνει κάτι αντίστοιχο σήμερα με το Ευρώ), η κρίση θα ήταν λιγότερο καταστροφική. Είναι άλλωστε ευρέως γνωστό το ότι, η οποιαδήποτε «ανθρώπινη επέμβαση» στην ελεύθερη αγορά, διαστρεβλώνει» το μηχανισμό της και οδηγεί σε εκρήξεις - μεγέθους «ευθέως αναλόγου» του χρονικού διαστήματος που «τυχόν» καθυστέρησε τεχνητά η κρίση.

- c. Το 1995 το Μεξικό υποτίμησε το νόμισμα του («κρίση της Τεκίλας») - όπως επίσης και η Βραζιλία, το 1998. Κατ' επέκταση, τα προϊόντα των δύο αυτών χωρών φθίνυαν στις διεθνείς αγορές, με καταστροφικές συνέπειες για τις εξαγωγικές επιχειρήσεις της Αργεντινής. Επιπροσθέτως, αρκετές επιχειρήσεις της χώρας, όπως επίσης πολλές θυγατρικές πολυεθνικών εταιρειών, μετέφεραν τα εργοστάσια παραγωγής τους στη Βραζιλία - γεγονός που αύξησε ακόμη περισσότερο την ανεργία στην

Αργεντινή, επιδρώντας αρνητικά στην εσωτερική κατανάλωση (κάτι αντίστοιχο συμβαίνει κυρίως στη Βόρεια Ελλάδα, όπου πολλές παραγωγικές επενδύσεις έχουν μεταναστεύσει στα Βαλκάνια).

- d. Λόγω της «ιστορικής αστάθειας» της Οικονομίας της Αργεντινής, οι πολίτες της ήταν ανέκαθεν δύσπιστοι απέναντι στο τραπεζικό σύστημα. Αντέδρασαν λοιπόν σχεδόν πανικόβλητοι, όταν εμφανίστηκαν τα πρώτα «συμπτώματα» της κρίσης, αγοράζοντας μαζικά δολάρια και μεταφέροντας τα κεφάλαια τους στο εξωτερικό – ειδικά μετά τον καινούργιο τραπεζικό νόμο του 2001 και την υποτίμηση του νομίσματος το 2002, η οποία έπληξε ακόμη περισσότερο την Οικονομία της χώρας.
- e. Η εμπιστοσύνη των διεθνών χρηματαγορών απέναντι στην Αργεντινή «βυθίστηκε» ραγδαία περί το τα τέλη του 1999, με αποτέλεσμα να αυξηθεί το επίπεδο ρίσκου του δανεισμού της – το επιτόκιο δηλαδή, σε σχέση με το «βασικό» των Η.Π.Α. (το «βασικό» στην Ε.Ε. είναι αυτό της Γερμανίας). Από το έτος 2000 λοιπόν και μετά αυξανόταν συνεχώς, φθάνοντας τον Οκτώβρη του 2001 τις 1.916 μονάδες βάσης – γεγονός που σήμαινε 19,16% επί πλέον του «βασικού» (Η.Π.Α.) τόκους, οπότε τους υψηλότερους παγκοσμίως. Πρακτικά βέβαια, το ύψος αυτό του επιτοκίου είναι «απαγορευτικό» για την αναζήτηση δανείων από τις κανονικές (regular) διεθνείς χρηματαγορές - υποχρεώνει δηλαδή ουσιαστικά την «πληγείσα» χώρα, να απευθυνθεί για δανεισμό στο ΔΝΤ (το 2002, το επιτόκιο πλησίασε τις 6.000 μονάδες βάσης, ενώ ομαλοποιήθηκε πολύ αργότερα, το 2005 – πρόσφατα όμως ήταν ξανά στις 1.100 μονάδες)<sup>92</sup>.
- f. Ένα κύμα ιδιωτικοποιήσεων, στην αρχή της δεκαετίας του 1990, είχε σαν τελικό αποτέλεσμα την πώληση πολλών δημοσίων επιχειρήσεων σε ιδιώτες - ακόμη και σε τιμές χαμηλότερες από την αξία τους. Οι ιδιωτικοποιήσεις αυτές οδήγησαν στην εξάρτηση σημαντικών κλάδων της Οικονομίας της Αργεντινής από το εξωτερικό (για σχετικό παραλληλισμό, η πώληση του ΟΤΕ οδήγησε την Ελλάδα στην εξάρτηση

---

<sup>92</sup> <sup>92</sup> Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Αμοιβαία κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Ιδιωτική έκδοση: Ελευθερουδάκης, 2010

των τηλεπικοινωνιών της από την Γερμανία - εάν τυχόν συνέβαινε κάτι αντίστοιχο με τη ΔΕΗ, την ΕΥΔΑΠ και τις υπόλοιπες, κοινωφελείς ή μη, επιχειρήσεις της χώρας μας, θα ακολουθούσαμε πιστά τα βήματα της Αργεντινής). Το γεγονός αυτό κατέστησε τη χώρα εξαιρετικά ευάλωτη, τόσο στην κερδοσκοπία, όσο και στη «μετανάστευση» των κεφαλαίων, οπότε συνετέλεσε τα μέγιστα στην τραπεζική κρίση που ακολούθησε (η «απαρχή» της διαπιστώνεται ήδη στη χώρα μας - εάν βέβαια ισχύουν οι «περιρρέουσες» πληροφορίες για «φυγή» ιδιωτικών κεφαλαίων, ύψους περί τα 5 δις €, στο εξωτερικό)<sup>93</sup>.

### **Η ΜΕΓΑΛΗ ΥΦΕΣΗ**

Το 1997 ξέσπασε στη γειτονική χώρα της Αργεντινής, στη Βραζιλία, μία βαθιά κρίση, η οποία είχε σαν αποτέλεσμα τη δραστική υποτίμηση του βραζιλιάνικου νομίσματος - έχασε περίπου το 50% της αρχικής του αξίας. Οι επιδράσεις της κρίσης στην Αργεντινή δεν άργησαν να φανούν, αφενός μεν επειδή η Βραζιλία αποτελούσε έναν σημαντικό οικονομικό εταίρο της, (οι δύο χώρες είναι μέλη της διακρατικής ένωσης **Mercosur**), οπότε «πλήγηκαν» οι εξαγωγές της, αφετέρου δε επειδή η Βραζιλία «κέρδισε», μέσω της «αδρής» υποτίμησης του νομίσματος της, σημαντικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα απέναντι στην Αργεντινή<sup>94</sup>.

Έτσι η Αργεντινή οδηγήθηκε το 1999 σε ύφεση (αρνητική οικονομική ανάπτυξη), ύψους -4%, η οποία κατέληξε σε στασιμότητα το 2000, παρά τα τεράστια δάνεια εκ μέρους του ΔΝΤ και των ιδιωτικών τραπεζών (μία ανάλογη εξέλιξη στη χώρα μας «φοβίζει», όσο ίσως τίποτα άλλο, την κυβέρνηση μας η οποία, πολύ σωστά, αναζητάει απεγνωσμένα τρόπους αποφυγής της – εάν αποδεχθούμε δε ότι, η μέχρι σήμερα ανάπτυξη μας, με ρυθμούς περί το 4%, ήταν κυρίως «πληθωριστική», ελάχιστα παραγωγική, εν μέρει βασισμένη στα δημόσια έργα και στην οικοδομική δραστηριότητα, τότε οι κίνδυνοι που «ελλοχεύουν» είναι εξαιρετικά ρεαλιστικοί).

---

<sup>93</sup> Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Αμοιβαία κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Ιδιωτική έκδοση: Ελευθερουδάκης, 2010

<sup>94</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες



Η ανεργία αυξήθηκε, ενώ ακολούθησαν διαμαρτυρίες και μαζικές διαδηλώσεις του πληθυσμού, οι οποίες γρήγορα οργανώθηκαν κεντρικά - εξελισσόμενες το 2001 σε έναν σημαντικό «δυναμικό» παράγοντα της πολιτικής της χώρας. Επίσης αυξήθηκε ο αριθμός των υποαπασχολουμένων και, μέσω αυτών, των απασχολουμένων στην «άτυπη» Οικονομία. Σε συνθήκες αυξανόμενης ανεργίας, πολλοί αναζητούν την επίλυση των προβλημάτων τους στην «αυτοαπασχόληση» - στη λειτουργία δηλαδή δικών τους μικρών επιχειρήσεων, συνήθως χωρίς νόμιμες άδειες, φορολογικές δηλώσεις κλπ (ορισμός της «άτυπης» Οικονομίας). Για παράδειγμα, στην Αργεντινή εμφανίσθηκαν, μεταξύ άλλων, οι Cartoneros, οι οποίοι συγκέντρωναν ανακυκλώσιμα υλικά από τα σκουπίδια, κυρίως χαρτικά και χαρτοκιβώτια, τα οποία στη συνέχεια πουλούσαν – προφανώς εκτός των νομίμων πλαισίων της αγοράς<sup>95</sup>.

Ένα επόμενο «φαινόμενο» ήταν η δημιουργία «ανταλλακτικών ενώσεων», οι οποίες ουσιαστικά προωθούσαν τη «φυσική» ανταλλαγή τροφίμων και υπηρεσιών - με σκοπό την εξισορρόπηση των απολεσθέντων χρημάτων, από την έλλειψη ή τη μη πληρωμή της εργασίας. Για παράδειγμα, μέσα στις συγκεκριμένες ενώσεις, ανταλλάσσονταν τομάτες με αυγά, κρέας με λαχανικά κοκ - όπως ακριβώς συνέβαινε στην Ευρώπη και αλλού, πριν ακόμη «εφευρεθούν» τα χρήματα, σαν ανταλλακτικό μέσον. Το 2001 το φαινόμενο αυτό εξελίχθηκε σε «μαζικό», αφού η κάθε γειτονιά και η κάθε πόλη είχε το δικό της «ανταλλακτήριο προϊόντων». Η «συλλογική» δε εκπροσώπηση όλων αυτών των ανταλλακτηρίων, εξέδωσε το 2001 το δικό της νόμισμα (Credito), το οποίο χρησιμοποιούνταν (εν μέρει) ακόμη και για την αγορά ακινήτων.

## Η ΤΕΛΙΚΗ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑ

Λόγω της «αποτελμάτωσης» (stagnation) της Οικονομίας, καθώς επίσης της «εμμονής» του αρνητικού εμπορικού ισοζυγίου απαιτήθηκε, από μία μεγάλη μερίδα του πληθυσμού, η υποτίμηση του νομίσματος. Η κυβέρνηση όμως δεν συμφώνησε με τη συγκεκριμένη απαίτηση, φοβούμενη, ως συνήθως, τόσο την περαιτέρω «φυγή» των κεφαλαίων στο εξωτερικό, όσο και τις επιθέσεις εκ μέρους

---

<sup>95</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες

των κερδοσκοπών (μία μεθοδική, προγραμματισμένη και σταδιακή υποτίμηση, θα είχε «αμβλύνει» αναμφίβολα την κρίση)<sup>96</sup>.

Τελικά, επιλέχθηκε από την κυβέρνηση ένας αρκετά πολύπλοκος συναλλαγματικός μηχανισμός και η σύνδεση του επίσημου νομίσματος της Αργεντινής, του «Πέζος», με ένα «καλάθι» νομισμάτων, το οποίο αποτελούταν κατά 50% από Ευρώ (τότε, η αξία του € ήταν σημαντικά χαμηλότερη από την αξία του \$) και κατά 50% από δολάρια – κατ' αρχήν για τις διεθνείς συναλλαγές της χώρας (κάτι που σήμαινε μία μικρή υποτίμηση του «Πέζος», μεταξύ 5% και 8%). Για παράδειγμα,

§ όταν ένα Ευρώ αντιστοιχούσε με 0,83 δολάρια, τότε η αξία του «Πέζος» ήταν:  $0,5 \times 0,83 + 0,5 \times 1 = 0,915$  ανά δολάριο

§ όταν ένα Ευρώ αντιστοιχούσε με 1,08 δολάρια, τότε η αξία του «Πέζος» ήταν:  $0,5 \times 1,08 + 0,5 \times 1 = 1,04$  ανά δολάριο

Στα μέσα του 2001 και παρά το ότι η παραπάνω «τεχνική» δεν θεωρήθηκε σωστή από πολλούς οικονομολόγους (το διεθνές εμπόριο διενεργούταν κυρίως στο χώρο του δολαρίου και όχι του Ευρώ, ενώ στο «καλάθι» έπρεπε να συμμετέχει και το βραζιλιάνικο νόμισμα)<sup>97</sup>, η Οικονομία της Αργεντινής εμφάνισε μικρούς ρυθμούς ανάπτυξης, γεμίζοντας αισιοδοξία την κυβέρνηση της. Δυστυχώς όμως, ακολούθησε η παγκόσμια ύφεση (αν και ήταν μάλλον η αφορμή, παρά η αιτία της επιδείνωσης, αφού τα προβλήματα της χώρας δεν είχαν επιλυθεί), η οποία προκλήθηκε από το τρομοκρατικό χτύπημα στη Νέα Υόρκη (11.09.2001).

Η ύφεση είχε σαν αποτέλεσμα να χάσουν ξαφνικά οι επενδυτές την εμπιστοσύνη τους, γενικά απέναντι στις αγορές – πολύ περισσότερο απέναντι σε «ιστορικά» επικίνδυνες περιοχές, όπως η Λατινική Αμερική. Όταν λοιπόν η κυβέρνηση της Αργεντινής «παραδέχθηκε» δημοσίως, το Νοέμβριο του 2001, ότι δεν μπορούσε να εκπληρώσει τις συνήθεις απαιτήσεις του ΔΝΤ, σε σχέση με τον περιορισμό του δημοσιονομικού ελλείμματος της χώρας, το ΔΝΤ αρνήθηκε να

<sup>96</sup> Ammer J., Cai F., “Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?”, *International Finance Discussion Papers*, Number 912, 2007

<sup>97</sup> Ammer J., Cai F., “Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?”, *International Finance Discussion Papers*, Number 912, 2007

«εμβάσει» ένα προγραμματισμένο δάνειο, ύψους 1.25 δις \$ (κάτι ανάλογο θα συνέβαινε, εάν τυχόν η χώρα μας δανειοδοτούνταν περαιτέρω από την ΕΚΤ ή από χώρες της Ε.Ε., υποσχόμενη να μειώσει το έλλειμμα και δεν τα κατάφερνε – ενδεχομένως λόγω της αποψίλωσης του παραγωγικού μας μηχανισμού, η οποία λειτουργεί «αποσταθεροποιητικά» στο αρνητικό μας εμπορικό ισοζύγιο, σε συνδυασμό με την είσοδο της Οικονομίας μας σε ύφεση, όπως συνέβη το 1999 στην Αργεντινή)<sup>98</sup>.

Όμως, η ενέργεια αυτή επιδείνωσε την υφιστάμενη «κρίση εμπιστοσύνης» στην Οικονομία της Αργεντινής - τόσο στο εξωτερικό, όσο και στο εσωτερικό. Η μεσαία τάξη της χώρας εξαγριώθηκε κυριολεκτικά, με αποτέλεσμα μία γενική απεργία στις 13. Δεκεμβρίου - κατέληξε σε μαζικές, βίαιες διαδηλώσεις λίγο αργότερα (19 και 20 Δεκεμβρίου), «κοστίζοντας» συνολικά 28 θανάτους. Αμέσως μετά, παραιτήθηκε η πολιτική ηγεσία της χώρας ενώ, η ανάληψη της προεδρίας από τον κυβερνήτη μίας επαρχίας, τον κ. Adolfo Saa, διήρκεσε μόλις πέντε ημέρες. Η αιτία ήταν η άρνηση εκ μέρους των κυβερνητών των άλλων επαρχιών της Αργεντινής να στηρίξουν τα οικονομικά μέτρα που πρότεινε – μεταξύ των οποίων έναν εξορθολογισμό της χώρας, καθώς επίσης ένα νέο νόμισμα (Αργεντίνο), το οποίο θα είχε ελεύθερη διακύμανση απέναντι στο δολάριο.

Το σημαντικότερο γεγονός της σύντομης αυτής ανάληψης της εξουσίας εκ μέρους του «περονικού» κυβερνήτη κ. Adolfo Saa (παραιτήθηκε στις 30.12.2001), ήταν η επίσημη αναγγελία της χρεοκοπίας της χώρας (αδυναμία και στάση πληρωμών απέναντι στους δανειστές της) – μία απόφαση που εν πρώτοις διατήρησε ο διάδοχός του.

### **ΕΚΤΑΚΤΑ ΜΕΤΡΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ**<sup>99</sup>

Ο νέος πρόεδρος ανακοινώθηκε την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου του 2002, αναλαμβάνοντας τα καθήκοντα του την επόμενη ημέρα. Με υπόδειξη των ειδικών του οικονομικού επιτελείου του, αποφάσισε αμέσως

---

<sup>98</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες

<sup>99</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες

(α) την υποτίμηση του «Πέζος», ενώ

(β) απαγόρευσε το άνοιγμα των τραπεζών σε ολόκληρη τη χώρα, μεταξύ άλλων για να αποφύγει τις αγορές δολαρίων εκ μέρους των πολιτών, κάτω από συνθήκες πανικού.

Η υποτίμηση ορίστηκε στο 28% - δηλαδή, «αφαιρέθηκε» το 28% της αξίας των χρημάτων των πολιτών, των επιχειρήσεων και γενικά ολόκληρης της χώρας. Η ισοτιμία του νομίσματος όμως, μέσα σε ελάχιστες μόνο ημέρες, κάτω από την «πίεση» πανικοβλημένων αγορών δολαρίων, ξεπέρασε το 1:2 (1 \$ ανά δύο Πέζος και όχι 1\$ ανά 1,28 Πέζος, όπως είχε ορισθεί). Το γεγονός αυτό ανάγκασε την κυβέρνηση να αποσύρει την επίσημη ισοτιμία (1:1,28) – αυξήθηκαν επομένως οι αγορές δολαρίων σε συνθήκες πανικού, οπότε υποτιμήθηκε ακόμη περισσότερο το νόμισμα της Αργεντινής (η ισοτιμία, από 1:1 στις 04.12.01, πλησίασε το 1:4 τον Απρίλιο του 2002, ενώ σταθεροποιήθηκε στη συνέχεια στο 1:3, κατέβηκε στο 1:2,80 μέσω αγορών της κεντρικής τράπεζας, καταλήγοντας στο τέλος σταθερά στο 1:4 – αφαιρέθηκε δηλαδή τελικά το 75% της αξίας των χρημάτων)<sup>100</sup>.

Λόγω των καταστροφικών συνεπειών από την τεράστια υποχώρηση της τιμής του «Πέζος» για τις τράπεζες, η κυβέρνηση αποφάσισε τη λήψη έκτακτων μέτρων, τα οποία ονομάστηκαν «Corralon». Σύμφωνα με τα μέτρα αυτά,

- a. όλοι οι τραπεζικοί λογαριασμοί, πάνω από ένα ορισμένο ύψος, μετατράπηκαν «καταναγκαστικά» σε βιβλιάρια καταθέσεων, με χρονικό όριο ανάληψης χρημάτων έως και το 2010 (ουσιαστικά κατασχέθηκαν για ορισμένο χρόνο).
- b. οι τραπεζικοί λογαριασμοί σε συνάλλαγμα (δολάριο), αποφασίστηκε να αντιμετωπισθούν σαν λογαριασμοί σε «Πέζος», με αξία ανταλλαγής 1:1,40 και να αποδοθούν στους ιδιοκτήτες τους μόνο μετά από την πάροδο αρκετών μηνών – οι υψηλότεροι, αυτοί που εμφάνιζαν δηλαδή μεγάλο πιστωτικό υπόλοιπο, μετά από πολλά έτη.

---

<sup>100</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες

- c. οι οφειλές, τα δάνεια δηλαδή, μπορούσε κανείς να τα αποπληρώσει - κατ' αρχήν με αξία ανταλλαγής Πέζο/Δολάριο 1:1 (συνέφερε επομένως η πληρωμή των χρεών)<sup>101</sup>.

Η επονομαζόμενη αυτή «ασύμμετρη Πεζοποίηση», απασχόλησε τα δικαστήρια της Αργεντινής για πάρα πολλά χρόνια – το αποτέλεσμα ήταν τελικά η υιοθέτηση ενός καινούργιου σχεδίου ομολόγων, με το όνομα «BODEN». Επίσης, ο υπολογισμός των χρεών με την ισοτιμία 1:1,40 - συν τον επίσημο πληθωρισμό (από το 2003 όμως και μετά, άρχισαν να ξεπληρώνονται οι τραπεζικοί λογαριασμοί *Corralon*, λόγω της, καλύτερης του αναμενομένου, πορείας της Οικονομίας της χώρας).

*Υπενθυμίζουμε εδώ ότι (άρθρο μας «Κρατική πτώχευση»), το δυσμενέστερο όλων των μέτρων, τα οποία είναι στην απόλυτη δικαιοδοσία της κυβέρνησης ενός κράτους, είναι η επιβολή «καταναγκαστικών μέτρων» - επί πλέον των συνήθων φορολογικών. Δηλαδή, οι ειδικοί φόροι εις βάρος της ατομικής περιουσίας των Πολιτών, καθώς επίσης των επιχειρήσεων (εδώ αιτιολογούνται οι «απαιτήσεις» των κυβερνήσεων για πλήρη καταγραφή, στις φορολογικές δηλώσεις, όλων των περιουσιακών στοιχείων των φορολογουμένων), οι οποίοι επιβάλλονται «καταναγκαστικά» από το κράτος, χωρίς τη συμφωνία τους και χωρίς να έχουν «προ-αναγγελθεί» στον ετήσιο προϋπολογισμό.*

Περαιτέρω στην Αργεντινή, όλα αυτά τα «καταναγκαστικά» μέτρα, οδήγησαν σε μία επόμενη «απώλεια της εμπιστοσύνης», εκ μέρους ολόκληρης της αγοράς, με αποτέλεσμα να χάνει συνεχώς σε αξία το επίσημο νόμισμα, σε σχέση με το δολάριο. Η κυβέρνηση, για να εφesusχάσει τους πολίτες της χώρας της, ψήφισε την παροχή κοινωνικής βοήθειας ύψους 100 Πέζος (αργότερα 150) σε άνεργες οικογένειες – υπό την επίδραση του πληθωρισμού, ένα μάλλον συμβολικό και αμελητέο ποσό<sup>102</sup>.

---

<sup>101</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες

<sup>102</sup> Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Γραφικές Τέχνες

Τα έκτακτα μέτρα με τη γενική ονομασία «Corralon» συνέβαλλαν στη «μεθοδική καταστροφή» μεγάλων τομέων της Οικονομίας της χώρας, όπως για παράδειγμα της αγοράς ακινήτων και της αυτοκινητοβιομηχανίας. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η ύφεση κατά τη διάρκεια των πρώτων μηνών του 2002 εκτοξεύθηκε στο -12%, ενώ ο χρηματιστηριακός δείκτης της χώρας (Merval Index) έπεσε σε ένα πάρα πολύ χαμηλό επίπεδο<sup>103</sup>.

Από 600 μονάδες που ήταν στις 02.01.1998, διολίσθησε στις 400 μονάδες περί τον Αύγουστο του ίδιου έτους, επανήλθε ξανά στις 600 μονάδες στις αρχές του 2000 (παρά το ότι στα διεθνή χρηματιστήρια οι τιμές είχαν εκτοξευθεί στα ύψη – ακολουθούσε επομένως ανεξάρτητη πορεία, όπως σήμερα ο δικός μας δείκτης) και στη συνέχεια (αρχές του 2002) έφτασε στις 200 μονάδες – πτώση δηλαδή που άγγιξε το -300% της αξίας που είχε με το ξεκίνημα της κρίσης (υπενθυμίζουμε ότι το ξεκίνημα της κρίσης οροθετείται από την «επίσημη» είσοδο της Οικονομίας σε ύφεση – σε αρνητική δηλαδή οικονομική ανάπτυξη και όχι πριν από αυτήν, όπου μιλάμε για το «προπαρασκευαστικό» στάδιο)<sup>104</sup>.

## **Η ΑΝΑΚΑΜΨΗ**

Στα τέλη του 2002 η Οικονομία άρχισε να αναπτύσσεται αργά αλλά σταθερά, αφού άρχισε να αποδίδει η υποτίμηση του νομίσματος, η οποία κατέστησε τα προϊόντα της Αργεντινής ανταγωνιστικά στις διεθνείς αγορές (ενώ, αντίθετα, ακρίβυναν κατά πολύ τα ξένα προϊόντα, με αποτέλεσμα να μειωθούν οι εισαγωγές). Ο συνδυασμός των δύο αυτών παραγόντων ήταν θετικός για το εμπορικό ισοζύγιο της Αργεντινής, όπως επίσης και για τον περιορισμό του εξωτερικού χρέους της<sup>105</sup>.

Το 2004 έγιναν συγκεκριμένες προτάσεις σε εκπροσώπους των παλαιών δανειστών της Αργεντινής, οι οποίες προέβλεπαν την πληρωμή του 25% (αργότερα του 35%) των παλαιών χρεών της – αυτών δηλαδή που υπήρχαν πριν από την ημερομηνία που η χώρα χρεοκόπησε. Οι προτάσεις αυτές προκάλεσαν

<sup>103</sup> Ammer J., Cai F., “Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?”, *International Finance Discussion Papers*, Number 912, 2007

<sup>104</sup> Ammer J., Cai F., “Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?”, *International Finance Discussion Papers*, Number 912, 2007

<sup>105</sup> Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Γραφικές Τέχνες

έντονες αντιδράσεις εκ μέρους κυρίως των διεθνών πιστωτών του κράτους, οι οποίοι αντιπροσώπευαν το 55% περίπου των χρεών του, με αποτέλεσμα να επιδεινωθούν οι σχέσεις του με το ΔΝΤ. Εν τούτοις η Αργεντινή, μετά από πολλές διπλωματικές προσπάθειες, κατάφερε να πείσει την πλειοψηφία των δανειστών της – με εξαίρεση τη Γερμανία και την Ιταλία<sup>106</sup>.

Η διαδικασία της πληρωμής των παλαιών χρεών, μέσω αναχρηματοδότησης, η οποία καθυστέρησε εκ μέρους της Αργεντινής, προέβλεπε τελικά, κατά μέσον όρο, την πληρωμή του 50% των δανειακών κεφαλαίων - μέσω της έκδοσης τριών νέων «ομολόγων δημοσίου», μεταξύ των οποίων θα μπορούσαν να επιλέξουν οι δανειστές, με συγκεκριμένους όμως περιορισμούς. Οι τόκοι των ληξιπρόθεσμων δανείων δεν αναγνωρίστηκαν από την Αργεντινή, παρά το ότι αρχικά είχε συμφωνήσει να τους πληρώσει – με αποτέλεσμα, οι ζημίες των διεθνών δανειστών της να είναι κατά πολύ μεγαλύτερες, από αυτές που εμφανίζονται<sup>107</sup>.

Ολοκληρώνοντας, αν και η κρίση στη χώρα ξεπεράστηκε, θα μπορούσε κάλλιστα να επαναληφθεί στο μέλλον. Το πλέον ανησυχητικό στοιχείο είναι ο πληθωρισμός, ο οποίος παραμένει στο 12%, ενώ το κεντρικό πρόβλημα της Αργεντινής σήμερα είναι η εξασφάλιση της απαραίτητης ενέργειας, αφού η συνέχιση ρυθμών ανάπτυξης μεταξύ 6% και 9% (ουσιαστικά οι ρυθμοί αυτοί «απαιτούνται», για να επανέλθει η Αργεντινή στο, προ της κρίσης, οικονομικό επίπεδο της), εξαρτάται κυρίως από τη λύση του ενεργειακού της προβλήματος.

## **2.5 Στατιστικά στοιχεία εκτιμήσεις για τον κίνδυνο από την αγορά κρατικών ομολόγων**

Όσο πιο μεγάλα τα πιθανά κέρδη, τόσο πιο μεγάλο είναι το ρίσκο της επένδυσης. Πρέπει όμως να προσέχουμε, διότι η αντίστροφη σχέση ΔΕΝ ισχύει κατά κανόνα: Όσο αυξάνει το ρίσκο δεν μας εξασφαλίζει με σιγουριά πιο μεγάλα κέρδη. Τα επενδυτικά μας προϊόντα αποτελούν μια ολοκληρωμένη επενδυτική πρόταση με

---

<sup>106</sup> Ammer J., Cai F., “Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?”, *International Finance Discussion Papers*, Number 912, 2007

<sup>107</sup> Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Γραφικές Τέχνες

πρωταρχικό στόχο την μεγαλύτερη δυνατή απόδοση με την ανάληψη του μικρότερου κινδύνου. Σε κάθε επένδυση υπάρχουν 3 βασικοί παράμετροι, που πρέπει να προσέχουμε <sup>108</sup>

### ΑΠΟΔΟΣΗ , ΑΣΦΑΛΕΙΑ , ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ



Η απόδοση εκφράζεται με το επιτόκιο (σε ετήσια βάση).

Ο βαθμός ασφάλειας μετρά κατά πόσο είναι εξασφαλισμένο το κεφάλαιο, ποιά είναι η πιθανότητα απώλειας (μέρους) κεφαλαίου και ποιά διακύμανση (ρίσκο) έχει η επένδυση. Η επενδύσεις μας έχουν στρατηγική αυξημένων αποδόσεων με ταυτόχρονη μείωση του κινδύνου. Καλό λοιπόν θα ήταν να συγκρίνουμε επενδύσεις ίδιου χρονικού ορίζοντα , και να μη μετράμε μόνο την απόδοση, που υπάρχει, αλλά πάντα να συσχετίζουμε το ρίσκο που αναλάβαμε.

Το κόστος του ομολογιακού δανείου μπορεί να οριστεί ως το προεξοφλητικό επιτόκιο που εξισώνει την πραγματική ταμειακή εισροή στην επιχείρηση με την παρούσα αξία των εκροών που καταβάλλει ως τοκομερίδια, προσαρμοσμένο αναλόγως του συντελεστή φορολογίας της επιχείρησης <sup>109</sup>.

Table C2 - Gross External Debt Position by Sector (USD millions <sup>110</sup> )	2012Q1				
	General Government	Monetary Authorities	Banks	Other Sectors	Direct Inv. Intercomany
Argentina	69.912	4.000	3.744	38.582	25.448
Armenia	3.016	770	1.504	1.141	914

<sup>108</sup> Cunningham A., L. Dixon, S. Hayes, “Analysing Yield Spreads on Emerging Market Sovereign Bonds”, *Financial Stability Review, Bank of England*, pp 175–186, 2001

<sup>109</sup> Ammer J., Cai F., “Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?”, *International Finance Discussion Papers*, Number 912, 2007

<sup>110</sup> www.imf.org



Australia	213.534	767	658.898	300.839	166.141
Austria	241.330	50.649	371.173	100.389	56.011
Belarus	12.458	1.402	5.983	12.842	1.044
Belgium	271.073	54.904	567.267	137.874	394.192
Brazil	58.695	4.472	138.012	99.996	113.186
Bulgaria	3.649	946	7.650	16.072	20.657
Canada	325.209	340	328.327	433.031	127.648
Chile	4.783	1.782	23.509	59.457	10.989
Colombia	33.084	1.210	9.187	33.026	376
Costa Rica	1.870	298	2.540	4.554	1.626
Croatia	9.478	472	15.693	27.132	9.015
Czech Republic	28.266	41	25.974	36.466	12.703
Denmark	60.681	376	396.135	92.394	53.269
Egypt	25.483	1.639	1.568	4.732	..
El Salvador	6.208	497	478	3.548	1.392
Estonia	916	37	9.075	7.371	3.593
Finland	119.007	3.451	343.466	67.385	56.399
France	1.488.143	246.867	2.249.422	702.789	443.371
Georgia	3.806	783	2.086	2.108	2.807
Germany	1.718.254	23.459	2.572.777	817.565	666.159
Greece	243.266	138.548	117.067	11.886	9.972
Hong Kong, China	1.365	112	713.676	123.058	187.392
Hungary	64.341	5.524	39.042	25.011	78.952
Iceland	5.269	2.551	1.259	86.672	12.476
India	81.895	170	65.250	198.504	..
Indonesia	112.502	5.880	19.203	91.175	..
Ireland	145.922	128.254	445.010	1.132.563	362.326
Israel	30.923	4.123	27.413	33.356	4.452
Italy	904.635	364.989	695.598	352.398	196.467
Japan	1.061.144	17.748	1.244.054	702.276	26.074
Jordan	5.914	626	8.394	2.745	0
Kazakhstan	4.555	658	14.835	46.008	63.502
Korea	55.590	34.331	197.760	115.465	8.216
Latvia	9.501	40	18.835	7.721	3.866
Lithuania	14.743	47	10.617	4.156	4.173
Luxembourg	4.271	3.693	644.094	996.493	575.337
Macedonia	1.938	497	760	2.163	1.266
Malaysia	5.443	0	47.852	39.987	..
Malta	392	1.476	38.229	2.827	2.537
Mexico	150.243	4.720	18.369	135.348	..
Moldova	1.147	406	570	2.603	928
Morocco	11.860	1.249	1.886	13.457	2.194
Netherlands	298.663	5.893	1.580.972	431.319	273.603
Norway	62.495	7.762	268.075	246.107	60.580
Peru	19.622	54	11.699	15.473	0
Philippines	38.247	1.467	8.183	13.701	1.306
Poland	130.172	6.730	66.669	64.621	80.065
Portugal	135.853	99.593	165.784	76.664	30.039
Romania	31.870	14.912	29.469	32.398	24.718
Russian Federation	36.335	11.529	168.361	260.046	89.203
Singapore	0	0	823.922	169.474	114.397

Slovak Republic	17.383	19.698	7.170	10.832	15.522
Slovenia	12.160	7.513	16.587	13.109	7.244
South Africa	45.268	408	23.693	24.620	24.472
Spain	342.854	369.289	875.522	555.720	239.243
Sweden	88.479	3.570	588.363	111.393	230.895
Switzerland	31.347	24.311	759.728	399.014	235.509
Thailand	12.161	8.423	25.933	58.982	10.560
Tunisia	11.289	526	4.634	6.682	0
Turkey	85.634	9.694	95.816	121.713	5.811
Ukraine	23.926	8.875	24.061	62.285	7.737
United Kingdom	671.733	32.428	6.025.623	2.951.011	669.989
United States	5.068.677	470.008	2.948.947	5.758.577	1.235.017
Uruguay	11.874	751	0	1.837	0
EURO Area	3.170.444	446.399	6.253.165	3.535.490	1.843.327

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

### Συμπεράσματα προτάσεις σε σχέση με την Ελλάδα

#### Περίπτωση Ευρώ-ομολόγου <sup>111</sup>

Το ευρώ-ομολόγο ήταν μια έμπνευση του πρωθυπουργού του Λουξεμβούργου και προέδρου του Eurogroup Ζαν Κλώντ Γιούνγκερ. Ουσιαστικά το ευρώ-ομολόγο σημαίνει ότι τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης θα δανείζονται ενιαία και όχι το καθένα ξεχωριστά.

#### Πλεονεκτήματα ευρώ-ομολόγου <sup>112</sup>

Το να δανείζεται η Ευρωζώνη ενιαία και όχι κάθε κράτος-μέλος ξεχωριστά θα έχει θετική επίπτωση στο επιτόκιο δανεισμού, αφού είναι διαφορετικό να υπάρχει ένας “συνασπισμός” κρατών που δανείζονται όλα μαζί σαν ένα και διαφορετικά να προσπαθεί κάθε κράτος-μέλος να τα βγάλει πέρα. Όσο περισσότερα τα κράτη-μέλη που δανείζονται ταυτόχρονα, τόσο καλύτερες εγγυήσεις μπορούν να μπουν για τους δανειστές. Με άλλα λόγια, χώρες όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία, η Ιρλανδία κ.ο.κ θα

<sup>111</sup> Ammer J., Cai F., “Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?”, *International Finance Discussion Papers*, Number 912, 2007

<sup>112</sup> Cunningham A., L. Dixon, S. Hayes, “Analysing Yield Spreads on Emerging Market Sovereign Bonds”, *Financial Stability Review*, Bank of England, pp 175–186, 2001

μπορούσαν να απαλλαγούν από το βραχνά του υψηλού (έως τοκογλυφικού) επιτοκίου των αγορών.

Υπάρχουν **τρεις λόγοι**<sup>113</sup> για τη θέσπιση ευρωπαϊκού ομολόγου, οι οποίοι προβάλλονται είτε μαζί είτε χωρία, ανάλογα με το τι θέλει εκείνος που τους προβάλλει. Ο πρώτος είναι πρακτικός – δημοσιονομικός. Οι υποστηρικτές του ευρωομολόγου θεωρούν, δικαίως, ότι ένα ομόλογο με την εγγύηση της Ένωσης είτε της ίδιας ως νομικής προσωπικότητας είτε ενός οργανισμού που θα φτιαχτεί επί τούτου θα είναι λιγότερο εκτεθειμένο στην κερδοσκοπία και θα έχει χαμηλότερη απόδοση για τους αγοραστές του, δηλαδή χαμηλότερο επιτόκιο και δεν θα επιβαρύνονται υπερβολικά οι προϋπολογισμοί των κρατών μελών. Επομένως, λένε, δεν θα χρειάζεται κάθε τόσο η Ένωση να φροντίζει εκ των ενόντων να στηρίξει ένα μέλος της που κινδυνεύει, όπως τώρα την Ελλάδα και την Ιρλανδία, αφού τα κράτη μέλη θα μπορούν να δανείζονται με ενιαίο και χαμηλό επιτόκιο. Ο δεύτερος λόγος είναι νομισματικός. Με αυτόν τον τρόπο, λένε οι υποστηρικτές του ευρωομολόγου, η Ευρωζώνη θα γίνει πιο ελκυστικός τόπος χρηματικών επενδύσεων, τα ευρωπαϊκά ομόλογα θα ανταγωνίζονται τα ομοσπονδιακά ομόλογα των ΗΠΑ στη διεθνή αγορά, το ευρώ θα αποκτήσει μεγαλύτερη σταθερότητα και θα ενισχύσει τη θέση του ως νόμισμα στο οποίο τοποθετούν τα κράτη τα αποθέματά τους. Ο τρίτος λόγος είναι πολιτικός<sup>114</sup>. Με το ευρωομόλογο, λέγεται ορθά, θα συνδεθούν οπωσδήποτε ρυθμίσεις διαχείρισής του, κι έτσι θα ενισχυθεί η συνοχή της Ένωσης<sup>115</sup>. Επιπλέον, αν και το ομόλογο θα εκδοθεί για τις ανάγκες των κρατών μελών, σύντομα, αφού θα υπάρχει, η χρήση του θα επεκταθεί για επενδύσεις σε ενωσιακό επίπεδο, σαν τα «δίκτυα» που είχε προτείνει ο Ζακ Ντελόρ, όταν ήταν πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, αυτό θα απαιτήσει σταδιακά αύξηση του προϋπολογισμού κ.ο.κ. Οι αντιρρήσεις που προβάλλονται είναι δύο<sup>116</sup>. Πρώτον, ότι ένα ομόλογο που το εκδίδουν όλες οι χώρες μαζί, θα έχει επιτόκιο που θα αντανakλά ακριβώς αυτόν τον συνδυασμό, και επομένως θα είναι υψηλότερο από το επιτόκιο που πληρώνουν σήμερα π.χ. η Γερμανία, η Ολλανδία, η Δανία ή η Αυστρία. Αυτές οι χώρες λοιπόν θα

---

<sup>113</sup> Cunningham A., L. Dixon, S. Hayes, “Analysing Yield Spreads on Emerging Market Sovereign Bonds”, *Financial Stability Review, Bank of England*, pp 175–186, 2001

<sup>114</sup> Cunningham A., L. Dixon, S. Hayes, “Analysing Yield Spreads on Emerging Market Sovereign Bonds”, *Financial Stability Review, Bank of England*, pp 175–186, 2001

<sup>115</sup> Cunningham A., L. Dixon, S. Hayes, “Analysing Yield Spreads on Emerging Market Sovereign Bonds”, *Financial Stability Review, Bank of England*, pp 175–186, 2001

<sup>116</sup> Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Αμοιβαία κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Ιδιωτική έκδοση: Ελευθερουδάκης, 2010

επιβαρύνονται περισσότερο από όσο τώρα, για να στηρίξουν τον δανεισμό κρατών σαν την Ελλάδα, την Πορτογαλία και την Ισπανία. Δεύτερον, το σχετικά χαμηλό επιτόκιο των ευρωπαϊκών ομολόγων θα είναι κίνητρο γι' αυτές τις χώρες να πάνε να τηρούν δημοσιονομική πειθαρχία. Θα συνεχίσουν να δανείζονται ακόμα περισσότερο, και στο τέλος η κρίση χρέους που θέλει να καταπολεμήσει το ευρωομόλογο θα επανέλθει<sup>117</sup>.

---

<sup>117</sup> Ammer J., Cai F., “Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?”, *International Finance Discussion Papers*, Number 912, 2007

## Επίλογος

Το κρατικό ομόλογο ή κυβερνητικό ομόλογο (treasury bond) είναι η συνηθέστερη και πιο κοινή περίπτωση ομολόγου<sup>118</sup>. Ομόλογα τέτοιου τύπου συναντώνται σε πολλές χώρες. Εκδίδονται για σχετικά μεγάλα ποσά, θεωρούνται εξαιρετικής πιστωτικής αξίας και έχουν μεγάλη ρευστότητα. Με τον τρόπο αυτό οι κυβερνήσεις καλύπτουν σε ένα βαθμό τις δανειακές τους ανάγκες. Θεωρούνται σημείο αναφοράς για την τιμολόγηση όλων των άλλων εκδόσεων. Η αγορά των κυβερνητικών ομολόγων των ΗΠΑ είναι η μεγαλύτερη στον κόσμο αποτελώντας γι' αυτό σημείο αναφοράς των διεθνών αγορών, με τα T-bonds, T-bills, T-notes (όπου το T σημαίνει Treasury)<sup>119</sup>.

Μεταξύ των βασικών αιτιών που συντέλεσαν σε αυτήν την ανάπτυξη ήταν τα μεγάλα ελλείμματα του προϋπολογισμού της χώρας και η διεθνοποίηση της αγοράς αυτής αφού ο αριθμός των ξένων επενδυτών αυξήθηκε με γρήγορους ρυθμούς. Σήμερα το μεγαλύτερο μέρος των κυβερνητικών ομολόγων βρίσκεται στα χέρια ξένων επενδυτών<sup>120</sup>.

Προϊόντα αυτής της αγοράς είναι τα έντοκα γραμμάτια (treasury bills), τα ομόλογα με διάρκεια από 2 έως 10 χρόνια (treasury notes) και τα ομόλογα με διάρκεια μεγαλύτερη των 10 ετών (treasury bonds). Δημοφιλέστερα και γνωστότερα μεταξύ των τελευταίων τα 30χρονα ομόλογα, η απόδοση των οποίων είναι σημείο αναφοράς της τάσεως των μακροχρονίων επιτοκίων στις ΗΠΑ. Άλλες σημαντικές αγορές κρατικών ομολόγων είναι αυτή της Ιαπωνίας, της Γερμανίας και της Μ. Βρετανίας.

---

<sup>118</sup> Ammer J., Cai F., "Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?", *International Finance Discussion Papers*, Number 912, 2007

<sup>119</sup> Adler M., Song J., "The Behavior of Emerging Market Sovereigns Credit Default Swap Premiums and Bond Yield Spreads", *Working Paper*, 2007

<sup>120</sup> Adler M., Song J., "The Behavior of Emerging Market Sovereigns Credit Default Swap Premiums and Bond Yield Spreads", *Working Paper*, 2007

## Βιβλιογραφία

- <http://www.hba.gr/>
- [www.imf.org](http://www.imf.org)
- [www.euromoney.com](http://www.euromoney.com)
- [www.ebea.gr](http://www.ebea.gr),
- Αλεξιάκης Χρήστος - Ξανθάκης Εμμανουήλ, Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική - Εισαγωγικά Στοιχεία, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2008
- Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Αμοιβαία κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Ιδιωτική έκδοση: Ελευθερουδάκης, 2010
- Γεώργιος Α. Καραθανάσης, Αξιολόγηση επενδύσεων, χρηματοδοτήσεις και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις: Σμπίλιας, 1996
- Νικόλαος Φίλιππας, Επενδύσεις, Εκδόσεις: Λογοσοφία, 2005
- Μπιτζένης Π. Αριστείδης, Παγκοσμιοποίηση, πολυεθνικές, Επενδύσεις και Ευρωπαϊκή ολοκλήρωση στο νέο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, Εκδόσεις: Σταμούλη, 2009
- Αλεξιάκης Α. Χρήστος, Χρηματιστήριο - το παιχνίδι της λογικής και της παρόρμησης, Εκδόσεις: Κριτική, 2003
- J. Weston – Eug. Brigham, Βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής, Εκδ. Παπαζήση.
- Δ. Παπαϊωάννου, Γρ. Αθ. Γιαννόπουλος – Εισαγωγή στις χρηματοοικονομικές αγορές, Γραφικές Τέχνες.
- Adler M., Song J., “The Behavior of Emerging Market Sovereigns Credit Default Swap Premiums and Bond Yield Spreads”, *Working Paper*, 2007
- Ammer J., Cai F., “Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?”, *International Finance Discussion Papers*, Number 912, 2007
- Blanco R., S. Brennan, I. W. Marsh, “An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *Journal of Finance*, Issue 60, 2005
- Cunningham A., L. Dixon, S. Hayes, “Analysing Yield Spreads on Emerging Market Sovereign Bonds”, *Financial Stability Review, Bank of England*, pp 175–186, 2001

- Engle, R. and C. Granger, “Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing”, *Econometrica* 55, 1987
- Jan De Wit, “Exploring the CDS-Bond Basis”, *Working paper*, November 2006
- Zhou R., “Bond Implied CDS Spread and CDS-Bond Basis”, *Working Paper*, August 2008