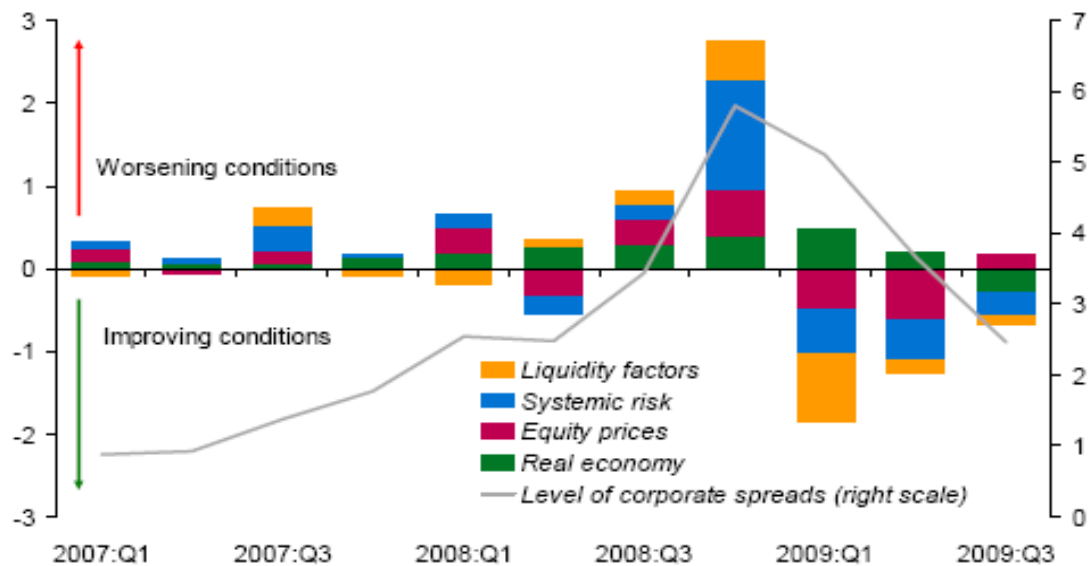




ΜΠΣ «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ»

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης
του Πανεπιστημίου Πειραιώς



Τίτλος Εργασίας:

Αγορές ομολόγων: εξελίξεις και προοπτικές μετά την πρόσφατη κρίση

Καραγιάννης Ηλίας

Επιβλέπων Καθηγητής: Μπρισίμης Σοφοκλής

Πειραιάς 06/11/2009

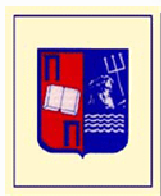
Η εργασία υποβάλλεται για τη μερική κάλυψη των απαιτήσεων με στόχο την
απόκτηση του διπλώματος

ΜΠΣ «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ»

από

το Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης

του Πανεπιστημίου Πειραιώς



“Ρευστότητα-Εικασία-Πανικός”

Walter Bagehot

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2009

«Μπρος στα μάτια μας συντελείται μια παρόμοια κίνηση. Οι αστικές σχέσεις παραγωγής και ανταλλαγής, οι αστικές σχέσεις ιδιοκτησίας, η σύγχρονη αστική κοινωνία, που δημιούργησε τόσο ισχυρά μέσα παραγωγής και ανταλλαγής, μοιάζει με το μάγο εκείνο που δεν καταφέρνει πια να κυριαρχήσει πάνω στις καταχθόνιες δυνάμεις που ο ίδιος κάλεσε... Στις εμπορικές κρίσεις καταστρέφεται τακτικά ένα μεγάλο μέρος όχι μονάχα των έτοιμων προϊόντων, αλλά ακόμα και των παραγωγικών δυνάμεων που ήδη είχαν δημιουργηθεί. Στις κρίσεις ξεσπά μια κοινωνική επιδημία που σε κάθε άλλη προηγούμενη εποχή θα φαινόταν σαν παραλοχισμός, η επιδημία της υπερπαραγωγής. Η κοινωνία βρίσκεται πάλι πίσω σε κατάσταση στιγματιάς βαρβαρότητας. Θα 'λεγε κανείς ότι ένας λιμός, ένας γενικός καταστροφικός πόλεμος της έκοψε όλα τα μέσα ύπαρξης. Η βιομηχανία, το εμπόριο φαίνονται όλα εκμηδενισμένα. Και γιατί; Γιατί η κοινωνία έχει πάρα πολύ πολιτισμό, πάρα πολλά μέσα ύπαρξης, πάρα πολύ βιομηχανία, πάρα πολύ εμπόριο».

Καρλ Μαρξ – Φρίντριχ Έγκελς: Μανιφέστο του Κομμουνιστικού Κόμματος,
Αθήνα 2008: Εκδόσεις Σύγχρονη Εποχή

Περιεχόμενα:

Πρόλογος	5
Η Πρόσφατη Οικονομική Κρίση	6
I. Κρίση στην οικονομία – Ορισμός και είδη κρίσεων	6
Α)Οικονομική κρίση και οικονομική ύφεση.....	6
Β)Συναλλαγματική κρίση και χρηματοπιστωτική κρίση	7
II. Αιτίες πρόσφατης οικονομικής κρίσης	11
III. Επιπτώσεις της κρίσης	16
Αγορές Ομολόγων	23
I. Ορισμός και χαρακτηριστικά ομολόγων.....	23
II. Είδη ομολόγων	25
III. Κίνδυνοι ομολόγων σταθερής απόδοσης	26
IV. Η Αγορά Ομολόγων στην Ελλάδα.....	29
V. Διεθνείς Αγορές Ομολόγων.....	31
Εξειλίξεις στις Διεθνείς Αγορές Ομολόγων	38
I. Αγορά ΗΠΑ & Ευρωζώνης	40
II. Ελληνική Αγορά ομολόγων.....	49
Προοπτικές στις Διεθνείς Αγορές Ομολόγων	53
I. Μέτρα Αντιμετώπισης της Κρίσης: Επισκόπηση και Αξιολόγηση	54
II. Οικονομική Κρίση και Αγορές Ομολόγων: Προοπτικές	59
Επίλογος	70
Βιβλιογραφία	72
Ελληνική	72
Ξενόγλωσση	73
Ιστοσελίδες.....	75
Παράρτημα Α	76
Παράρτημα Β	78

Λίστα Γραφημάτων:

Γράφημα 1: Οι φάσεις του οικονομικού κύκλου	1
Γράφημα 2: Ποσοστιαία μεταβολή ΑΕΠ, G7	1
Γράφημα 3: Ποσοστό ανεργίας, G7	1
Γράφημα 4: Απώλειες δομημένων ομολόγων, παγκοσμίου ΑΕΠ και παγκόσμιας κεφαλαιοποίησης.....	1
Γράφημα 5: Εκτιμήσεις επιχειρήσεων για την ως τώρα επίδραση της κρίσης	1
Γράφημα 6: Εκτιμήσεις επιχειρήσεων για τη μελλοντική επίδραση της κρίσης	1
Γράφημα 7: Τάση ζήτησης προϊόντων επιχειρήσεων δείγματος	1
Γράφημα 8: Θέση εταιριών για την εξέλιξη της ρευστότητάς τους.....	1
Γράφημα 9: Πρόβλεψη εταιριών για τον αριθμό που απασχολούν.....	1
Γράφημα 10: Αξία συναλλαγών ΗΔΑΤ, 2007-2009, €δισ	1
Γράφημα 11: Παγκόσμια Αγορά Ομολόγων, \$δισ, 1998-2008	1
Γράφημα 12: Εκδόσεις Ομολόγων ανα φορέα, \$δισ, 1999-2008	1
Γράφημα 13: Σχετικό Μέγεθος Αγοράς Ομολόγων ως ποσοστό ΑΕΠ, \$δισ, 2008	1
Γράφημα 14: Διεθνείς Αγορές Ομολόγων ανά χώρα προέλευσης, ποσοστό%, 2008	1
Γράφημα 15: Εκδόσεις καλυπτόμενων-από-υποθήκες ομολόγων, ως ποσοστό συνολικών εκδόσεων και ως \$δισ, 2004-2008.....	1
Γράφημα 16: Αποδόσεις μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων, ΗΠΑ και Ευρωζώνη.....	1
Γράφηματα 17-18: Αποδόσεις 10ετών ομολόγων (αναφοράς) Ελλάδα, Γερμανίας και ΗΠΑ, ποσοστό %, 1/1/2005 – 30/8/2009	1
Γράφημα 19: Παγκόσμιος Χάρτης Οικονομικής Σταθερότητας, Απρίλης και Οκτώβρης 2009.....	1
Γράφημα 20: Συνεισφορά στη βελτίωση των spreads των εταιρικών ομολόγων 2007-2009, τριμηνιαίες αλλαγές, ποσοστιαίες μονάδες	1
Γράφημα 21: Κίνδυνος πτώχευσης τραπεζών, 2004-2009.....	1
Γράφημα 22: Πραγματοποιηθείσες και αναμενόμενες δανειακές απώλειες τραπεζών ανά περιοχή, \$δισ.....	1
Γράφημα 23: Κέρδη τραπεζών ως % συνολικού ενεργητικού, 1980-2014	1
Γράφημα 24: Τράπεζες αναπτυσσόμενων αγορών - Διάρθρωση λήξεως ομολογιακών δανείων: % χρέους που λήγει σε 1,2....10 έτη, 2007 και 2009.....	1

Λίστα Πινάκων:

Πίνακας 1: Συνδέοντας το χρηματοοικονομικό σύστημα με την πραγματική οικονομία.....	1
Πίνακας 2: Εκτίμηση συνολικής απώλειας κερδών και πωλήσεων ανά τομέα, με βάση σταθμισμένα μεγέθη του 2007.....	1
Πίνακας 3: Κυριότερες εγχώριες Αγορές Ομολόγων και η διάρθρωσή τους, \$δισ,2008.....	1
Πίνακας 4: Συμμετοχή της Αγγλίας στη διεθνή Αγορά Ομολόγων, %, 2007-8	1
Πίνακας 5: Είδη ομολόγων στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη	1
Πίνακας 6: Συνοπτική παρουσίαση αγοράς ομολόγων των ΗΠΑ, 30/7/2007 ως σήμερα....	1
Πίνακας 7: Συνοπτική παρουσίαση αγοράς ομολόγων της Ευρωζώνης, 30/7/2007 ως σήμερα.....	1
Πίνακας 8: Αποτελέσματα αγοράς ομολόγων στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη, Αύγουστος 2007 ως σήμερα.....	1
Πίνακας 9: Μέτρα αντιμετώπισης της κρίσης ανά φορέα, BIS.....	1
Πίνακας 10: Μέτρα αντιμετώπισης της κρίσης, IMF study οικονομία.....	1
Πίνακας 11: Τραπεζικό κεφάλαιο, κέρδη και απομειώσεις περιουσιακών στοιχείων τραπεζών, β' τρίμηνο 2009 έως τέλος 2010, \$δισ.....	1

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η πρόσφατη οικονομική κρίση, που εκδηλώθηκε τον Αύγουστο του 2007 με αφετηρία τα ενυπόθηκα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης στις ΗΠΑ και συνεχίζεται ως τις μέρες μας, είναι εξίσου σφοδρή με το μεγάλο οικονομικό κραχ στα 1930 και θέτει σοβαρά ερωτήματα αναφορικά με το μέλλον της παγκόσμιας οικονομίας. Η κρίση, η οποία έχει σήμερα μεταφερθεί και στην «πραγματική» οικονομία (αγαθά και υπηρεσίες) ενώ έχει πλήξει σχεδόν όλα τα αναπτυγμένα και αναπτυσσόμενα κράτη (συμπεριλαμβανομένης της χώρας μας), βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη με τις αγορές να δείχνουν τώρα δειλά-δειλά τα πρώτα σημάδια σταθεροποίησης. Στο συγκεκριμένο πόνημα θα εστιάσουμε σε μια ειδική κατηγορία αγορών, την αγορά ομολόγων, και θα προσπαθήσουμε να διαλευκάνουμε πώς αυτή επηρεάστηκε από τις σαρωτικές εξελίξεις στο διεθνές οικονομικό στερέωμα. Η εργασία όμως δε στέκεται μόνο στο παρελθόν απλά εξηγώντας τα περασμένα, αλλά ενδιαφέρεται και για το μέλλον προσπαθώντας να διαγράψει τις προοπτικές που διαφαίνονται για τα ομόλογα στο εγγύς μέλλον. Η δομή του πονήματος έχει ως ακολούθως: Στο πρώτο κεφάλαιο δίνουμε τον ορισμό και τις κατηγορίες των οικονομικών κρίσεων γενικά ενώ παράλληλα επικεντρωνόμαστε στην παρούσα κρίση συζητώντας τα αίτια και τις επιπτώσεις της. Το δεύτερο κεφάλαιο αποτελεί ουσιαστικά μια εισαγωγή στη θεωρία ομολόγων, που καλύπτει θέματα ορισμού, τις διακρίσεις των διάφορων ειδών ομολόγων καθώς και τους κινδύνους που σχετίζονται με αυτά, ενώ παράλληλα κάνει αναφορά στα κύρια χαρακτηριστικά της διεθνούς και ελληνικής αγοράς ομολόγων. Στο τρίτο κεφάλαιο παρακολουθούμε τις εξελίξεις στις αγορές ομολόγων της Ελλάδας, της Ευρωζώνης και των ΗΠΑ και συμπεραίνουμε ότι η παγκόσμια οικονομική κρίση έχει στρέψει τους επενδυτές στις ασφαλείς αγορές κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη, ενώ η Ελλάδα λόγω της σχετικά υψηλής επικινδυνότητας των αντίστοιχων εγχώριων τίτλων, αδυνατεί να ακολουθήσει τη γενική τάση. Στο τέταρτο κεφάλαιο, αφού προβούμε σε μια σύντομη επισκόπηση και αξιολόγηση των μέτρων που ελήφθησαν σε παγκόσμιο επίπεδο για την αντιμετώπιση της κρίσης, εξετάζουμε τις προοπτικές που διανοίγονται και συμπεραίνουμε ότι το πιο πιθανό σενάριο αυτή τη στιγμή κάνει λόγο για μια ασταθή παγκόσμια αγορά ομολόγων, λόγω της αβεβαιότητας που επικρατεί σχετικά με χρόνο εξόδου από την κρίση. Τέλος, στον επίλογο κάνουμε μια ανακεφαλαίωση των βασικών συμπερασμάτων μας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Η τελευταία οικονομική κρίση, η οποία έχει παγκόσμιο χαρακτήρα επηρεάζοντας τόσο τις αναπτυγμένες όσο και τις αναπτυσσόμενες αγορές όλου του κόσμου, ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2007 και βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη (δες

Παράρτημα Α για ένα ημερολόγιο της τρέχουσας κρίσης), με τις επιπτώσεις της να γίνονται σταδιακά ορατές στην πραγματική οικονομία (αγορές αγαθών και υπηρεσιών).

I. Κρίση στην Οικονομία – Ορισμός και Είδη κρίσεων

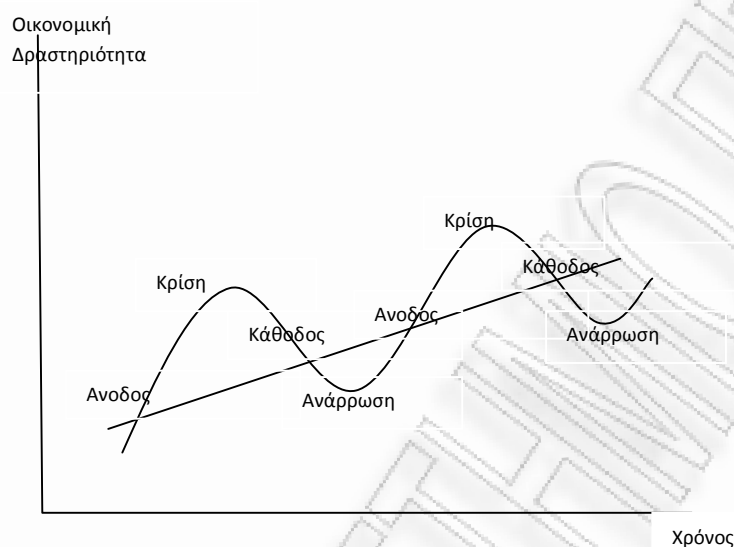
Πριν προχωρήσουμε στην ενδελεχή μελέτη της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης (εφεξής «η κρίση»), αναλύοντας μεταξύ άλλων κύρια σημεία όπως τα χαρακτηριστικά, τα αίτια και οι επιπτώσεις της, είναι σημαντικό να οριοθετήσουμε εννοιολογικά τον όρο «οικονομική κρίση». Κάτι τέτοιο κρίνεται απαραίτητο διότι στην οικονομική θεωρία ο όρος αυτός χρησιμοποιείται για να περιγράψει ποικίλλες καταστάσεις που μοιράζονται κάποια κοινά σημεία μεταξύ τους, αλλά ταυτόχρονα παρουσιάζουν και διακριτές διαφορές. Συνεπώς, αναλύοντας τον «όρο οικονομική κρίση» σε πολλαπλά επίπεδα, οφείλουμε να κάνουμε τους εξής διαχωρισμούς:

A) Οικονομική κρίση και οικονομική ύφεση:

Σύμφωνα με τη θεωρία των επιχειρηματικών οικονομικών κύκλων (business cycle theory), κάθε αναπτυγμένη καπιταλιστική οικονομία διέρχεται περιοδικά από τέσσερις διακριτές φάσεις, ήτοι α) τη φάση της ανόδου (ή άνθησης), β) τη φάση της κρίσεως που ακολουθεί μετά από κάθε άνοδο, γ) τη φάση της καθόδου (ή ύφεσης) και δ) τη φάση της αναρρώσεως ή αναζωογόνησης της οικονομίας. Η τυπολογία αυτή ανήκει στον Αυστριακό οικονομολόγο Joseph Schumpeter και παρουσιάζεται στο βιβλίο του *The theory of economic development (1961)*. Η διαγραμματική απεικόνιση των τεσσάρων αυτών σταδίων γίνεται στο Γράφημα 1. Στη φάση της κρίσεως, που σύμφωνα με τους Γεωργακόπουλο κλπ (1998:442) παρουσιάζεται γιατί όσο διαρκεί η φάση της ανόδου η οικονομία γίνεται όλο και περισσότερο ευάλωτη σε διάφορες ενδογενείς ή εξωγενείς διαταρακτικές επιδράσεις, βασικά χαρακτηριστικά είναι η στενότητα παραγωγικών συντελεστών (κυρίως εργασίας), η αύξηση του κόστους, η συνεπακόλουθη γενική αύξηση των τιμών καθώς και η αδυναμία περαιτέρω αύξησης της παραγωγής. Στην περίοδο αυτή πολλές επιχειρήσεις και χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί οδηγούνται στην χρεοκοπία, με αποτέλεσμα να εξαπλώνεται η ανεργία, που στη προηγούμενη φάση (άνθηση) ήταν αισθητά μειωμένη γιατί η οικονομία πλησίαζε τα όρια της πλήρους απασχόλησης. Εξάλλου, κατά τη φάση της καθόδου που ακολουθεί, σύμφωνα με τους ίδιους συγγραφείς «θα εμφανισθεί ζημία σε πολλούς

κλάδους της οικονομίας με συνέπεια την παραπέρα μείωση της παραγωγής. Η μείωση της παραγωγής θα έχει εξάλλου ως συνέπεια τη μείωση της απασχολήσεως, οποία θα οδηγήσει στη μείωση εισοδημάτων... Οι χρεώστες αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη δυσκολία για την εξόφληση των δανείων τους, αφού τώρα απαιτείται μεγαλύτερη αγοραστική δύναμη από πριν».

Γράφημα 1: Οι φάσεις του οικονομικού κύκλου



B) Συναλλαγματική κρίση (currency crisis) και χρηματοπιστωτική κρίση (banking crisis):

Πρόκειται για τις δύο κυριότερες μορφές οικονομικής κρίσης που απαντώνται στις σύγχρονες καπιταλιστικές οικονομίες. Η πρώτη μορφή αναφέρεται ουσιαστικά σε συνεχείς καθοδικές πιέσεις που δέχεται το νόμισμα μιας χώρας. Πιο συγκεκριμένα, **συναλλαγματική** κρίση μπορεί να θεωρηθεί η κατάσταση κατά την οποία η συναλλαγματική ισοτιμία μεταβάλλεται περισσότερο από δύο (ή τρεις) τυπικές αποκλίσεις (από το μέσο ή «κανονικό») εντός μιας αυστηρά καθορισμένης χρονικής περιόδου (Fratzscher 2002:12). Μικρότερης κλίμακας μεταβολές στην ισοτιμία συναλλάγματος δεν αποτελούν κρίση. Εξάλλου, η παγκόσμια ερευνητική κοινότητα έχει καταλήξει σε τρία θεωρητικά μοντέλα τα οποία αναλύουν τις αιτίες μιας συναλλαγματικής κρίσης, πιο συγκεκριμένα τα μοντέλα *πρώτης*, *δεύτερης* και *τρίτης* γενιάς. Ο Krznar (2004: 2-8) δίνει μια συνοπτική πλην όμως επιφωτιστική περιγραφή

των τριών αυτών θεωρητικών κατασκευών. Τα μοντέλα *πρώτης* γενιάς υποστηρίζουν ότι συναλλαγματική κρίση μπορεί να προκύψει από την κακή νομισματική και δημοσιονομική πολιτική του κράτους που προσπαθεί να καλύψει το προυπολογιστικό έλλειμμα μέσω επέκτασης του δανεισμού. Κάτι τέτοιο αυξάνει την προσφορά χρήματος στην οικονομία, δημιουργεί υπερβάλλουσα ρευστότητα στην αγορά χρήματος, ωθεί τους επενδυτές να αυξήσουν τη ζήτηση για ξένο νόμισμα και αναγκάζουν την κεντρική τράπεζα να μειώσει τα διεθνή αποθέματα για να αποκαταστήσει την ισορροπία, πιέζοντας ταυτόχρονα προς τα κάτω το εγχώριο νόμισμα. Αντίθετα, τα μοντέλα *δεύτερης* γενιάς δε θεωρούν τις αλλαγές στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη μιας χώρας ως τη μοναδική συνθήκη για το ξέσπασμα μιας συναλλαγματικής κρίσης (αν και τη θεωρούν επίσης αναγκαία συνθήκη). Με άλλα λόγια, η οικονομική πολιτική μιας χώρας δεν είναι προκαθορισμένη αλλά επηρεάζεται από αλλαγές στο οικονομικό σύστημα, ενώ καίριο ρόλο διαδραματίζουν οι προσδοκίες των επενδυτών, που βασίζονται στην αναμενόμενη συμπεριφορά των νομοθετών. Τέλος, τα μοντέλα *τρίτης* γενιάς βγάζουν από το επίκεντρο της προσοχής τις εκάστοτε αποφάσεις των αρμόδιων αρχών σχετικά με την οικονομική πολιτική και τα μακροοικονομικά μεγέθη και εστιάζουν σε ατέλειες της αγοράς και στρεβλώσεις του οικοδομήματος της οικονομίας (πχ ασυμμετρία πληροφόρησης, αναποτελεσματική επίβλεψη του τραπεζικού τομέα, συμπεριφορικά προβλήματα των διαχειριστών χαρτοφυλακίων κλπ).

Μια δεύτερη μορφή οικονομικής κρίσης, πέρα από τη συναλλαγματική που αναλύσαμε παραπάνω, είναι η **χρηματοπιστωτική** κρίση. Το είδος αυτό της κρίσης μας ενδιαφέρει περισσότερο διότι και η παρούσα παγκόσμια οικονομική κρίση ανήκει σε αυτή την κατηγορία. Επομένως, μια επισταμένη ανάλυση της χρηματοπιστωτικής κρίσης μέσα από τα μάτια της σύγχρονης ακαδημαϊκής κοινότητας κρίνεται απαραίτητη για τις ανάγκες αυτού του πονήματος. Σύμφωνα με τους Laeven & Valencia (2008:5) χρηματοπιστωτική κρίση είναι μια κατάσταση κατά την οποία *«οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και οι επιχειρήσεις αδυνατούν να τακτοποιήσουν τις οφειλές τους εγκαίρως. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα μια δραματική αύξηση των ακάλυπτων δανείων ενώ όλο ή σχεδόν όλο το τραπεζικό κεφάλαιο εξαντλείται. Η κατάσταση μπορεί να συνοδεύεται από μειωμένες τιμές τίτλων, ... δραματική αύξηση των πραγματικών επιτοκίων και μια καθίζηση ή αναστροφή των κεφαλαικών ροών. Σε μερικές περιπτώσεις η κρίση ξεσπάει από μια μαζική προσέλευση*

των καταθετών στις τράπεζες, αλλά στις περισσότερες περιπτώσεις είναι μια γενική συνειδητοποίηση ότι συστημικά σημαντικοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί αντιμετωπίζουν στενότητα πόρων». Στο ίδιο πνεύμα, αν και περισσότερο λακωνικός είναι και ο ορισμός των Bordo et al (2001) κατά τους οποίους μια οικονομική κρίση είναι ένα διάστημα «οικονομικής στενότητας που αποτελεί προϊόν της διάβρωσης όλου ή του μεγαλύτερου μέρους του τραπεζικού κεφαλαίου». Εξάλλου, σύμφωνα με τους Reinhart και Rogoff (2008a) σε μια κρίση ένα από τα δύο ακόλουθα ενδεχόμενα είναι δυνατά: i) «μαζικές αναλήψεις από καταθέτες, που έχουν ως αποτέλεσμα το κλείσιμο, τη συγχώνευση ή την εξαγορά από το δημόσιο τομέα ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. ii) σε περίπτωση που δεν υπάρχουν μαζικές αναλήψεις, τότε είναι πιθανό το κλείσιμο, η συγχωνεύση, η εξαγορά ή η ευρείας κλίμακας οικονομική βοήθεια από το δημόσιο τομέα ενός σημαντικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, που σηματοδοτεί την εκκίνηση μιας ανάλογης πορείας και για άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς».

Από τους παραπάνω ορισμούς γίνεται σαφές πως όταν ξεσπάει μια οικονομική κρίση αυτής της μορφής ο χρηματοπιστωτικός τομέας είναι αυτός που δέχεται το πρώτο σοβαρό πλήγμα, με πολλές τράπεζες και συναφή ιδρύματα να αντιμετωπίζουν οξεία προβλήματα ρευστότητας. Αυτός είναι άλλωστε και ο λόγος που μια τέτοιου είδους κρίση χαρακτηρίζεται αρχικά «χρηματοπιστωτική κρίση», «κρίση του τραπεζικού συστήματος» -“banking crisis” κοκ. Είναι σημαντικό στο σημείο αυτό να υπογραμμίσουμε πως οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις παρουσιάζονται με σχετική συχνότητα τα τελευταία χρόνια. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι στον πίνακα των Cechetti et al (2009) που απαριθμεί 40 χρηματοπιστωτικές κρίσεις από το 1980 και μετά, οι 33 ξέσπασαν από τη δεκαετία του 1990 και έπειτα. Εξάλλου, οι Cardarelli et al (2009) συμπεραίνουν πως οικονομικές κρίσεις που δημιουργούν σοβαρά προβλήματα στον τραπεζικό τομέα έχουν περισσότερες πιθανότητες να οδηγήσουν σε οικονομική καθίζηση (και μάλιστα έντονη) από ότι κρίσεις που αφήνουν αλώβητο τον χρηματοπιστωτικό κλάδο. Το γεγονός αυτό κάθε άλλο παρά τυχαίο είναι και σχετίζεται με τη δομή των σύγχρονων καπιταλιστικών οικονομιών και του ολοένα και αυξανόμενου ρόλου των τραπεζών μέσα σε αυτές: Οι τράπεζες, ως συλλέκτες χρήματος και ως οργανισμοί που κύριο ρόλο έχουν να λειτουργούν ως μεσάζοντες μεταφέροντας κεφάλαια από πλεονασματικές σε ελλειμματικές οικονομικές μονάδες και νοικοκυριά μέσω του δανεισμού, είναι «καταδικασμένες»

να υποστούν πρώτες τις συνέπειες της κρίσης και της γενικότερης οικονομικής στενότητας. Η κεφαλαιακή αυτή ανεπάρκεια, οποιαδήποτε και αν είναι η αιτία της, μεταδίδεται ή αλλιώς «χτυπάει την πόρτα» της πραγματικής οικονομίας μέσω συγκεκριμένων «μηχανισμών μετάδοσης» όπως φαίνεται και στον πίνακα 1, Cecchetti et al (2009:5)

Πίνακας 1: Συνδέοντας το χρηματοοικονομικό σύστημα με την πραγματική οικονομία

Κανάλι μετάδοσης	Μηχανισμός
Κόστος δανεισμού	Υψηλότερα επιτόκια, μεγαλύτερα spreads και χαμηλότερες τιμές ιδίων κεφαλαίων αυξάνουν το κόστος δανεισμού, μειώνοντας τις επενδύσεις
Διαθεσιμότητα πιστωτικών κεφαλαίων	Οι στενότερες οικονομικές συνθήκες μειώνουν τη δυνατότητα των τραπεζών και των συναφών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να δανείσουν
Αντιμετώπιση κινδύνου	Υψηλότερη αποστροφή στον κίνδυνο (risk aversion) ανεβάζει την αμοιβή που απαιτούν οι επενδυτές για την ανάληψη κινδύνου και τους ωθεί σε ασφαλείς, απαλλαγμένους από τον κίνδυνο τίτλους
Καθαρή αξία επιχείρησης	Οι χαμηλότερες τιμές στα περιουσιακά στοιχεία και στα ίδια κεφάλαια μειώνουν την καθαρή αξία της επιχείρησης, αυξάνοντας τα προβλήματα δυσμενούς επιλογής (adverse selection) και ηθικού κινδύνου (moral hazard)
Καθαρή αξία νοικοκυριού	Οι χαμηλότερες τιμές στα περιουσιακά στοιχεία και στα ίδια κεφάλαια μειώνουν την καθαρή αξία των νοικοκυριών, μειώνοντας την πιστοληπτική τους ικανότητα και κάνοντας το δανεισμό πιο δύσκολο
Τιμές συναλλάγματος	Η στροφή σε «ευνοημένα» νομίσματα και οι αντιστροφή στις ροές κεφαλαίων επηρεάζουν τις τιμές συναλλάγματος που με τη σειρά τους επηρεάζουν το εμπόριο
Εμπιστοσύνη	Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών, της επιχειρηματικής κοινότητας και των επενδυτών πέφτει οδηγώντας σε μια περιστολή των δραστηριοτήτων τους

Πηγή: Cecchetti et al (2009)

II. Αιτίες πρόσφατης οικονομικής κρίσης

Η πρόσφατη κρίση έχει καταφέρει μέχρι στιγμής ένα ισχυρό πλήγμα στα θεμέλια της παγκόσμιας οικονομίας (βλ και § III που συζητά τις επιπτώσεις). Συνεπώς, είναι απόλυτα λογικό πολλοί διακεκριμένοι ακαδημαϊκοί (academics) αλλά και άνθρωποι της αγοράς γενικότερα (practitioners) να έχουν ήδη ασχοληθεί –και

άλλοι να ασχολούνται ακόμα- ενδελεχώς με την αναζήτηση των αιτιών που οδήγησαν στην κρίση.

Η ετήσια έκθεση της Τράπεζας Διεθνών Συμβιβασμών (BIS 79th Annual Report, 2009) περιέχει μια λεπτομερή και αρκετά ολοκληρωμένη ανάλυση των αιτιών της πρόσφατης κρίσης, τις οποίες κατατάσσει σε δύο κατηγορίες, **μικροοικονομικές** και **μακροοικονομικές**: Σύμφωνα με τους συγγραφείς της έκθεσης, οι κυριότερες μικροοικονομικές αιτίες ήταν: α) η παροχή λανθασμένων κινήτρων σε διάφορους φορείς που του χρηματοπιστωτικού συστήματος που διαδραματίζουν κύριο ρόλο στη λειτουργία των αγορών. Πιο συγκεκριμένα, οι μάνατζερ στις χρηματοοικονομικές εταιρίες αύξησαν τη μόχλευση υπερβολικά με σκοπό να δημιουργήσουν ικανοποιητικές αποδόσεις για τους μετόχους (όσο πιο υψηλή είναι η μόχλευση τόσο πιο χαμηλά είναι τα ίδια κεφάλαια επομένως και ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (return on equity). Επίσης, τα εταιρικά συστήματα παροχών (compensation schemes) ενθάρρυναν τα ανώτερα διοικητικά στελέχη να θυσιάσουν μακροπρόθεσμα οφέλη αναζητώντας άμεσες υψηλές αποδόσεις. Εξάλλου, οι εταιρίες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων (rating agencies) έχουν κίνητρο να είναι υποκειμενικές στην αξιολόγηση της δυνατότητας δανεισμού ορισμένων εταιριών, αφού πληρώνονται από αυτές¹. Το πρόβλημα είναι ανάλογο με αυτό που αντιμετωπίζουν οι ελεγκτικές εταιρίες, που εκτός από το να εκφέρουν άποψη σχετικά με το ορθό των οικονομικών κατατάξεσεων του πελάτη, προσφέρουν και μια σειρά από παρεπόμενες υπηρεσίες (συμβουλευτικές, προσέλευση εκ μέρους τους ανθρώπινου δυναμικού κλπ), εξαρτώμενες από αυτές υπερβολικά και χάνοντας την αντικειμενικότητά τους. β) οι εγγενείς δυσκολίες μέτρησης του κινδύνου των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Τα στατιστικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση και διαχείριση του κινδύνου βαζίζονται αναγκαστικά σε ιστορικά στοιχεία. Αν μια κρίση ξεσπάσει μετά από μια εκτεταμένη περίοδο οικονομικής σταθερότητας και ανάπτυξης, όπως συνήθως συμβαίνει με τις κρίσεις και όπως συνέβη και με την τελευταία, τότε είναι φυσιολογικό ο κίνδυνος, που υπολογίζεται χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία να υποτιμάται. Και αν για

¹ Η πληροφορία για την πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρίας έχει τα εξής χαρακτηριστικά: είναι ακριβή, αλλά μετά τη δημιουργία της η αναπαραγωγή της δεν κοστίζει τίποτα. Επομένως αυτός που θα πληρώσει για να παράξει αυτήν την πληροφορία είναι αυτός που τη χρειάζεται περισσότερο, δηλαδή ο ίδιος ο εκδότης ενός ομολογιακού δανείου που θέλει να αποδείξει ότι είναι ικανός να δανειστεί. Αυτός είναι και ο λόγος που σε τελική ανάλυση οι εταιρίες αξιολόγησης καταλήγουν να πληρώνονται από αυτούς που αξιολογούν, χάνοντας την ανεξαρτησία τους

χρηματοοικονομικά προϊόντα που υπάρχουν καιρό στην αγορά μπορούμε να έχουμε μια –έστω και όχι τόσο ακριβή- εκτίμηση του κινδύνου, τα πράγματα είναι χειρότερα για καινούρια προϊόντα, για τα οποία υπάρχει παντελής έλλειψη ιστορικών στοιχείων και επομένως ο κίνδυνος δε μπορεί να υπολογισθεί ούτε κατά προσέγγιση. γ) η αδυναμία του ρυθμιστικού πλαισίου να ελέγξει αποτελεσματικά τη λειτουργία των τραπεζών και των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων: η αδυναμία αυτή δεν αναφέρεται τόσο σε έλλειψη κανόνων, όσο στη δυνατότητα που είχε ο χρηματοοικονομικός τομέας να κινηθεί εκτός της σφαίρας του ρυθμιστικού πλαισίου, εντός όμως των πλαισίων της νομιμότητας.

Από την άλλη πλευρά, οι μακροοικονομικοί παράγοντες που συνέβαλαν στο ξέσπασμα της κρίσης δημιούργησαν μια κατάσταση υπερβολικής ρευστότητας στις αναπτυγμένες αγορές. Συνέπεια αυτού ήταν οι περίφημες «χρηματιστηριακές φούσκες» (asset bubbles) και ο υπερβάλλον δανεισμός. Πιο συγκεκριμένα, οι μηχανισμοί μέσω των οποίων η αγορά έφτασε σε άνευ προηγουμένου επίπεδα ρευστότητας ήταν δύο: α) ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μεταξύ αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών, με κεφαλαιακές ροές από τα αναπτυσσόμενα προς τα αναπτυγμένα κράτη λόγω του χαμηλού ρυθμού αποταμίευσης στα πρώτα και του υψηλού ρυθμού αποταμίευσης στα δεύτερα αντίστοιχα. Πέρα από τις προφανείς επιπτώσεις του στη ρευστότητα, ο μηχανισμός αυτός μπορεί να δημιουργήσει περαιτέρω προβλήματα. Σε μια τέτοια περίπτωση λοιπόν, δημιουργείται αντίστοιχο «απόθεμα απαιτήσεων» από τους κατοίκους μιας χώρας προς τους κατοίκους μιας άλλης χώρας. Αν λοιπόν σε μια τέτοια κατάσταση έχουμε μια χώρα που παράγει στοιχεία του ενεργητικού τα οποία έχουν χαμηλότερη ποιότητα από την αναμενόμενη και είναι υπερτιμολογημένα (όπως ακριβώς συνέβη με τα δομημένα ομόλογα αμερικανικής προέλευσης), αυτά μπορούν να λειτουργήσουν σαν «αιοίοι» -για αυτόν ακριβώς το λόγο ονομάστηκαν και «τοξικά»- μεταφέροντας την «ασθένεια» από τη χώρα προέλευσης και στις υπόλοιπες χώρες. Συνεπώς, οι ανισορροπίες στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών μεταξύ διαφόρων κρατών δε συμβάλλουν μόνο στη γέννηση της κρίσης, αλλά λειτουργούν και ως καταλύτης για την εξάπλωσή της. β) η παρατεταμένη περίοδος χαμηλών επιτοκίων (πριν τον Αύγουστο του 2007) οδήγησε σε αύξηση του δανεισμού και σε κατακόρυφη άνοδο της αγοράς κατοικιών. Παράλληλα, είχε σαν αποτέλεσμα την πλασματική

αύξηση των τιμών πολλών στοιχείων του ενεργητικού². Επίσης, τα χαμηλά επιτόκια συνεπάγονται δυσκολία δημιουργίας υψηλών αποδόσεων χωρίς την ανάληψη επιπλέον κινδύνου. Αυτό οδήγησε πολλές εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον χρηματοοικονομικό τομέα σε επενδύσεις υψηλού ρίσκου σε μια απέλπιδα προσπάθεια να παραμείνουν κερδοφόρες. Συνεπώς, ο συνδυασμός όλων αυτών των παραγόντων – η έκρηξη της αγοράς κατοικιών, ο υψηλός ρυθμός κατανάλωσης των νοικοκυριών μέσω του υπερβολικού δανεισμού, το «κυνήγι» υψηλών αποδόσεων κλπ- οδήγησαν σε στρεβλώσεις στη μακροοικονομική δομή πολλών χωρών. Οι στρεβλώσεις αυτές έγιναν πιο ορατές στον κλάδο των κατασκευών, στα διαρκή καταναλωτικά αγαθά και στο μέγεθος του χρηματοοικονομικού τομέα, γεννώντας την απατηλή εντύπωση στο κοινό ότι ο ρυθμός ανάπτυξης ήταν μεγαλύτερος από ότι πραγματικά ήταν και παράλληλα δημιουργώντας την ανάγκη για προσαρμογές στο μέλλον.

Όπως τονίσαμε και πριν, θεωρούμε την παραπάνω ανάλυση αναφορικά με τα αίτια της κρίσης αρκετά πλήρη³. Για να αποδείξουμε του λόγου το αληθές, θα παραθέσουμε τις απόψεις ορισμένων επιφανών οικονομολόγων για να διαπιστώσει ο αναγνώστης ότι εμπίπτουν εν πολλοίς στην επιχειρηματολογία που έχει ήδη αναπτυχθεί. Σύμφωνα με τους Blundell-Wignall et al (2008) τα αίτια της τρέχουσας κρίσης ανάγονται σε δύο επίπεδα, ήτοι σε συγκεκριμένες μακρο-πολιτικές (π.χ. πολύ χαμηλά επιτόκια και ελείμματα στους προϋπολογισμούς κρατών) και σε ένα αναποτελεσματικό ρυθμιστικό πλαίσιο το οποίο αντί να προστατεύσει την οικονομία συνέβαλλε στην εξάπλωση της κρίσης (χαρακτηριστικά αναφέρονται μεταξύ άλλων οι προτάσεις της κυβέρνησης Bush, Σεπτέμβριος 2004 που προέβλεπαν κατοικίες για όλους με πολύ ευνοϊκούς όρους δανεισμού και η συνθήκη της Βασιλεία II σχετικά με την επίβλεψη των τραπεζών σε διεθνές επίπεδο). Ο Blanchard (2009), εξάλλου, σημειώνει ότι οι αρχικές συνθήκες που οδήγησαν στην κρίση ήταν:

- η υποτίμηση του κινδύνου σε ορισμένα χρηματοοικονομικά προϊόντα

² Σύμφωνα με την κλασική Χρηματοοικονομική θεωρία, η τιμή ενός στοιχείου του ενεργητικού ισούται με το άθροισμα της αξίας των μελλοντικών ταμιακών ροών που αναμένεται να προκύψουν από αυτό, μειωμένες κατά το κόστος του χρήματος σήμερα, που δίνεται από το τρέχον επιτόκιο. Όσο μικρότερο είναι το τρέχον επιτόκιο, τόσο μεγαλύτερη είναι η παρούσα αξία του ενεργητικού στοιχείου.

³ Η ανάλυση είναι πλήρης αν παραβλέψει κανείς τις απόψεις Μαρξιστών οικονομολόγων. Εμείς δε θα μπορούσαμε να το κάνουμε αυτό και έτσι μια παράγραφος του παρόντος κεφαλαίου είναι αφιερωμένη στην αιτιολόγηση και κριτική ανάλυση των καπιταλιστικών κρίσεων σύμφωνα με τη Μαρξιστική Πολιτική Οικονομία που πολλοί προσπαθούν να παραμερίσουν.

- η πολυπλοκότητα ορισμένων νέων προϊόντων λόγω της διαδικασίας τιτλοποίησης (securitization), που έκανε τη μέτρηση του κινδύνου αδύνατη
- η αυξημένη διασύνδεση των αγορών στα πλαίσια της τιτλοποίησης και της παγκοσμιοποίησης που καθιστά τη διάχυση των εγχώριων προβλημάτων ευκολότερη
- η αυξημένη μόχλευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, σε μια προσπάθεια να διατηρήσουν τις αποδόσεις τους σε υψηλά επίπεδα.

Σύμφωνα με τον McGreevy (Επίτροπος για την Εσωτερική Αγορά και Υπηρεσίες της Κομισιόν, 2008) η πρόσφατη οικονομική κρίση ακολούθησε τον συνήθη κύκλο ρευστότητα-εικασία-πανικός που είχε διατυπώσει πρώτος ο διακεκριμένος οικονομολόγος του 19^{ου} αιώνα Bagehot: Η ρευστότητα που χαρακτήριζε τις αγορές μέχρι το 2007 εξαιτίας των χαμηλών επιτοκίων οδήγησε σε καινοτόμα χρηματιστηριακά προϊόντα υψηλής απόδοσης, τα οποία όμως άυξησαν την αδιαφάνεια των αγορών (φάση εικασίας). Το ξέσπασμα της «φούσκας» στην αγορά σπιτιών και η συνεπακόλουθη μείωση των τιμών στις ιδιωτικές κατοικίες οδήγησε σε χρεωκοπία πολλούς υπερχρεωμένους δανειζόμενους. Οι απώλειες μεταφέρθηκαν μέσω της διαδικασίας της τιτλοποίησης σε πολλές αγορές στον κόσμο, κάτι που προκάλεσε πανικό στους επενδυτές (φάση πανικού). Η πτώση της εμπιστοσύνης έγινε φανερή με την κατάρρευση ακόμα και τομέων που εθεωρούντο σταθεροί, όπως οι διατραπεζικές καταθέσεις και τα λεγόμενα asset backed commercial papers⁴.

Όπως αναφέρθηκε και στην υποσημείωση (3), μία παράγραφος του παρόντος πονήματος θα αφιερωθεί στην σύντομη εξέταση των αιτιών των καπιταλιστικών κρίσεων από τη σκοπιά της **Μαρξιστικής Πολιτικής Οικονομίας**. Γνωρίζουμε ότι σκοπός της διατριβής δεν είναι η ενδελεχής μελέτη των αιτιών της κρίσης, αλλά οι προοπτικές για την αγορά ομολόγων εν μέσω της κρίσης. Το ζήτημα των αιτιών εξετάζεται επαφτομενικά, αυτό όμως δε σημαίνει ότι πρέπει να εξετασθεί και επιφανειακά. Και μια ανάλυση που δεν αναφέρεται έστω και εν συντομία στις μαρξιστικές απόψεις πάνω στο θέμα αυτό δε μπορεί παρά να είναι –το λιγότερο– ελλιπής και συνεπώς επιφανειακή. Ο Μαρξ και οι μετά από αυτόν οικονομολόγοι λοιπόν βλέπουν τις κυκλικές και περιοδικά εμφανιζόμενες καπιταλιστικές κρίσεις ως το νομοτελειακό αποτέλεσμα των εγγενών αντιθέσεων του συστήματος, η

⁴ τραπεζικό προϊόν που στηρίζεται στις αποδόσεις άλλων προϊόντων, δημιουργείται π.χ. όταν μια επιχείρηση πουλάει τις απαιτήσεις της σε μια τράπεζα.

σημαντικότερη από τις οποίες είναι αυτή μεταξύ του κοινωνικού χαρακτήρα της παραγωγής και της ατομικής ιδιοποίησης των αποτελεσμάτων αυτής (πλούτου) από μια χούφτα ιδιωτών που κατέχουν μέσα παραγωγής (κεφαλαιοκράτες). Από αυτή τη βασική αντίθεση πηγάζει και άλλες αντιθέσεις, όπως αυτή μεταξύ της παραγωγής και της κατανάλωσης, που συνίσταται στο ότι «ο εθνικός πλούτος αυξάνει παράλληλα με την αύξηση της αθλιότητας του λαού» (Ακαδημία Πολιτικών Επιστημών της ΕΣΣΔ, Οικονομικό Ινστιτούτο). Με άλλα λόγια, οι παραγωγικές δυνάμεις της χώρας αυξάνουν, αλλά δεν αυξάνεται ταυτόχρονα και η λαϊκή κατανάλωση. Κατά την περίοδο της κρίσης, το στοκ εμπορευμάτων που έχει παραχθεί από τις επιχειρήσεις δε μπορεί να απορροφηθεί από το εξαθλιωμένο προλεταριάτο⁵. Η κρίση ονομάζεται γι' αυτό το λόγο και «κρίση υπερπαραγωγής». Οι τράπεζες που τόσο καιρό προσπαθούσαν να διατηρήσουν την κατανάλωση σε ανεκτά επίπεδα μέσω της χορήγησης δανείων στα νοικοκυριά δεν έχουν άλλα περιθώρια ρευστότητας. Τα προϊόντα μένουν απούλητα, η ανεργία αυξάνει και οι επιχειρήσεις εμφανίζουν μειωμένα κέρδη. Οι μικρότερες από αυτές δε μπορούν να αντέξουν στον αδυσώπητο ανταγωνισμό με τους πολυεθνικούς γίγαντες και κλείνουν ή εξαγοράζονται. Οι σύγχρονοι θιασώτες της Μαρξιστικής Πολιτικής Οικονομίας υποστηρίζουν πως και η πρόσφατη οικονομική κρίση, ανεξάρτητα από τον τρόπο με τον οποίο ξέσπασε, δεν αποτελεί τίποτα άλλο παρά μια ακόμα κρίση του καπιταλιστικού συστήματος, η σφοδρή ένταση της οποίας φανερώνει τα αδιέξοδα στα οποία σιγά σιγά περιέρχεται το ίδιο το σύστημα⁶.

III. Επιπτώσεις της κρίσης

Αποτελεί κοινή παραδοχή της επιστημονικής κοινότητας και όχι μόνο ότι η πρόσφατη κρίση είναι η πιο βαθιά που έχει γνωρίσει η παγκόσμια οικονομία τα

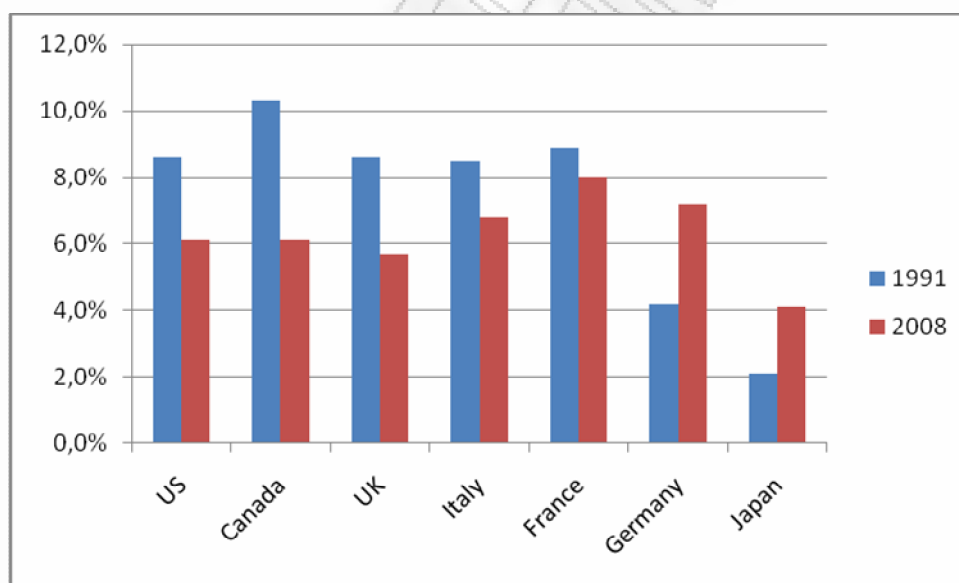
⁵ Οι επιχειρήσεις δε σταματούν να παράγουν προϊόντα γιατί αλλιώς δε μπορούν να δημιουργήσουν κέρδος (υπεραξία). Η υπεραξία δημιουργείται μόνο στη σφαίρα της παραγωγής από την απλήρωτη εργασία του εργάτη, έστω κι αν μετετρέπεται σε χρήμα στη σφαίρα της κυκλοφορίας των αγαθών.

⁶ Για μια πολύ καλή ανάλυση της τελευταίας κρίσης από Μαρξιστική οπτική γωνία προτείνονται τα "The Great Financial Crisis" των John Bellamy Foster & Fred Magdoff και «Η διεθνής οικονομική κρίση και η θέση της Ελλάδας: Οι θέσεις του ΚΚΕ», Εκδόσεις Σύγχρονη Εποχή, 2009

τελευταία 70 χρόνια, με τις συνέπειές της να συγκρίνονται σε σφοδρότητα με αυτές που ακολούθησαν το κραχ του 1930! Για του λόγου το αληθές, θα παραθέσουμε ορισμένα στοιχεία από την Ελλάδα (κυρίως) και τον υπόλοιπο κόσμο που αφήνουν μικρά περιθώρια αμφισβήτησης.

Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) -International Monetary Fund, IMF- ο ρυθμός ανάπτυξης παγκοσμίως έμεινε σταθερός για το 2007 στο 5%, ενώ προβλέπεται μείωσή του περίπου στο 3% για το τρέχον έτος, σχεδόν μία μονάδα κάτω από την πρόβλεψη που είχε γίνει το 2008 (πηγή: www.imf.org). Αυτή η ελάττωση σε απόλυτα νούμερα ανέρχεται σε \$4,7τρις περίπου! (βλ γράφημα 4, δεύτερη στήλη). Οι μεγάλες οικονομίες στην Ευρώπη και στον υπόλοιπο κόσμο είναι αυτές που δέχονται το ισχυρότερο πλήγμα σύμφωνα με το γράφημα 2, που απεικονίζει την ποσοστιαία μεταβολή του ΑΕΠ μεταξύ των δύο πρώτων τριμήνων του 2008 για τις χώρες του G7:

Γράφημα 2: Ποσοστιαία μεταβολή ΑΕΠ, G7

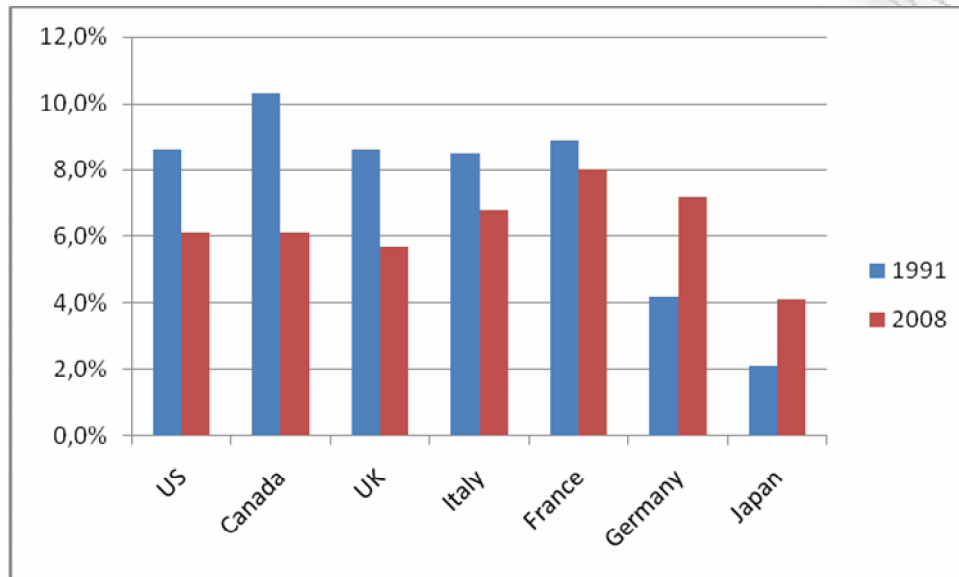


Πηγή: Khatiwada & McGirr (2008), International Institute for Labour Studies

Παράλληλα, έντονα καθοδικές είναι οι τάσεις της απασχόλησης, με το ΔΝΤ να προβλέπει άνοδο της ανεργίας από το 5,7% το 2008 στο 6,5% το 2009 (www.imf.org) Η πρόβλεψη αυτή επιβεβαιώνεται και από την έρευνα των Khatiwada & McGirr

(2008), αν και τα επίπεδα ανεργίας δε φτάνουν επίπεδα ανάλογα της κρίσης του 1990-1991 (Γράφημα 3)

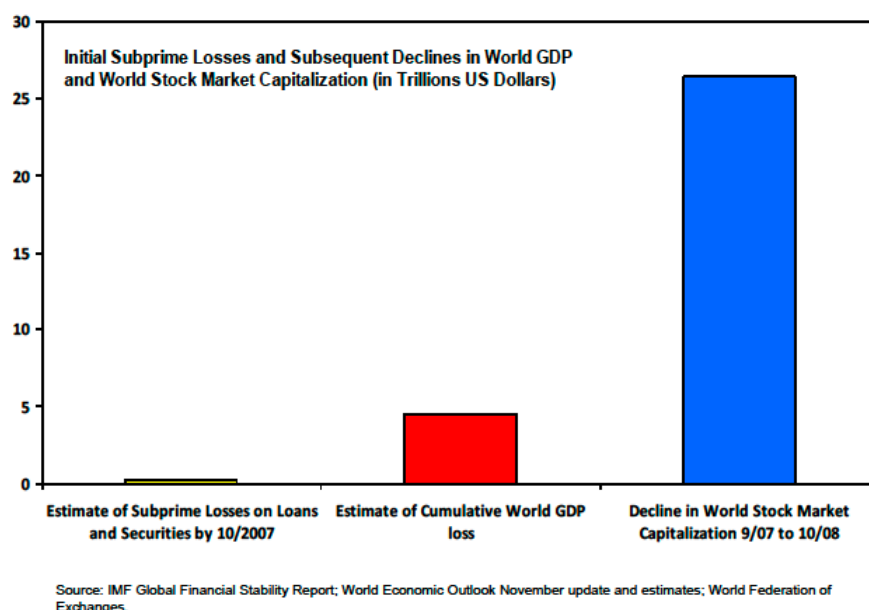
Γράφημα 3: Ποσοστά ανεργίας, G7



Πηγή: Khatiwada & McGirr (2008), International Institute for Labour Studies

Αν στις ανωτέρω απαισιόδοξες στατιστικές για το ΑΕΠ και την απασχόληση προστεθούν και άλλα στοιχεία, όπως η πτώση του όγκου συναλλαγών κατά 30%, η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της παραγωγής παγκοσμίως κατά 10% (Cechetti et al, 2009) και η μείωση της παγκόσμιας χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης κατά \$26,4τρς (!!!), (βλ γράφημα 4, τρίτη στήλη) γίνεται εύκολο να αντιληφθεί κανείς τη ζοφερή πραγματικότητα που έχει δημιουργηθεί.

Γράφημα 4: Απώλειες δομημένων ομολόγων, παγκοσμίου ΑΕΠ και παγκόσμιας κεφαλαιοποίησης



Πηγή: Blanchard (2009), IMF

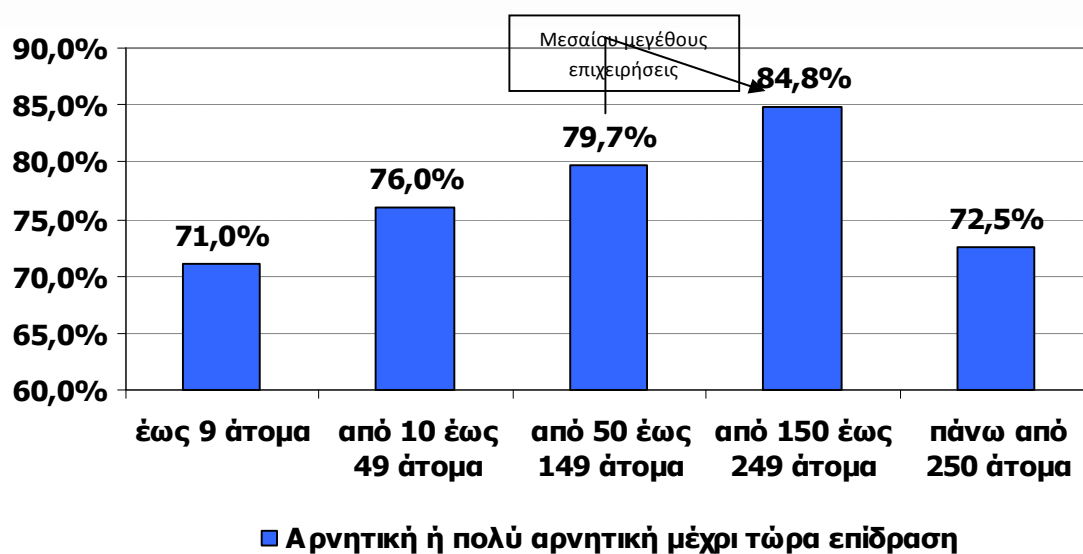
Στην Ελλάδα οι επιπτώσεις της κρίσης γίνονται ολοένα και πιο πρόδηλες, αν και στην αρχή οι προβλέψεις μιλούσαν για μια ήπια περίοδο ύφεσης για τη χώρα μας. Τα βασικότερα επιχειρήματα υπέρ αυτής της άποψης ήταν αφενός μεν ότι ο ελληνικός τραπεζικός τομέας δεν είναι εκτεθειμένος στα περίφημα «τοξικά ομόλογα», και αφετέρου ότι η πραγματική οικονομία έχει γερές βάσεις. Τώρα πλέον είναι φανερό ότι και η Ελλάδα θα νιώσει «βαθιά στο πετσί της» την πρόσφατη κρίση. Πρόσφατη μελέτη της *McKinsey* (www.iove.gr) σε δείγμα 587 εταιριών διαφόρων μεγεθών αποτυπώνει τον σκεπτικισμό που διακατέχει τον επιχειρηματικό κόσμο σήμερα. Αυτό που έχει ιδιαίτερη σημασία, πέρα φυσικά από τα υψηλότερα ποσοστά απαισιοδοξίας που καταγράφηκαν, είναι ότι ακόμα και πολύ μεγάλες επιχειρήσεις (για τα ελληνικά δεδομένα) που απασχολούν πάνω από 250 εργαζόμενους δείχνουν να μοιράζονται τη «μιζέρια» των μικρομεσαίων, οι οποίοι είναι λογικό να είναι πιο εκτεθειμένοι στις συνέπειες της κρίσης. Δεν μας κάνει εντύπωση, από την άλλη πλευρά, ότι τα υψηλότερα ποσοστά πεσιμισμού καταγράφονται σε επιχειρήσεις που απασχολούν από 50-250 άτομα, δηλαδή εταιρίες αρκετά μεγάλες για να μην είναι οικογενειακές και αρκετά μικρές για να θεωρούνται «κύριοι παίκτες» στις αγορές που

δραστηριοποιούνται. Οι στάσεις αυτές αποτυπώνονται εύγλωττα στα γραφήματα 5 και 6, τα οποία απεικονίζουν τις σκέψεις των ανώτατων διοικητικών στελεχών των εταιριών του δείγματος, τόσο για τις έως τώρα επιπτώσεις της κρίσης, όσο και για αυτές που αναμένεται να ακολουθήσουν στους επόμενους 12 μήνες. Εξάλλου, ενδεικτικές του κλίματος είναι και οι προβλέψεις πωλήσεων και κερδών ανά κλάδο που παρουσιάζει η ίδια έρευνα, με τη συνολική απώλεια κερδών και τζίρου να υπολογίζονται στο 13% και στο 5,4% αντίστοιχα σε σχέση με το 2007, ενώ οι υπηρεσίες και οι κατασκευές δείχνουν να είναι οι κλάδοι που δέχονται το πλέον ισχυρό πλήγμα (Πίνακας 2).

Παρόμοια είναι τα στοιχεία που δημοσιεύει και η έρευνα του Ινστιτούτου Μικρών Επιχειρήσεων της Γενικής Συνομοσπονδίας Επαγγελματιών Βιοτεχνών Εμπόρων Ελλάδος (ΙΜΕ – ΓΣΕΒΕΕ, πηγή: www.imegsevee.gr). Σύμφωνα λοιπόν με αυτή την έρευνα, που διεξήχθη τον Ιούλιο του 2009 σε δείγμα 831 μικρών επιχειρήσεων:

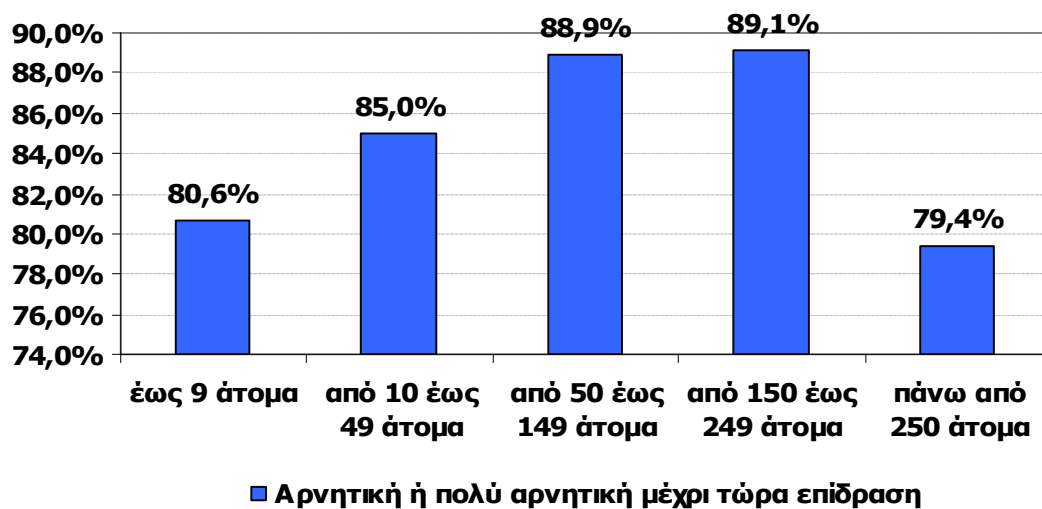
- η ζήτηση των προϊόντων έχει σημειώσει σημαντική κάμψη, σύμφωνα με το 72% των επιχειρήσεων του δείγματος (γράφημα 7).
- 3 στις 4 επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας (γράφημα 8).
- περίπου 21% των επιχειρήσεων θα προβεί σε μείωση του προσωπικού της μέσα στο δεύτερο εξάμηνο του 2009 και μόλις 3% σε αύξηση. Αυτό μεταφράζεται σε 90.000-100.000 χαμένες θέσεις εργασίας (γράφημα 9).

Γράφημα 5: Εκτιμήσεις επιχειρήσεων για την ως τώρα επίδραση της κρίσης



Πηγή: Έρευνα McKinsey & Company, 14 Ιουλίου 2009

Γράφημα 6: Εκτιμήσεις επιχειρήσεων για τη μελλοντική επίδραση της κρίσης



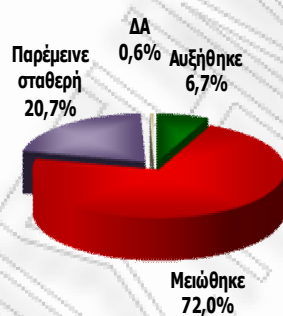
Πηγή: Έρευνα McKinsey & Company, 14 Ιουλίου 2009

Πίνακας 2: Εκτίμηση συνολικής απώλειας κερδών και πωλήσεων ανά τομέα, με βάση σταθμισμένα μεγέθη του 2007

	Κέρδη	Πωλήσεις
Σύνολο	-13,0%	-5,4%
Βιομηχανία	-7,7%	-3,3%
Λιανικό εμπόριο	-17,0%	-10,0%
Υπηρεσίες	-33,5%	-6,4%
Κατασκευές	-23,8%	-18,0%

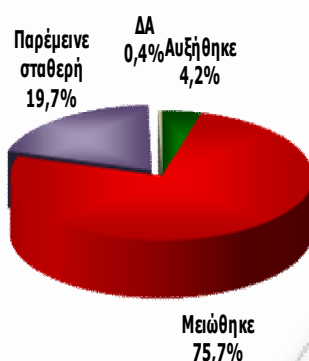
Πηγή: Έρευνα McKinsey & Company, 14 Ιουλίου 2009

Γράφημα 7: Τάση ζήτησης προϊόντων επιχειρήσεων δείγματος



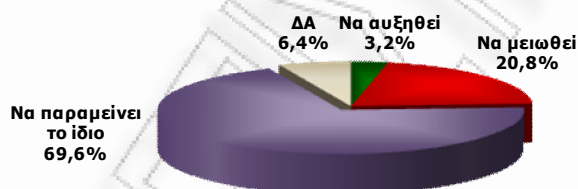
Πηγή: Έρευνα ΙΜΕ ΓΣΕΒΕΕ, 8-14 Ιουλίου 2009

Γράφημα 8: Θέση των εταιριών για την εξέλιξη της ρευστότητάς τους



Πηγή: Έρευνα ΙΜΕ ΓΣΕΒΕΕ, 8-14 Ιουλίου 2009

Γράφημα 9: Πρόβλεψη εταιριών για τον αριθμό που απασχολούν



Πηγή: Έρευνα ΙΜΕ ΓΣΕΒΕΕ, 8-14 Ιουλίου 2009

Αν στα παραπάνω μικροοικονομικά στοιχεία προστεθούν πληροφορίες για την εξέλιξη κάποιων βασικών μακροοικονομικών μεγεθών, γίνεται αντιληπτή σε όλο της το μεγαλείο η έκταση της κρίσης στη χώρα. Έτσι, ο ρυθμός ανάπτυξης που κατά την τελευταία δεκαετία κυμάνθηκε στο 3,5%, αναμένεται να προσεγγίσει το 0 στο τέλος του 2009 και το δημόσιο χρέος έχει φτάσει στο 100% του ΑΕΠ. Παράλληλα, η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας έχει υποχωρήσει 10 θέσεις μόνο μέσα στο τρέχον έτος κατακυλώντας στην 52^η θέση σε σύνολο 57 κρατών σύμφωνα με την ετήσια έκθεση ανταγωνιστικότητας του International Institute of Management Development (πηγή: Μιχάλης Χρυσοχοϊδης, ενημερωτικό σημείωμα 11/6/2009, ΠΑ.ΣΟ.Κ., Τομέας Τύπου και ΜΜΕ).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΓΟΡΕΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Αφού εξετάσαμε στο πρώτο κεφάλαιο τα βασικά χαρακτηριστικά της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, συνεχίζουμε στο δεύτερο κεφάλαιο με την αναλυτική παρουσίαση της θεωρίας ομολόγων. Στο παρόν κεφάλαιο θα εξετασθούν ζητήματα όπως ο ορισμός του ομολόγου, τα βασικά είδη ομολόγων, η διάρθρωση της αγοράς ομολόγων στην Ελλάδα και το εξωτερικό κοκ. Θεωρούμε ότι τα θεωρητικά δεδομένα και εμπειρικά στοιχεία που παρουσιάζονται στα δύο αυτά πρώτα κεφάλαια αποτελούν τη βάση για την ανάλυση που θα ακολουθήσει στα κεφάλαια III και IV, όπου θα εξετάσουμε με κριτική σκέψη τις εξελίξεις και προοπτικές στις αγορές ομολόγων εν μέσω (και μετά) την κρίση.

I. Ορισμός και χαρακτηριστικά ομολόγων

Τα ομόλογα (bonds) είναι ουσιαστικά *μακροπρόθεσμα* (διάρκεια ζωής > 1 έτους) *πιστοποιητικά χρέους*. Ο εκδότης του ομολόγου (δανειζόμενος) αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλλει στον κάτοχο του ομολόγου (δανειστή) την ονομαστική του αξία συν τον τόκο, ο οποίος καθορίζεται από το επιτόκιο που έχει συμφωνηθεί στη σύμβαση ομολογιακού δανείου. Ο παραπάνω ορισμός φανερώνει και τα βασικά χαρακτηριστικά ενός ομολόγου, τα οποία εν συντομία είναι (Αρτίκης 2002, Καραθανάσης 1999):

- Ονομαστική αξία (face value): Είναι το χρηματικό ποσό που θα εισπράξει ο ομολογιούχος κατά την ημερομηνία λήξης της ομολογίας.
- Ονομαστικό επιτόκιο (interest rate): Είναι το επιτόκιο δανεισμού, δηλαδή το επιτόκιο με το οποίο δανείστηκε ο εκδότης του ομολογιακού δανείου το κεφάλαιο από την αγορά κεφαλαίου. Το ύψος του επιτοκίου εξαρτάται από τις συνθήκες της αγοράς κατά την ημερομηνία έκδοσης του ομολόγου. Σε συνθήκες κρίσης όπως οι σημερινές για παράδειγμα, όπου δεν υπάρχει ρευστότητα στην αγορά και η χορήγηση δανείων έχει ελαττωθεί αισθητά, τα επιτόκια δανεισμού ακολουθεί την πορεία των επιτοκίων καταθέσεων και είναι ιδιαίτερα χαμηλό.
- Διάρκεια (maturity): Τα ομόλογα έχουν κατά κανόνα συγκεκριμένη διάρκεια ζωής, στη λήξη της οποίας ο εκδότης είναι υποχρεωμένος να καταβάλλει στον

ομολογιούχο την ονομαστική αξία του ομολόγου. Η διάρκεια αυτή κυμαίνεται διεθνώς από ένα έως τριάντα έτη, χωρίς να αποκλείεται όμως και η ύπαρξη ομολογιών μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας, όπως είναι για παράδειγμα τα centuries στις ΗΠΑ, ή ακόμα και ομόλογα αορίστου λήξεως (πχ consols στην Αγγλία). Στην Ελλάδα το μακροβιότερο ομόλογο έχει διάρκεια 20 ετών και εκδίδεται από το Ελληνικό Δημόσιο.

- Τρέχουσα τιμή της ομολογίας (market value): Είναι η τιμή του ομολόγου όπως διαμορφώνεται στην ανοικτή αγορά (open market). Εξαρτάται, όπως θα δούμε και παρακάτω από το επιτόκιο αγοράς και τις ταμειακές ροές της ομολογίας.
- Επιτόκιο Αγοράς (Yield-to-Maturity): Είναι το επιτόκιο που μπορεί να επιτευχθεί από μια συγκεκριμένη κατηγορία ομολογιών. Αποτελεί το προεξοφλητικό επιτόκιο για τον υπολογισμό της τρέχουσας τιμής μιας ομολογίας. Αξίζει σε αυτό το σημείο να τονισθεί ότι το επιτόκιο αγοράς και η τρέχουσα τιμή ενός ομολόγου είναι μεταβλητές αρνητικά συσχετισμένες. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό μπορεί να γίνει εύκολα κατανοητός με το ακόλουθο παράδειγμα: Έστω ότι ένας επενδυτής θέλει να έχει €100 στο τέλος του χρόνου και ότι το επιτόκιο αγοράς είναι 10%. Σε αυτή την περίπτωση, δεν είναι διατεθειμένος να επενδύσει παραπάνω από $100/1,1 = €90,91$ σε ένα ομόλογο για να πετύχει το σκοπό του. Συνεπώς, σε αυτή την περίπτωση η τρέχουσα τιμή του ομολόγου είναι €90,91. Αν τώρα προβούμε στην εναλλακτική υπόθεση εργασίας ότι το επιτόκιο αγοράς είναι 8%, τότε ο ίδιος επενδυτής θα δαπανήσει $100/1,08 = €92,59$ για την αγορά του ίδιου ομολόγου. Διαπιστώνουμε λοιπόν από αυτό το πολύ απλό παράδειγμα ότι όταν το επιτόκιο αγοράς πέφτει (10% σε 8%), τότε η τιμή του ομολόγου ανεβαίνει (€90,91 σε €92,59). Συνεπώς, το επιτόκιο αγοράς και η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας συνδέονται αρνητικά.

II. Είδη ομολόγων

Η βασική διάκριση των ομολόγων έχει να κάνει με τη συμπεριφορά της απόδοσής τους. Διακρίνουμε λοιπόν τα ομόλογα *σταθερής* απόδοσης, από τα ομόλογα *μεταβλητής* απόδοσης. Για τα πρώτα ισχύει ότι το επιτόκίό τους καθορίζεται κατά τη σύναψη του ομολογιακού δανείου και παραμένει σταθερό καθ' όλη τη διάρκεια ζωής της ομολογίας. Για τα δεύτερα, ισχύει το αντίθετο: Το επιτόκίό τους μεταβάλλεται (είναι κυμαινόμενο) σε ετήσια ή εξαμηνιαία βάση (ουσιαστικά σε κάθε τοκοφόρα περίοδο) και εξαρτάται από τις συνθήκες της αγοράς κατά το χρονικό διάστημα καθορισμού του επιτοκίου.

Βέβαια, η σταθερότητα ή μη των αποδόσεών τους δεν αποτελεί το μοναδικό κριτήριο κατάταξης των ομολόγων. Έτσι, με κριτήριο τον φορέα έκδοσης τα ομόλογα διακρίνονται σε *κρατικά* (αν εκδίδονται από το Δημόσιο ή κρατικές επιχειρήσεις), *τραπεζικά* (αν εκδίδονται από τράπεζες) και *εταιρικά* (αν εκδίδονται από ανώνυμες εταιρίες). Εξάλλου, με κριτήριο τη δυνατότητα μετατροπής τους τα ομόλογα διακρίνονται σε *μετατρέψιμες* ομολογίες (convertible bonds) και *μη μετατρέψιμες* ομολογίες (non convertible bonds). Οι μετατρέψιμες ομολογίες δίνουν τη δυνατότητα στον ομολογιούχο να τις μετατρέψει σε κοινές μετοχές μιας εταιρίας σε ορισμένη τιμή. Αντίθετα, οι μη μετατρέψιμες ομολογίες δε δίνουν αυτή τη δυνατότητα. Λόγω αυτής της βασικής διαφοράς, οι μετατρέψιμες ομολογίες έχουν χαμηλότερο επιτόκιο από τις μη μετατρέψιμες, αφού ο κάτοχός τους μπορεί να συμμετάσχει στη διανομή κερδών της επιχείρησης, συνδυάζοντας έτσι μια αξιοπρεπή απόδοση με ελάχιστο κίνδυνο. Τέλος, σύμφωνα με τον Αρτίκη (2002) άλλες ειδικές κατηγορίες ομολόγων που μπορεί κανείς να συναντήσει είναι οι ακόλουθες:

- Ομολογίες με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών (warrants): Πρόκειται για ομολογίες που συνοδεύονται από πιστοποιητικά τα οποία δίνουν στον κάτοχό τους το δικαίωμα να αγοράσει κοινές μετοχές σε συγκεκριμένη τιμή. Διαφέρουν όμως από τις μετατρέψιμες ομολογίες διότι τα πιστοποιητικά αυτά μπορούν να πωληθούν ανεξάρτητα από την ομολογία, δεν έχουμε δηλαδή μετατροπή της ομολογίας σε διαφορετικού είδους τίτλο (μετοχή) όπως συμβαίνει με τις μετατρέψιμες ομολογίες.
- Ομολογίες μηδενικού επιτοκίου (zero-coupon bonds): Δεν είναι άτοκες ομολογίες, όπως θα μπορούσε να υποθέσει κάποιος, αλλά ομολογίες χωρίς

περιοδικές πληρωμές τόκων, όπου τα τοκομερίδια είναι ενσωματωμένα στην τιμή της ομολογίας. Με άλλα λόγια, οι ομολογίες αυτές εκδίδονται σε τιμή (αρκετά) χαμηλότερη της ονομαστικής τους αξίας και ο ομολογιούχος εισπράττει με το πέρας της διάρκειας της ομολογίας την ονομαστική της αξία.

- Ομολογίες αγοραστικής δύναμης (purchasing power bonds): Πρόκειται πολύ απλά για ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου, τα οποία προστατεύουν τον ομολογιούχο από τον κίνδυνο πληθωρισμού (inflation risk, βλ παρ III). Σε περίπτωση που ο δείκτης πληθωρισμού ανεβεί, η ταυτόχρονη αύξηση του επιτοκίου διαφυλάσσει την αγοραστική δύναμη του κατόχου της ομολογίας. Τα είδη αυτά ομολόγων είναι πολύ διαδεδομένα σε χώρες που μαστίζονται από υψηλό πληθωρισμό.
- Εγγυημένες ομολογίες (guaranteed bonds): Αυτό που συμβαίνει στην περίπτωση των εγγυημένων ομολόγων είναι ότι μια επιχείρηση εγγυάται για την αποπληρωμή του χρέους μιας άλλης. Η εγγύηση μπορεί να καλύπτει την ονομαστική αξία του ομολόγου, τους τόκους ή και τα δύο.
- Συμμετοχικές ομολογίες (participative bonds): Είναι εταιρικά ομόλογα που μοιάζουν με τις μετατρέψιμες ομολογίες διότι προσφέρουν στους ομολογιούχους πέρα από το σταθερό επιτόκιο, τη δυνατότητα συμμετοχής στα κέρδη της εκδότριας επιχείρησης.

III. Κίνδυνοι ομολόγων σταθερής απόδοσης

Στην παράγραφο αυτή θα αναφερθούμε επιγραμματικά στις κατηγορίες κινδύνων που σχετίζονται με την απόφαση επένδυσης σε ομόλογα, και πιο συγκεκριμένα σε ομόλογα σταθερής απόδοσης. Αυτά τα είδη κινδύνου διαμορφώνουν το συνολικό συστηματικό⁷ κίνδυνο διακράτησης ομολογίων στο χαρτοφυλάκιο επενδύσεως ενός επενδυτή. Είναι λογικό πως όσο μεγαλύτερος είναι

⁷ Είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με παράγοντες που επηρεάζουν όλους τους τίτλους (πχ πολιτική κατάσταση μιας χώρας, αντικειμενικές οικονομικές συνθήκες, πληθωρισμός, μέγεθος επιτοκίων, νομισματική πολιτική κλπ). Αυτό το είδος κινδύνου είναι αναπόφευκτο και αναλαμβάνεται από όλους τους επενδυτές.

αυτός ο κίνδυνος, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η απόδοση (επιτόκιο) που θα απαιτήσουν οι δυνητικοί επενδυτές προκειμένου να επιλέξουν ομόλογα από άλλα είδη επενδύσεων (πχ μετοχές ανωνύμων εταιριών, έντοκα γραμμάτια δημοσίου κλπ). Οι βασικοί τύποι κινδύνου είναι οι ακόλουθοι:

- Κίνδυνος πληθωρισμού (inflation risk): Είναι ο κίνδυνος μείωσης της πραγματικής απόδοσης⁸ ενός ομολόγου εξαιτίας ενός θετικού ρυθμού πληθωρισμού. Αυτό συμβαίνει διότι το πραγματικό επιτόκιο μιας ομολογίας ισούται με το ονομαστικό επιτόκιο μείον τον ρυθμό πληθωρισμού. Συνεπώς, όσο μειώνεται το πραγματικό επιτόκιο και οι προκύπτοντες από αυτόν τόκοι, τόσο μειώνεται και η συνολική απόδοση της ομολογίας.
- Κίνδυνος αδυναμίας αποπληρωμής υποχρεώσεων (default risk): Ονομάζεται και πιστωτικός κίνδυνος και αποτυπώνει την πιθανότητα ο δανειστής να μην είναι σε θέση να τακτοποιήσει τις συμβατικές του υποχρεώσεις (αποπληρωμή κεφαλαίου και τόκων) εξαιτίας της δεινής οικονομικής του κατάστασης. Είναι ευνόητο πως όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο κίνδυνος τόσο υψηλότερη απόδοση θα απαιτήσει ο υποψήφιος επενδυτής για την αγορά αυτού του τίτλου. Τα κρατικά ομόλογα, λόγω του μηδενικού κινδύνου αδυναμίας αποπληρωμής από την πλευρά του Ελληνικού Δημοσίου, έχουν πάντα τα χαμηλότερα επιτόκια. Αντίθετα, οι τίτλοι που εκδίδουν οι Ανώνυμες Εταιρίες ενσωματώνουν την πιθανότητα πτώχευσης της επιχείρησης και συνοδεύονται από μεγαλύτερες αποδόσεις (υψηλότερο κόστος δανεισμού για τις αποδόσεις). Για την ενημέρωση του επενδυτικού κοινού σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των διαφόρων εταιριών που εκδίδουν ομόλογα υπάρχουν συγκεκριμένοι φορείς αξιολόγησης, (credit rating agencies), όπως η Standard & Poors (S&P) στις ΗΠΑ, η European Rating Agency (ERA) στη Ρωσία, η Capital Intelligence στην Κύπρο κλπ. Όμως, το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των οποίων παρουσιάζει τις εγγενείς αδυναμίες στις οποίες αναφερθήκαμε στο πρώτο κεφάλαιο.
- Κίνδυνος επιτοκίου (interest rate risk): Είναι η μεταβολή στην κεφαλαιακή απόδοση μιας ομολογίας εξαιτίας μεταβολών στα επιτόκια αγοράς. Όπως φαίνεται και από το παράρτημα Β, η τρέχουσα τιμή μιας ομολογίας εξαρτάται

⁸ Για λεπτομέρειες σχετικά με τον τρόπο υπολογισμού της ονομαστικής και πραγματικής απόδοσης ενός ομολόγου σταθερού επιτοκίου δες παράρτημα Β

από το τρέχον επιτόκιο αγοράς, μια σημαντική αύξηση του οποίου μπορεί να μειώσει την τιμή της ακόμα και κάτω από την ονομαστική της αξία. Όσο μεγαλώνει η χρονική διάρκεια του ομολόγου τόσο αυξάνει και αυτό το είδος κινδύνου εξαιτίας αντικειμενικής αδυναμίας καθορισμού των επιτοκίων σε βάθος χρόνου.

- Κίνδυνος ρευστότητας (liquidity risk): Αντικατοπτρίζει την πιθανότητα μια ομολογία να μη μπορεί να πωληθεί στην τρέχουσα αξία της. Κάτι τέτοιο μπορεί να συμβεί αν ο τίτλος έχει πολύ χαμηλό βαθμό *εμπορευσιμότητας*, δηλαδή δεν υπάρχει οργανωμένη και αποτελεσματική δευτερογενής αγορά για τη διαπραγμάτευσή της. Η ρευστότητα αποτελεί σημαντικό κριτήριο επιλογής μιας ομολογίας από ένα επενδυτή και είναι μεταβλητή *αρνητικά συσχετισμένη* με την απόδοση. Με απλά λόγια, ένας υποψήφιος επενδυτής είναι διατεθειμένος να δεχτεί μικρότερη απόδοση για ένα ομόλογο αν γνωρίζει πως αυτό μπορεί να ρευστοποιηθεί άμεσα.
- Κίνδυνος επανεπένδυσης (re-investment risk): Είναι λογικό ο επενδυτής να θέλει να επανεπενδύσει τις εισροές των ομολόγων που διακρατεί στο χαρτοφυλάκιό του. Αν βρισκόμαστε σε περίοδο πτώσης των επιτοκίων, οι χρηματικές αυτές ροές επανεπενδύονται με χαμηλότερα επιτόκια και αποφέρουν χαμηλότερες αποδόσεις. Ο κίνδυνος αυτός είναι ο λεγόμενος κίνδυνος επανεπένδυσης και είναι αντισταθμιστικός του κινδύνου επιτοκίου που περιγράφουμε παραπάνω. Αυτό συμβαίνει γιατί όταν μειώνονται πχ τα επιτόκια αγοράς αυξάνει ο κίνδυνος επανεπένδυσης αλλά αυξάνεται ταυτόχρονα και η τρέχουσα τιμή της ομολογίας αποφέροντας πιθανώς σημαντικά κεφαλαιακά κέρδη.
- Κίνδυνος ανάκλησης (call risk): Ορισμένα ομόλογα δίνουν στους εκδότες τους το δικαίωμα ανάκλησης, το οποίο πρακτικά σημαίνει ότι αυτοί μπορούν να αποσύρουν τις ομολογίες και να εκδώσουν νέες με χαμηλότερα επιτόκια, μειώνοντας έτσι το κόστος δανεισμού τους και την απόδοση του ομολογιούχου. Είναι προφανές ότι η δανειζόμενη εταιρία θα ασκήσει αυτό το δικαίωμα μόνο όταν τα επιτόκια ακολουθούν πτωτική πορεία, όπως συμβαίνει στις μέρες μας εν μέσω κρίσης.

Μετά την συνοπτική επισκόπηση της θεωρίας ομολόγων, θα προβούμε στην εξέταση των βασικών χαρακτηριστικών της αγοράς ομολόγων στην Ελλάδα και στον υπόλοιπο κόσμο.

IV. Η Αγορά Ομολόγων στην Ελλάδα

Μέχρι πριν λίγα χρόνια η αγορά ομολόγων στην Ελλάδα ήταν σχεδόν ανύπαρκτη και η αγοραπωλησία τίτλων αφορούσε κρατικά ομόλογα που ικανοποιούσαν τις ανάγκες του Δημοσίου για κεφάλαια. Το 1999 όμως ιδρύθηκε η **Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (Η.Δ.Α.Τ.)** με σκοπό να διασφαλίσει τη διαφάνεια στην αγορά και να αυξήσει την εμπορευσιμότητα των ελληνικών και ξένων ομολόγων. Στην Η.Δ.Α.Τ. γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης οι εξής τίτλοι (Τράπεζα της Ελλάδος, Κανονισμός Η.Δ.Α.Τ., 28/4/2009):

- Τίτλοι που έχουν εκδοθεί από το Ελληνικό Δημόσιο
- Ομόλογα, ομολογίες και εν γένει χρεωστικοί τίτλοι σταθερού εισοδήματος που έχουν εκδοθεί από άλλα κράτη, ΝΠΔΔ, ΟΤΑ και διεθνείς οργανισμού δημόσιου χαρακτήρα
- Ομόλογα, ομολογίες και εν γένει χρεωστικοί τίτλοι σταθερού εισοδήματος που εκδίδονται από εταιρίες και άλλους εργάτες

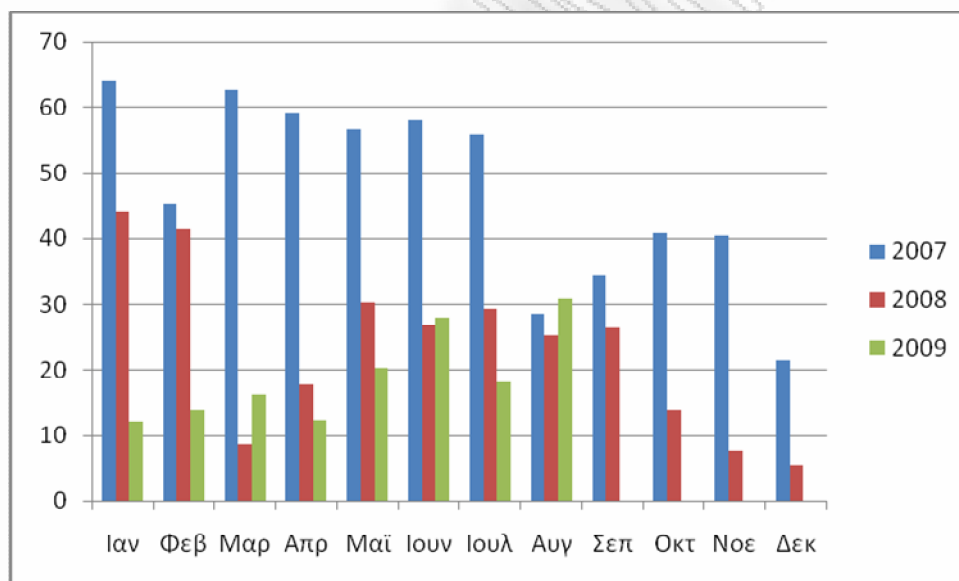
Πρόσβαση στην Η.Δ.Α.Τ. με δικαίωμα διαπραγμάτευσης τίτλων έχουν μόνο τα μέλη της. Η Τράπεζα της Ελλάδος θεωρείται αυτοδικαίως μέλος της Η.Δ.Α.Τ. Πρόσβαση στην αγορά, χωρίς δικαίωμα διαπραγμάτευσης τίτλων, μπορεί να χορηγηθεί στους παρακάτω φορείς (Τράπεζα της Ελλάδος, Κανονισμός Η.Δ.Α.Τ., 28/4/2009):

- Διεθνή Δίκτυα Μετάδοσης Πληροφοριών (π.χ. Reuters, Bloomberg) τα οποία συνδέονται on-line σε πραγματικό χρόνο και μεταδίδουν πληροφορίες σχετικά με την πορεία των συναλλαγών
- Παρατηρητές, οι οποίοι έχουν πρόσβαση σε στατιστικές πληροφορίες για την αγορά

Η ημερήσια λειτουργία της Η.Δ.Α.Τ. χωρίζεται σε τρία στάδια, ήτοι το στάδιο προετοιμασίας, το στάδιο λειτουργίας και το στάδιο κλεισίματος. Στο πρώτο στάδιο (10:00 – 10:15) το σύστημα είναι διαθέσιμο μόνο για τα μέλη, προκειμένου αυτά να εισάγουν προσφορές, οι οποίες ούτε δημοσιοποιούνται σε αυτό το στάδιο ούτε είναι ορατές από τα υπόλοιπα μέλη. Στο δεύτερο στάδιο (10:15 – 17:00), η Η.Δ.Α.Τ. είναι διαθέσιμη σε όλους τους συμμετέχοντες, το σύστημα επιτρέπει εισαγωγή νέων προσφορών ή τροποποίηση των υπάρχοντων από τους χρήστες. Στο τρίτο στάδιο (17:00 – 20:00) τα μέλη μπορούν να επικοινωνήσουν μεταξύ τους (αποστολή και λήψη μνημάτων), να αποθηκεύσουν στατιστικά στοιχεία, να πληροφορηθούν για τιμές κλεισίματος τίτλων κοκ. Τονίζεται ότι οι ενέργειες του σταδίου κλεισίματος μπορούν να πραγματοποιηθούν καθ' όλη τη διάρκεια της ημέρας.

Προχωρώντας σε ποσοτικά στοιχεία αναφορικά με την Η.Δ.Α.Τ., το γράφημα 10 απεικονίζει την αξία συναλλαγών της Η.Δ.Α.Τ. σε €δισ για τα έτη 2007-2009.

Γράφημα 10: Αξία συναλλαγών ΗΔΑΤ, 2007-2009, €δισ



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος / ΗΔΑΤ /Εβδομαδιαίες Ανασκοπήσεις Διεθνών Αγορών Ομολόγων

Τον Αύγουστο του 2009 η αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε σε €30,8δισ, στα υψηλότερα επίπεδα για το τρέχον έτος. Αυτό που είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρον στο σχήμα είναι η κατακόρυφη πτώση που παρατηρείται τον Αύγουστο του 2007 (χρονικό σημείο που ξέσπασε η κρίση), όπου η αξία συναλλαγών μειώθηκε κατά 100% περίπου, από τα επίπεδα των €55 – 60δισ στα επίπεδα των €28δισ. Όπως θα δούμε και στο τρίτο κεφάλαιο αναλυτικότερα, η αντίδραση αυτή οφείλεται στη

χαμηλή ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας και στην αφερεγγυότητα του ελληνικού δημοσίου ως δανειζόμενου (μεγάλο δημόσιο έλλειμμα), που καθιστά τα ελληνικά κρατικά ομόλογα επικίνδυνους τίτλους σε σχέση τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς τίτλους.

Κλείνοντας τη σύντομη αναφορά στην ελληνική αγορά ομολόγων, είναι χρήσιμο να αναφέρουμε και ορισμένες ακόμα θεσμικές αλλαγές του Υπουργείου Οικονομικών (πέρα από τη σύσταση της Η.Δ.Α.Τ.) που συνέβαλλαν στον εκσυγχρονισμό της ελληνικής αγοράς ομολόγων και της λειτουργίας του σύμφωνα με τα ισχύοντα διεθνή πρότυπα. Οι σημαντικότερες είναι (Αρτίκης 2002):

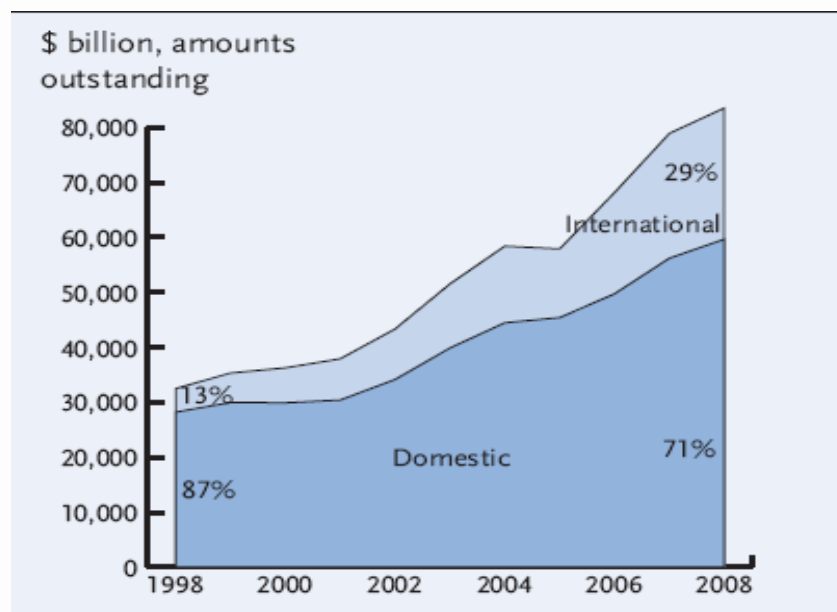
- Καθιέρωση του θεσμού των βασικών διαπραγματευτών (primary dealers)
- Καθιέρωση της μεθόδου των δημοπρασιών ως μοναδικής μεθόδου έκδοσης και διάθεσης νέωνβ τίτλων στο επενδυτικό κοινό
- Καθιέρωση αποτίμησης ομολογιών σε τιμές αγοράς (mark-to-market)
- Βελτίωση της εμπορευσιμότητας των μακροχρόνιων τίτλων μέσω συνεχών δημοπρασιών (re-opening)
- Κατάργηση του φόρου 15% στις συναλλαγές repos ανάμεσα στις τράπεζες και στους πελάτες τους

V. Διεθνείς Αγορές Ομολόγων

Το μέγεθος της παγκόσμιας αγοράς ομολόγων ανήλθε για το 2008 σε \$83τρις, ποσό που σηματοδοτεί μια αύξηση της τάξης του 6% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Από αυτά τα \$83τρις, το 71% αφορά εγχώρια ομόλογα και το υπόλοιπο 29% αντιπροσωπεύει διεθνή ομόλογα⁹ (Γράφημα 11).

⁹ Στα εγχώρια ομόλογα η χώρα έκδοσης και το νόμισμα αναφοράς ταυτίζονται, ενώ τα διεθνή ομόλογα είναι προϊόντα που εκδίδονται και γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε χώρα άλλη από αυτή που υποδηλώνει το νόμισμα αναφοράς.

Γράφημα 11: Παγκόσμια Αγορά Ομολόγων, \$δισ, 1998-2008



Πηγή: IFSL Research, BIS

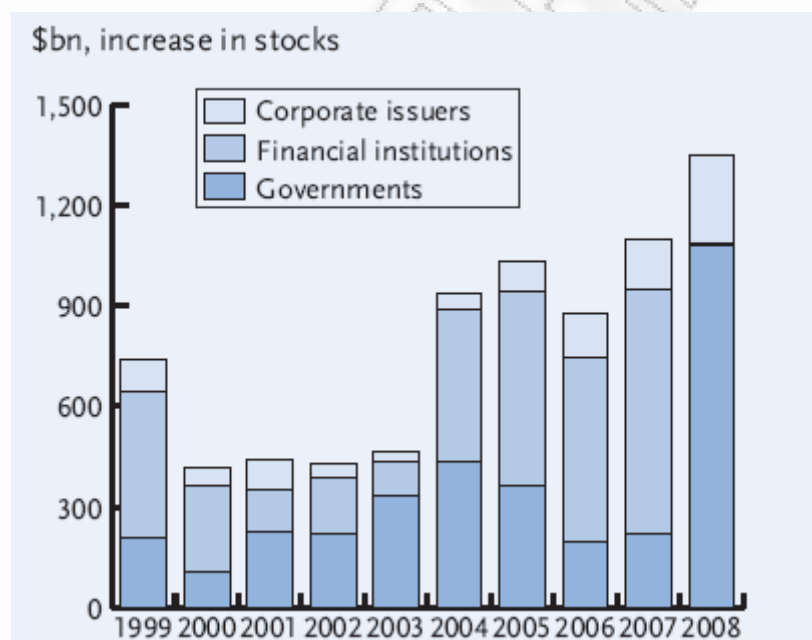
Αναφορικά με τις εγχώριες αγορές ομολόγων, η συνολική τους αξία αυξήθηκε κατά 7% περίπου μέσα στο 2008 λόγω της μαζικής προσφυγής των επενδυτών σε ασφαλή κρατικά ομόλογα ως μέσο προστασίας από την κρίση. Η Αμερικανική αγορά εγχώριων ομολόγων κατείχε την πρώτη θέση, αντιπροσωπεύοντας το 43% των συνολικών εκδόσεων, με τη δεύτερη Ιαπωνία να ακολουθεί από απόσταση με 16%. Ο πίνακας 3 απεικονίζει τις κυριότερες αγορές ομολόγων για το τελευταίο έτος, καθώς και την επιμέρους διαρθρωση σε κάθε κράτος. Κυριότεροι εκδότες ομολόγων στις εγχώριες αγορές είναι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι κυβερνήσεις των κρατών (βλ γράφημα 12). Παρατηρούμε ότι το 2008, χρονιά που ξεδιπλώθηκαν σε όλοτους το μεγαλείο οι συνέπειες της κρίσης, η προτίμηση των επενδυτών για ασφαλή κρατικά ομόλογα είναι πρόδηλη.

Πίνακας 3: Κυριότερες εγχώριες Αγορές Ομολόγων και η διάρθρωσή τους, \$δισ, 2008

	Total	of which		
		Public	Financial	Corporate
US	24,622	7,888	13,819	2,914
Japan	11,077	9,113	1,197	767
Italy	3,262	1,780	1,055	427
France	2,921	1,437	1,160	324
Germany	2,593	1,364	929	300
Spain	1,746	540	543	663
UK	1,223	827	378	19
Canada	1,035	670	254	110
Belgium	553	373	144	36
Others	10,634	5,795	3,795	1,045
World	59,666	29,787	23,274	6,605

Πηγή: IFSL Research, BIS

Γράφημα 12: Εκδόσεις Ομολόγων ανά φορέα, \$δισ, 1999-2008



Πηγή: IFSL Research, BIS

Εξάλλου, η αξία των διεθνών ομολόγων αυξήθηκε κατά 5% μεταξύ 2007 και 2008, αγγίζοντας τα \$23,9τρις αν και οι εκδόσεις νέων ομολόγων μειώθηκαν από \$3τρις σε \$2,4τρις μέσα στο ίδιο χρονικό διάστημα. Η συμμετοχή της Αγγλίας στις νέες εκδόσεις αυξήθηκε σημαντικά μέσα στο έτος, με αποτέλεσμα να πάρει τα πρωτεία από τις ΗΠΑ και να αντιπροσωπεύει το 30% των νέων εκδόσεων παγκοσμίως όπως φαίνεται και από τον πίνακα 4. Αυτό φαίνεται και από το γράφημα 13 που αποκαλύπτει ότι η Αγγλία είναι η μόνη χώρα που η αξία των διεθνών ομολόγων ξεπερνάει την αντίστοιχη των εγχώριων, με τη Γερμανία να ακολουθεί σε αυτή την άτυπη κατηγορία. Στο ακριβώς αντίθετο άκρο βρίσκεται η Ιαπωνία, με ανεπαίσθητη παρουσία στις διεθνείς αγορές ομολόγων. Παρά την έντονη κινητικότητα της Αγγλίας σε νέες εκδόσεις, οι ΗΠΑ παραμένουν ο αναμφισβήτητος κυρίαρχος στις διεθνείς αγορές ομολόγων, αντιπροσωπεύοντας το 23% της συνολικής αγοράς (γράφημα 14). Ένα τελευταίο σημείο που έχει ιδιαίτερη σημασία αναφορικά με τη διεθνή αγορά ομολόγων είναι η ραγδαία αύξηση των καλυπτόμενων-από-υποθήκης ομολόγων (mortgage-backed bonds)¹⁰ μέσα στο 2008 (ύψος νέων εκδόσεων \$735δισ, περίπου 30% του συνόλου, γράφημα 15), αντικατοπτρίζοντας τις αυξημένες δανειακές ανάγκες πολλών Ευρωπαϊκών κρατών, συμπεριλαμβανομένων της Αγγλίας, της Ισπανίας και της Γερμανίας.

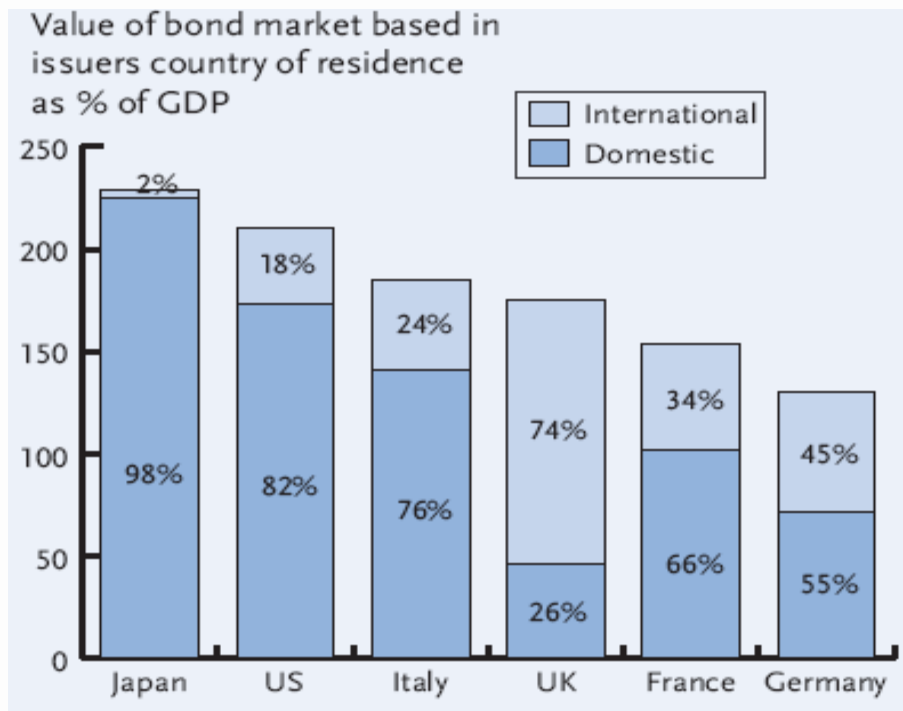
Πίνακας 4: Συμμετογή της Αγγλίας στη διεθνή Αγορά Ομολόγων, %, 2007-8

% share	---- 2007 ----		---- 2008 ----	
	UK	Rest of world	UK	Rest of world
Issuance	16	84	30	70
Secondary trading	70	30	70	30
Amounts outstanding	13	87	14	86

Πηγή: IFSL Research, BIS

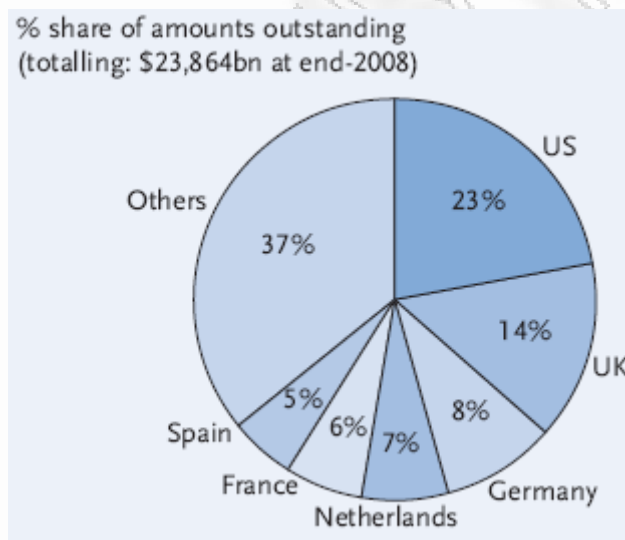
¹⁰ Πρόκειται για ομόλογα που αξιοποιούν τις χρηματικές ροές από τους τόκους και την αποπληρωμή των κεφαλαίων ενυπόθηκων δανείων

Γράφημα 13: Σχετικό Μέγεθος Αγοράς Ομολόγων ως ποσοστό ΑΕΠ, \$δισ, 2008



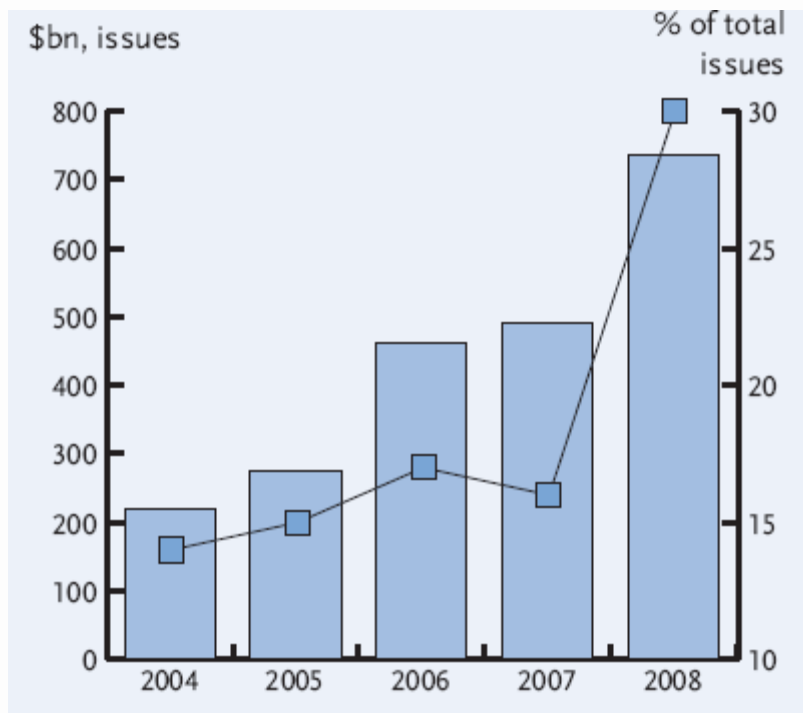
Πηγή: IFSL Research, BIS, OECD

Γράφημα 14: Διεθνείς Αγορές Ομολόγων ανά χώρα προέλευσης, ποσοστό%, 2008



Πηγή: IFSL Research, BIS

Γράφημα 15: Εκδόσεις καλυπτόμενων-από-υποθήκες ομολόγων, ως ποσοστό συνολικών εκδόσεων και ως \$δισ, 2004-2008



Πηγή: IFSL Research, BIS

Εξάλλου, η δομή της αγοράς ομολόγων στις ΗΠΑ παρουσιάζει διαφορές σε σχέση με την αντίστοιχη της Ευρωζώνης. Οι διαφορές σχετικά με τα είδη ομολόγων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις δύο αγορές συνοψίζονται στον πίνακα 5. Σημαντικές αποκλίσεις αποτελούν η δυνατότητα που δίνεται σε φορείς της Τοπικής Αυτοδιοίκησης στις ΗΠΑ (όπως Πολιτείες και Δήμους) να είναι εκδότες ομολόγων, η σχετική σημασία του τραπεζικού κλάδου στην έκδοση ομολόγων στην Ευρωζώνη σε σχέση με την Αμερική και η ύπαρξη στις ΗΠΑ διαφόρων αμφισβητούμενης ποιότητας τίτλων υψηλής απόδοσης αλλά ιδιαίτερα μεγάλου ρίσκου (high yield bonds ή junk bonds).

Πίνακας 5: Είδη ομολόγων στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη

Περιοχή	Είδος	Επεξηγήσεις
ΗΠΑ	US Treasury bonds	Κρατικά Αμερικανικά ομόλογα εκδιδόμενα από το Υπ. Οικονομικών
	High-yield bonds	Υψηλού ρίσκου - υψηλής απόδοσης ομόλογα
	Asset backed securities	Τίτλοι που χρησιμοποιούν ως εγγύηση ποικίλλα περιουσιακά στοιχεία, π.χ. πιστωτικές κάρτες, δάνεια αυτοκινήτων, απαιτήσεις επιχειρήσεων
	Mortgage backed securities	Τίτλοι που στηρίζονται στις χρηματοροές αποπληρωμής τόκων και κεφαλαίου που προκύπτουν από ενυπόθηκα δάνεια
	Agency bonds	Ομόλογα εκδιδόμενα από Κυβερνητικές υπηρεσίες, π.χ. Freddie Mac και Mannie Fae
	Municipal bonds	Ομόλογα εκδιδόμενα από Αμερικανικές Πολιτείες, Δήμους και Κοινότητες
	Corporate bonds	Ομόλογα εκδιδόμενα από ιδιωτικές εταιρίες
Ευρωζώνη	Bank debt securities	Μια ευρεία γκάμα τραπεζικών ομολόγων, από τίτλους μειωμένης εξασφάλισης έως καλυμένα ομόλογα (π.χ. Pfandbriefe)
	Government bonds	Κρατικά ομόλογα εκδιδόμενα από τις διάφορες Ευρωπαϊκές Κυβερνήσεις
	Asset backed securities	Τίτλοι που χρησιμοποιούν ως εγγύηση ποικίλλα περιουσιακά στοιχεία, π.χ. πιστωτικές κάρτες, δάνεια αυτοκινήτων, απαιτήσεις επιχειρήσεων
	Corporate bonds	Ομόλογα εκδιδόμενα από ιδιωτικές εταιρίες

Πηγές: The Eurobond Market Study (2004), ECB, www.ft.com

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Στα προηγούμενα δύο κεφάλαια αναλύσαμε διεξοδικά τη φύση, τα χαρακτηριστικά και τις αιτίες της πρόσφατης οικονομικής κρίσης (κεφάλαιο 1) καθώς και τις βασικές αρχές της θεωρίας ομολόγων, αναλύοντας τους βασικούς τύπους ομολόγων και εξετάζοντας τα κύρια χαρακτηριστικά των αγορών στις οποίες αυτοί οι τίτλοι αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης (κεφάλαιο 2). Συνεπώς, είμαστε τώρα σε θέση να συνδυάσουμε τη θεωρία των δύο πρώτων κεφαλαίων και να προχωρήσουμε σε μια αναλυτική επισκόπηση της πορείας των αγορών ομολόγων κατά τη διάρκεια της κρίσης, που αποτελεί και τον ένα από τους δύο κύριους στόχους αυτού του πονήματος.

Πριν προβούμε όμως στην ανάλυση, θεωρούμε σκόπιμο να ξεκαθαρίσουμε τις σχέσεις που συνδέουν ορισμένες βασικές οικονομικές μεταβλητές και οι οποίες εν πολλοίς καθορίζουν (άμεσα ή έμμεσα) την πορεία της αγοράς ομολόγων, δηλαδή αν η αγορά θα κινηθεί ανοδικά ή πτωτικά. Χωρίς αυτή τη γνώση, όλα όσα λέγονται παρακάτω φαίνονται δυσνόητα. Οι βασικότερες σχέσεις που μας ενδιαφέρουν είναι:

- Σχέση τιμής – απόδοσης ομολογίας: Η σχέση που συνδέει τις δύο αυτές μεταβλητές είναι αρνητική, δηλαδή όσο ανεβαίνει η τιμή της ομολογίας τόσο πέφτει η πραγματική της απόδοση και αντίστροφα. Δε θα σταθούμε στο σημείο αυτό στη θεωρητική αιτιολόγηση αυτής της σχέσης, διότι αυτό έχει γίνει ήδη στο δεύτερο κεφάλαιο.
- Σχέση επενδυτικού κλίματος – αγοράς ομολόγων: Όταν το κλίμα στην αγορά είναι ευνοϊκό, επικρατεί αισιοδοξία στους επενδυτές και υπάρχει διάθεση ανάληψης κινδύνου, τότε η αγορά ομολόγων παρουσιάζει μειωμένη κίνηση. Αντίθετα, όταν οι επενδυτές είναι επιφυλακτικοί και απαισιόδοξοι στο φως αποθαρρυντικών οικονομικών στοιχείων, τότε στρέφονται μαζικά στην αγορά ομολόγων, γεγονός που μεταφράζεται σε αυξημένο όγκο συναλλαγών. Αυτό συμβαίνει διότι τα ομόλογα – ιδιαίτερα τα κρατικά – αποτελούν ασφαλείς τοποθετήσεις, ιδανικές για επίτευξη μικρών κερδών σε δύσκολους καιρούς.

Αντίθετα, σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης οι επενδυτές θα στραφούν σε τίτλους που μπορούν να αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις (πχ μετοχές). Αυτός είναι άλλωστε και ο λόγος που οι αγορές ομολόγων και οι αγορές μετοχών ανωνύμων εταιριών ακολουθούν “βίους αντίθετους”.

- Σχέση προσδοκίας επενδυτών για την πορεία των επιτοκίων και απόφασης για αγορά ομολόγων: Όταν οι επενδυτές αναμένουν πτώση των επιτοκίων αγοράς, ουσιαστικά αναμένουν αύξηση της τιμής των ομολόγων (αντίστροφη σχέση τιμής-απόδοσης ομολογίας). Συνεπώς, τους συμφέρει να αγοράσουν ομόλογα τώρα (στη μειωμένη τιμή) και να πουλήσουν αργότερα (στην αυξημένη τιμή), έτσι ώστε να πραγματοποιήσουν κεφαλαιακά κέρδη. Επομένως, όταν η “αγορά” διαισθάνεται πτώση των επιτοκίων, το λογικό είναι να παρατηρηθεί μια αυξημένη κίνηση στην αγορά ομολόγων. Το αντίθετο ισχύει όταν οι επενδυτές αναμένουν άνοδο των επιτοκίων.
- Σχέση ποσότητας προσφερόμενου χρήματος – επιτοκίων: Μια αύξηση της ποσότητας του χρήματος οδηγεί σε μείωση των επιτοκίων. Θα προσπαθήσουμε να εξηγήσουμε την αρνητική αυτή σχέση χωρίς να καταφύγουμε στη χρήση διαγραμμάτων: Σύμφωνα με τη θεωρία προτίμησης ρευστότητας του Keynes, ο τόκος είναι η αμοιβή του επενδυτή για την παραίτησή του από ένα αγαθό υψηλής ρευστότητας όπως είναι το μετρητό χρήμα, και την ανταλλαγή του με χρεόγραφο. Όταν η ποσότητα χρήματος στην οικονομία αυξάνει, η ρευστότητα βελτιώνεται και παύει να αποτελεί είδος “εν ανεπαρκεία”. Συνεπώς, ο επενδυτής πρέπει να συμβιβαστεί με μια μικρότερη ανταμοιβή για τη θυσία του να ανταλλάξει μετρητό χρήμα με χρεόγραφο (ομόλογα). Η ανταμοιβή αυτή καθορίζεται από το επιτόκιο, το οποίο συνεπώς μειώνεται.
- Σχέση πορείας πληθωρισμού και επιτοκίων: Ο πληθωρισμός συνίσταται στην αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών μέσα σε μια χρονική περίοδο, γεγονός που πρακτικά σημαίνει τη μείωση της αγοραστικής αξίας του νομίσματος μιας χώρας. Όπως είναι φυσικό, ο πληθωρισμός επηρεάζει τη διαχρονική αξία του χρήματος, στην καρδιά του υπολογισμού της οποίας βρίσκεται το επιτόκιο αγοράς. Αν πχ ο δανειστής αναμένει μεγάλη αύξηση του πληθωρισμού στο εγγύς μέλλον, θα απαιτήσει υψηλότερη απόδοση (επιτόκιο) από το δανειζόμενο για να καλύψει τυχόν κεφαλαιακές ζημιές

εξαιτίας του πληθωρισμού. Συνεπώς, σε περίπτωση που αναμένεται αύξηση του πληθωρισμού, είναι λογικό να αυξηθεί και το επιτόκιο αγοράς. Το αντίθετο συμβαίνει όταν αναμένεται πτώση του πληθωρισμού.

Έχοντας αναλύσει τις θεμελιώδεις σχέσεις που διέπουν ορισμένες βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές, είμαστε τώρα σε θέση να προχωρήσουμε με την ανάλυση των κυριότερων αγορών ομολόγων. Η περίοδος που θα εξετάσουμε εκτείνεται από τον Αύγουστο του 2007, σημείο που παρουσιάστηκαν τα πρώτα σοβαρά προβλήματα στην αγορά στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ, μέχρι σήμερα. Στο **πρώτο** τμήμα θα εστιάσουμε στις αγορές ομολόγων των **ΗΠΑ** και της **Ευρωζώνης**, ενώ στο **δεύτερο** τμήμα θα επικεντρωθούμε στην **ελληνική** αγορά. Η ανάλυση βασίζεται στην *εβδομαδιαία ανασκόπηση των διεθνών αγορών ομολόγων* που παρέχει η *Τράπεζα της Ελλάδος* (www.bankofgreece.gr). Για την παρακολούθηση της πορείας των αγορών ομολόγων ακολουθήσαμε την εξής μέθοδο: Όσο πιο κοντά βρισκόμασταν στο χρονικό σημείο 0 της κρίσης (Αύγουστος 2007), τόσο πιο στενά παρακολουθούσαμε τις εξελίξεις στις αγορές (συχνότητα δύο εβδομάδων με την προϋπόθεση ύπαρξης στοιχείων), θέλοντας να απομονώσουμε τις πρώτες αντιδράσεις των επενδυτών. Καθώς απομακρυνόμασταν από το σημείο 0, οι εξελίξεις εξετάζονταν πιο αραιά (σε μηνιαία βάση) αλλά θεωρούμε αρκούντως συχνά ώστε να διατηρούμε μια σαφή εικόνα για τη γενική κατεύθυνση των αγορών.

1) Αγορά ΗΠΑ & Ευρωζώνης:

Ο πίνακας 6 παρουσιάζει συνοπτικά την εξέλιξη της αγοράς ομολόγων στις ΗΠΑ από τον Αύγουστο του 2007 μέχρι σήμερα.

Πίνακας 6: Συνοπτική παρουσίαση αγοράς ομολόγων των ΗΠΑ, 30/7/2007 ως**σήμερα**

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΠΟΡΕΙΑ ΑΓΟΡΑΣ	ΑΙΤΙΕΣ - ΣΧΟΛΙΑ
<u>2007</u>		
30Ιουλ - 3Αυγ	Κέρδη	Κλιμάκωση της κρίσης – Δείκτης υπηρεσιών και μεταποίησης (ISM) παρουσιάζει μεγαλύτερη του αναμενόμενου υποχώρηση
27Αυγ ως 30Αυγ	Κέρδη	Διατήρηση ανησυχιών επενδυτών – Δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης παρουσιάζει μεγαλύτερη μηνιαία υποχώρηση τελευταίων 2 ετών
3Σεπ ως 7Σεπ	Σημαντικά Κέρδη	Διατήρηση κλίματος ανησυχίας στις ΗΠΑ – Αίσθηση για μείωση επιτοκίων (θα επαληθευτεί)
10Σεπ ως 14Σεπ	Απώλειες	Μικρή υποχώρηση εντάσεων, αλλά αβεβαιότητα για αγορά στεγαστικών δανείων παραμένει – Αναμένεται μείωση βασικού επιτοκίου από FED
24Σεπ ως 28Σεπ	Κέρδη	Μακροοικονομικά στοιχεία ενισχύουν αβεβαιότητα με παραγγελίες καταναλωτικών αγαθών να σημειώνουν τη μεγαλύτερη πτώση των τελευταίων 7 μηνών και υποχώρηση δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης – Αίσθηση για περαιτέρω μείωση επιτοκίων
8Οκτ ως 12Οκτ	Απώλειες	Ενθαρρυντικά μακροοικονομικά στοιχεία με δείκτες λιανικής πώλησης καλύτερους του αναμενόμενου – Άποψη αγοράς ότι η FED δε θα μεταβάλλει τα επιτόκια
5Νοε ως 9Νοε	Κέρδη	Αναζωπύρωση ανησυχιών – Δήλωση Προέδρου FED ότι ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης αναμένεται να επιβραδυνθεί αισθητά το δ' τρίμηνο του 2007
3Δεκ ως 7Δεκ	Μικρές Απώλειες	Δημοσίευση θετικών μακροοικονομικών στοιχείων που αφορούν κυρίως νέες θέσεις εργασίας καταλαγιάζουν φόβους επενδυτών για πιθανή ύφεση – Αναμένεται μικρή πτώση επιτοκίων, όχι μεγαλύτερη από 25 μονάδες βάσης
24Δεκ ως 4Ιαν	Κέρδη	Αυξημένη διάθεση επενδυτών για ασφαλείς τοποθετήσεις λόγω απαισιόδοξων στοιχείων - Δείκτης ISM στο χαμηλότερο σημείο από Απρίλιο 2003, σημαντική άνοδος τιμής πετρελαίου
<u>2008</u>		
28Ιαν ως 8Φεβ	Κέρδη	Μείωση βασικού επιτοκίου στο 3% από FED (50bps) – Αναστάτωση λόγω αρνητικών στοιχείων για την αγορά εργασίας, υποχώρηση ρυθμού πώλησης νέων κατοικιών
7Απρ ως 11Απρ	Κέρδη	Δυσσείωνα οικονομικά στοιχεία, ενώ τα πρακτικά συνεδρίασης της FED μιλούν για πιθανότητα οικονομικής ύφεσης το α' εξάμηνο του 2008, διαβλέποντας ανάκαμψη από το β' τρίμηνο – Ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης του Michigan University στο χαμηλότερο σημείο των τελευταίων 25 χρόνων
5Μαι ως 9Μαι	Σημαντικά Κέρδη	Στροφή επενδυτών σε ασφαλείς τοποθετήσεις μετά από ανακοίνωση μεγάλων ζημιών στο α' τρίμηνο της μεγαλύτερης ασφαλιστικής εταιρίας παγκοσμίως – πωλήσεις κατοικιών κατέγραψαν νέα πτώση στο Μάρτιο
2Ιουν ως 6Ιουν	Κέρδη	Ανακοίνωση αρνητικών στοιχείων για την πορεία της απασχόλησης, το ποσοστό ανεργίας σημειώνει τη μεγαλύτερη μηνιαία αύξηση των τελευταίων 22 ετών
30Ιουν ως 4Ιουλ	Μικτή εικόνα	Αύξηση μακροπρόθεσμων τίτλων λόγω αναζωπύρωσης ανησυχιών για την πορεία του πληθωρισμού, απώλειες στα βραχυπρόθεσμα ομόλογα λόγω δηλώσεων Προέδρου ΕΚΤ που δημιούργησε προσδοκίες για μη περαιτέρω άνοδο βασικού επιτοκίου – Υποχώρηση δείκτη ISM μεγαλύτερη του αναμενόμενου
18Αυγ ως 22Αυγ	Μικρά Κέρδη	Νέες ανησυχίες σχετικά με την κατάσταση του χρηματοπιστωτικού κλάδου στις ΗΠΑ – Αύξηση τιμής πετρελαίου και δομικός δείκτης τιμών παραγωγού σε ανησυχητικά υψηλά επίπεδα
29Σεπ ως 3Οκτ	Σημαντικά Κέρδη	Αιτία η παρατεταμένη επιδείνωση στον τραπεζικό κλάδο και δυσμενή στοιχεία – Σημαντική μείωση δείκτη ISM και νέων θέσεων εργασίας, μεγάλη μείωση στις εργοστασιακές παραγγελίες – το TARP δεν επαρκεί για αναστροφή κλίματος

3Νοε ως 7Νοε	Κέρδη	Ανακοίνωση αποθαρρυντικών στοιχείων και προοπτική περαιτέρω μείωσης επιτοκίων (θα επαληθευτεί) – Δείκτης ISM στο χαμηλότερο επίπεδο από Σεπ 1982, ανεργία στο υψηλότερο επίπεδο από Μαρ 1994 – Εκλογή Ομπάμα τουλάχιστον βελτιώνει το επενδυτικό κλίμα
1Δεκ ως 5Δεκ	Κέρδη	Αποδόσεις σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα – Ευρωπαϊκές Τράπεζες ανακοινώνουν μείωση επιτοκίων – Τραγικά μακροοικονομικά στοιχεία με τις θέσεις εργασίας να σημειώνουν τη μεγαλύτερη πτώση από το Δεκέμβριο του 1974, το ποσοστό ανεργίας να εκτινάσσεται από το 5,5% στο 6,7% σε ένα μόλις εξάμηνο και τον Πρόεδρο του FED να δηλώνει βούληση να προχωρήσει σε άμεσες αγορές κρατικών ομολόγων σε μια προσπάθεια ενίσχυσης της οικονομίας
22Δεκ ως 31Δεκ	Μικτή εικόνα	Μικρά κέρδη οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι και απώλειες στα μακροπρόθεσμα ομόλογα – Σημαντική πτώση δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης, πωλήσεις κατοικιών χαμηλότερες του αναμενόμενου
2009		
26Ιαν ως 30Ιαν	Μικρές Απώλειες	Τα δυσμενή μακροοικονομικά στοιχεία (δηλώσεις FED για περαιτέρω εξασθένηση οικονομίας, ΑΕΠ δ' τρίμηνο 2008 μεγαλύτερη υποχώρηση τελευταίων 27 χρόνων, πωλήσεις κατοικιών χαμηλότερα επίπεδα όλων των εποχών) εξισορροπούνται από αυξημένη προσφορά νέων ομολόγων
23Φεβ ως 27Φεβ	Απώλειες	Ανησυχία επενδυτών για υπερπροσφορά τίτλων ενισχύεται από δηλώσεις Ομπάμα περί δημοσιονομικού ελλείμματος που αγγίζει τα \$1,75τρς – Οι απώλειες περιορίστηκαν από αρνητικά οικονομικά στοιχεία (αναθεώρηση προς τα κάτω ρυθμού αύξησης ΑΕΠ για δ' τρίμηνο 2008 στο 6,2%, δυσμενέστερη υποχώρηση από το 1982)
30Μαρ ως 3Απρ	Απώλειες	Βελτίωση επενδυτικού κλίματος λόγω απόφασης της G20 να δαπανήσει \$1,1τρς για την ενίσχυση της παγκόσμιας οικονομίας – Η ανακοίνωση υπερκαλύπτει δυσμενή στοιχεία που αφορούν στην εκτίναξη της ανεργίας στο 8,5% (ιστορικά υψηλότερο από 1983) και στο δείκτη μεταποίησης Chicago PMI που πέφτει στο χαμηλότερο επίπεδο από το 1980
27Απρ ως 30Απρ	Απώλειες	Ενθαρρυντικά στοιχεία σχετικά με τους δείκτες καταναλωτικής εμπιστοσύνης και Chicago PMI για τον Απρίλιο – FED ανακοινώνει επιβράδυνση του ρυθμού συρρίκνωσης της παγκόσμιας οικονομίας – Η ανησυχία για την υπερπροσφορά νέων τίτλων διατηρείται
25Μαι ως 29Μαι	Μικρές Απώλειες	Όλοι οι τίτλοι πλην 30ετούς. Πιέσεις έντονα πτωτικές από υπερπροσφορά τίτλων αλλά σταδιακή ανάκαμψη λόγω ανακοίνωσης απαισιόδοξων στοιχείων (μεγαλύτερη αναμενόμενη επιβράδυνση ΑΕΠ για α' τρίμηνο 2009, μη αναμενόμενη πτώση δείκτη Chicago PMI)
29Ιουν ως 3Ιουλ	Κέρδη	Απαισιόδοξα στοιχεία, η ανεργία καλύπτει στο 9,4%, μη αναμενόμενη κάθοδος δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης
20ουλ ως 31ουλ	Μικτή εικόνα	Κέρδη στους βραχυπρόθεσμους τίτλους και απώλειες σε μακροπρόθεσμα ομόλογα – Μικρότερη αναμενόμενη συρρίκνωση ΑΕΠ για β' τρίμηνο 2009 αλλά οι παραγγελίες καταναλωτικών αγαθών παρουσιάζουν μεγαλύτερη του αναμενόμενου πτώση
3Αυγ ως 7Αυγ	Απώλειες	Ενίσχυση διάθεσης επενδυτών για ανάληψη κινδύνου, μη αναμενόμενη υποχώρηση ανεργίας
31Αυγ ως 4Σεπ	Μικτή εικόνα	Άνοδος βραχυπρόθεσμων τίτλων, πτώση μακροπρόθεσμων πλην 10ετούς – Θετικά στοιχεία ανακοινώνονται για την Ευρωζώνη, στις ΗΠΑ οι απώλειες θέσεων εργασίας είναι λιγότερες από τις αναμενόμενες, αλλά η ανεργία αγγίζει το 9,7% (υψηλότερο επίπεδο τελευταίων 26 χρόνων)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Εβδομαδιαίες Ανασκοπήσεις Διεθνών Αγορών Ομολόγων

Εξάλλου, η πορεία της αγοράς ομολόγων στην Ευρωζώνη συνοψίζεται στον πίνακα 7 που ακολουθεί:

Πίνακας 7: Συνοπτική παρουσίαση αγοράς ομολόγων της Ευρωζώνης, 30/7/2007**ως σήμερα**

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	ΠΟΡΕΙΑ ΑΓΟΡΑΣ	ΑΙΤΙΕΣ - ΣΧΟΛΙΑ
<u>2007</u>		
30Ιουλ - 3Αυγ	Σταθεροποίηση	Trichet ανακοινώνει κίνδυνο πληθωριστικών πιέσεων μεσοπρόθεσμα - Αίσθηση στην αγορά για αύξηση του επιτοκίου στο εγγύς μέλλον
27Αυγ ως 30Αυγ	Μικρές Απώλειες	Δείκτης προσφοράς χρήματος σημειώνει τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης των τελευταίων 30 ετών – Χαμηλότερη του αναμενόμενου δείκτη επιχειρηματικής εμπιστοσύνης στη Γερμανία, αλλά μείωση ρυθμού ανέργων
3Σεπ ως 7Σεπ	Σημαντικά Κέρδη	Ενίσχυση κλίματος αβεβαιότητας, ο κίνδυνος πληθωριστικών πιέσεων παραμένει – Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ (β' τρίμηνο) στην Ευρωζώνη και της βιομηχανικής παραγωγής στη Γερμανία (Ιούλιος) χαμηλότερος των εκτιμήσεων
10Σεπ ως 14Σεπ	Απώλειες	Ένεση ρευστότητας 3μηνης διάρκειας από ΕΚΤ μειώνει διατραπεζικά επιτόκια και απαλώνει εντάσεις στις αγορές – Δημοσιευμένα στοιχεία δείχνουν σχετικά υγιή κατάσταση στην Ευρωζώνη
24Σεπ ως 28Σεπ	Κέρδη	Δείκτης επιχειρηματικής εμπιστοσύνης IFO σημαντικά χαμηλότερος του αναμενόμενου, αντανακλώντας ανησυχίες για την κατάσταση στις διεθνείς αγορές και για την ενίσχυση του ευρώ
8Οκτ ως 12Οκτ	Απώλειες	Ρυθμός αύξησης βιομηχανικής παραγωγής για τον Αύγουστο ξεπέρασε κατά πολύ τις προσδοκίες – Stark & Weber (μέλη ΔΣ της ΕΚΤ) δηλώνουν ότι “η οικονομία δείχνει να ξεπερνά την κρίση”, επενδυτές αναμένουν αύξηση επιτοκίων
5Νοε ως 9Νοε	Κέρδη	ΕΚΤ προβλέπει υγιή ρυθμό ανάπτυξης μεσοπρόθεσμα, με κίνδυνο όμως να κυμανθεί σε χαμηλότερα του αναμενόμενου επίπεδα – Οι επενδυτές δε διαβλέπουν αύξηση βασικού επιτοκίου – Ανησυχία στις αγορές για τις επιπτώσεις της κρίσης καλά κρατεί
3Δεκ ως 7Δεκ	Μικρές Απώλειες	Πρόεδρος ΕΚΤ ανακοινώνει υγιές οικονομικό υπόβαθρο, αν και υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με την εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου στις αγορές – Άνοδο παρουσιάζει ο δείκτης τιμών παραγωγού, όπως και οι εργοστασιακές παραγγελίες και η βιομηχανική παραγωγή στη Γερμανία
24Δεκ ως 4Ιαν	Κέρδη	Προσφορά χρήματος και πληθωρισμός σε πολύ υψηλά επίπεδα περαιτέρω υποχώρηση διατραπεζικών επιτοκίων
<u>2008</u>		
28Ιαν ως 8Φεβ	Κέρδη	Επιβράδυνση του δείκτη προσφοράς χρήματος και άνοδος πληθωρισμού στο 3,2% - Χειρότερα των προσδοκώμενων τα στοιχεία για τις λιανικές πωλήσεις, θετικά σημάδια από την αγορά εργασίας – Μείωση του βασικού επιτοκίου στις ΗΠΑ επηρέασε θετικά και την ευρωπαϊκή αγορά
7Απρ ως 11Απρ	Κέρδη	Οικονομικά στοιχεία καταδεικνύουν επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ στο δ' τρίμηνο του 2007 και της βιομηχανικής παραγωγής το Φεβρουάριο – Ο Weber (μέλος ΔΣ της ΕΚΤ) ελπίζει σε μείωση πληθωρισμού κάτω από το 3% μέχρι το τέλος του έτους
5Μαι ως 9Μαι	Κέρδη	Πρόεδρος ΕΚΤ προβλέπει διατήρηση του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα – οι λιανικές πωλήσεις παρουσίασαν μείωση ενώ ο δείκτης τιμών παραγωγού το Μάρτιο σημείωσε τη μεγαλύτερη αύξηση σε ετήσια βάση (year-on-year) από τον Ιούλιο του 2006 – νέα στοιχεία από Γερμανία, Γαλλία δείχνουν μείωση του ρυθμού ανάπτυξης και το Μάρτιο
2Ιουν ως 6Ιουν	Μικτή εικόνα	Σημαντικές απώλειες για βραχυπρόθεσμους τίτλους λόγω δήλωσης Προέδρου ΕΚΤ που δημιούργησε προσδοκίες για αύξηση επιτοκίων τον Ιούλιο - Κέρδη για μακροπρόθεσμα ομόλογα εξαιτίας αρνητικών στοιχείων στις ΗΠΑ σχετικά με την ανεργία
30Ιουν ως 4Ιουλ	Μικτή εικόνα	Μικρή πτώση για βραχυπρόθεσμα ομόλογα εξαιτίας δηλώσεων Προέδρου ΕΚΤ που οδήγησαν τους επενδυτές να αναθεωρήσουν προς τα κάτω τις προσδοκίες τους για περαιτέρω αύξηση επιτοκίων (ήδη αυξήθηκε κατά 25bps στο 4,25%) – Τόσο ο δείκτης τιμών παραγωγού για το Μάιο όσο και ο πληθωρισμός για τον Ιούνιο παρουσιάζουν άνοδο που ξεπερνά τις προβλέψεις

18Αυγ ως 22Αυγ	Μικτή εικόνα	Κέρδη για ομόλογα άνω των 10 ετών εξαιτίας αποθαρρυντικών στοιχείων σχετικών με το δείκτη υπηρεσιών και μεταποίησης PMI, την ίδια ώρα που ο ρυθμός αύξησης των βιομηχανικών παραγγελιών παρουσιάζει τη μεγαλύτερη υποχώρηση από το Δεκέμβριο του 2001 – Οι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι συνεχίζουν να καταγράφουν μικρές απώλειες
29Σεπ ως 30Οκτ	Μεγάλα κέρδη	Ο αμερικανικός τραπεζικός κλάδος αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα που επηρεάζουν και την Ευρωζώνη - Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ επιβεβαιώνει την εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά και την υποχώρηση του κινδύνου για σταθερότητα τιμών – Οι δηλώσεις αυτές δημιουργούν προσδοκίες μείωσης επιτοκίων στο επενδυτικό κοινό, την ίδια ώρα που ο δείκτης οικονομικής εμπιστοσύνης σημειώνει περαιτέρω υποχώρηση
3Νοε ως 7Νοε	Κέρδη	Μεγάλες Ευρωπαϊκές Κεντρικές Τράπεζες προβαίνουν σε επιπλέον μείωση επιτοκίων (ΕΚΤ κατά 50bps στο 3,25%, Αγγλίας κατά 150bps στο 3% κοκ) – Τα οικονομικά στοιχεία χαρακτηρίζονται αποθαρρυντικά με τη βιομηχανική παραγωγή στη Γερμανία να συρρικνώνεται κατά 2,1%το Σεπτέμβριο σε ετήσια βάση και το δείκτη PMI για 5ο μήνα κάτω από τα επίπεδα των 50 μονάδων
1Δεκ ως 5Δεκ	Κέρδη	Δείκτης PMI υποχωρεί σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, η προσδοκία περαιτέρω μείωσης των επιτοκίων επαληθεύεται (ΕΚΤ στο 2,5%, Αγγλίας στο 2% - χαμηλότερο από το 1951-, Σουηδίας επίσης στο 2%)
22Δεκ ως 31Δεκ	Μικρά Κέρδη	Οι βιομηχανικές παραγγελίες παρουσιάζουν τον Οκτώβριο μείωση σε ετήσια βάση ύψους 15,1% που είναι η μεγαλύτερη ιστορικά, ο πληθωρισμός μόλις στο 1,1% που ενισχύει προσδοκίες επενδυτών για επιπλέον μείωση επιτοκίων
2009		
26Ιαν ως 30Ιαν	Μικρές Απώλειες	Όπως και στις ΗΠΑ λόγω υπερπροσφοράς νέων τίτλων – Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το Νοέμβριο του 2008 έφτασε σε ιστορικά υψηλά επίπεδα στην Ευρωζώνη, ενώ ο πληθωρισμός συνέχισε την καθοδική του πορεία και η ανεργία άγγιξε επίπεδα ρεκόρ για τα τελευταία δύο χρόνια
23Φεβ ως 27Φεβ	Απώλειες	Η αυξανόμενη ανησυχία για την υπερπροσφορά νέων τίτλων επισκίασε τα δυσμενέστατα οικονομικά στοιχεία (δείκτης IFO στη Γερμανία σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο, όπως και ο δείκτης οικονομικής εμπιστοσύνης για το Φεβρουάριο)
30Μαρ ως 3Απρ	Απώλειες	Μικρή αναστροφή του κλίματος με τη G20 να αποφασίζει ένεση ύψους \$1,1τρεις για την ενίσχυση της παγκόσμιας οικονομίας – οι δείκτες βιομηχανιών και υπηρεσιών PMI παρουσιάζουν μικρή βελτίωση, ενώ ο πληθωρισμός πέφτει στο ιστορικά χαμηλό 0,6%
27Απρ ως 30Απρ	Μικρά Κέρδη	Αιτία η ανακοίνωση κάποιων ενθαρρυντικών στοιχείων όπως η μεγάλη ανάκαμψη του δείκτη οικονομικής εμπιστοσύνης
25Μαι ως 29Μαι	Μικρές Απώλειες	Η υπερπροσφορά νέων τίτλων από τη μία πλευρά και τα αρνητικά οικονομικά στοιχεία από την άλλη (μεγάλη υποχώρηση λιανικών πωλήσεων, συρρίκνωση βιομηχανικών παραγγελιών για όγδοο συνεχόμενο μήνα) κράτησαν τις αγορές χωρίς μεγάλες διακυμάνσεις – Ο πληθωρισμός το Μάιο άγγιξε το μηδέν για πρώτη φορά στην ιστορία
29Ιουν ως 3Ιουλ	Κέρδη	Δυσμενέστατα οικονομικά στοιχεία περιλαμβάνουν τη μεγάλη μείωση στις λιανικές πωλήσεις και την εκτόξευση της ανεργίας το Μάιο στο υψηλότερο επίπεδο της τελευταίας δεκαετίας – Ο πληθωρισμός για πρώτη φορά τον Ιούνιο παρουσίασε αρνητική ετήσια μεταβολή
20ουλ ως 31ουλ	Κέρδη (πλην βραχυπρόθεσμων γερμανικών τίτλων)	Η βελτίωση του επενδυτικού κλίματος οδήγησε σε άνοδο των τιμών των “περιφερειακών” ευρωπαϊκών τίτλων – Θετικά στοιχεία αναφορικά με το δείκτη PMI, την απασχόληση (Γερμανία) και καταναλωτικές δαπάνες (Γαλλία)
3Αυγ ως 7Αυγ	Απώλειες	Ενίσχυση διάθεσης επενδυτικού κοινού για ανάληψη κινδύνου – Πρόεδρος ΕΚΤ ανακοινώνει συρρίκνωση του ρυθμού επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας – Αισιοδοξία προκαλούν τα μεγέθη εργοστασιακών παραγγελιών στη Γερμανία
31Αυγ ως 4Σεπ	Μικτή εικόνα	Απώλειες καταγράφουν οι μακροπρόθεσμοι τίτλοι (πλην του γερμανικού) λόγω δημοσίευσης ενθαρρυντικών στοιχείων (βελτίωση δείκτη PMI) – Κέρδη για τα βραχυπρόθεσμα ομόλογα επειδή οι επενδυτές αναμένουν διατήρηση επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα μεσοπρόθεσμα

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Εβδομαδιαίες Ανασκοπήσεις Διεθνών Αγορών Ομολόγων

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτουν ορισμένα **βασικά συμπεράσματα** σχετικά με τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές ομολόγων. Το **πρώτο** και κύριο συμπέρασμα είναι ότι οι αγορές ομολόγων έχουν παρουσιάσει σημαντικές διακυμάνσεις στο χρονικό διάστημα από τον Αύγουστο του 2007 έως σήμερα (στους πίνακες αυτό φαίνεται από τη συχνότητα με την οποία εναλλάσσονται τα αποτελέσματα “κέρδη” και “απώλειες”). Ένας άλλος τρόπος να αποδειχτεί η μεταβλητότητα των αγορών ομολόγων είναι εξετάζοντας την πορεία των αποδόσεων των εν λόγω τίτλων. Άλλωστε, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι η απόδοση μιας ομολογίας είναι αντίστροφα συσχετισμένη με την τιμή της, οπότε αν σε μια δεδομένη χρονική στιγμή οι διεθνείς αγορές ομολόγων παρουσιάζουν σημαντικά κέρδη, αυτά θα συνοδεύονται από πτώση των αποδόσεων. Πραγματικά, αυτό που φαίνεται ξεκάθαρα από το γράφημα 16 είναι οι αξιοσημείωτες αυξομειώσεις που παρουσιάζουν οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων τόσο στη ζώνη του ευρώ όσο και στις ΗΠΑ για τα έτη 2007 και 2008: Οι αποδόσεις λοιπόν ανεβαίνουν μέχρι τα μέσα του 2007 (πριν το σημείο 0 της κρίσης), μετά καταγράφουν σημαντική πτώση μέχρι το τέλος του έτους, το 2008 και μέχρι τα μέσα του έτους παρουσιάζουν ξανά σημαντική άνοδο για να κατακυλήσουν και πάλι μέχρι το τέλος του έτους. Βέβαια, οι διακυμάνσεις αυτές κάθε άλλο παρά θα πρέπει να μας ξενίζουν, καθώς δεν είναι τίποτα άλλο παρά φυσιολογικές συνέπειες της χρηματοοικονομικής κρίσης που ξέσπασε το 2007 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα. Συγκεκριμένα, στα δύο έτη που προηγήθηκαν υπήρχε μεγάλος βαθμός αβεβαιότητας σχετικά με την έκταση της κρίσης, τις συνέπειες που αυτή θα έχει στην παγκόσμια οικονομία καθώς και τα μέτρα που πρέπει να ληφθούν για την καταπολέμησή της. Παράλληλα, η κλιμάκωση της κρίσης μέσα στο 2008 (και ειδικά από το Σεπτέμβριο) συνοδεύτηκε από ένα ντόμινο εξελίξεων (δες και Παράρτημα Α, Το χρονικό της κρίσης) που κάθε άλλο παρά συνέβαλλαν στη σταθεροποίηση των αγορών. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι κάθε μία από αυτές τις εξελίξεις (αίτηση πτώχευσης Lehman Brothers εξαγορά Bear Stearns από JP Morgan, οικονομικές δυσκολίες του ασφαλιστικού κολοσσού AIG, κρατικοποίηση Fannie Mae και Freddie Mac, οικονομική ένεση Fortis από Ευρωπαϊκές Κυβερνήσεις κοκ) βοήθησε και τους ίδιους τους ειδικούς να αντιληφθούν σε όλο της το μεγαλείο την τρέχουσα κρίση, ενώ οι αγορές αντιδρούσαν σπασμωδικά (τι άλλο μπορούσαν να κάνουν;) υπό το φως των νέων γεγονότων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν και οι αλλεπάλληλες μειώσεις των βασικών επιτοκίων από τις μεγάλες Κεντρικές Τράπεζες (ενδεικτικά αναφέρουμε το επιτόκιο της ΕΚΤ που από το 4% τον Αύγουστο

του 2007 έχει φτάσει μετά από μια σειρά αναθεωρήσεων στο 1%), προκαλώντας περαιτέρω αναταραχές στις διεθνείς αγορές.

Γράφημα 16: Αποδόσεις μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων, ΗΠΑ και Ευρωζώνη



Πηγή: ECB Annual Report 2008

Ένα **δεύτερο** συμπέρασμα που προκύπτει αβίαστα από την επισκόπηση των διεθνών αγορών ομολόγων είναι ότι σε πάρα πολύ μεγάλο βαθμό οι αγορές των ΗΠΑ και της Ευρωζώνης ακολουθούν κοινή πορεία αντιδρώντας με τον ίδιο ακριβώς τρόπο στις εξελίξεις στο παγκόσμιο οικονομικό στερέωμα. Το γεγονός αυτό γίνεται αντιληπτό τόσο από το γράφημα 16 που φαίνεται ξεκάθαρα ότι τα τοπικά μέγιστα και ελάχιστα των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων εμφανίζονται στα ίδια χρονικά σημεία, όσο και από τον πίνακα 8 που συνοψίζει τα αποτελέσματα (κέρδη και απώλειες) που κατέγραψαν οι δύο αυτές αγορές στα εβδομαδιαία χρονικά διαστήματα που έγινε η ανασκόπηση. Με μια γρήγορη ματιά λοιπόν στον πίνακα διαπιστώνουμε ότι από τις 28 εβδομάδες που εξετάζονται, στις 21 η αγορά των ΗΠΑ επέδειξε ακριβώς τα ίδια αποτελέσματα με την αγορά της Ευρωζώνης (πχ Κέρδη – Κέρδη,

Απώλειες – Απώλειες). Όπως συμβαίνει και με τη μεταβλητότητα που συνοδεύει την κρίση, η σχεδόν ταυτόσημη πορεία της Ευρωπαϊκής και της Αμερικανικής αγοράς ομολόγων δε θα πρέπει να μας προβληματίσει πολύ, τουλάχιστον όσον αφορά την ερμηνεία της, καθώς αποτελεί φυσική συνέπεια της *παγκοσμιοποίησης*. Εξαιτίας της τελευταίας, ο βαθμός διασύνδεσης των αγορών έχει αυξηθεί κατά πολύ, πόσο μάλλον όταν μιλάμε για τις δύο ίσως πιο αναπτυγμένες καπιταλιστικές αγορές στον κόσμο και δε συγκρίνουμε ανόμοια και παράταιρα μεγέθη που βρίσκονται σε τελείως διαφορετικά στάδια ωρίμανσης και εξέλιξης. Άλλωστε σημειώσαμε και στο πρώτο κεφάλαιο ότι ένας από τους κύριους παράγοντες που συνέβαλλαν ώστε η τρέχουσα κρίση να αποκτήσει τόσο μεγάλη δυναμική δεν ήταν άλλος από τον υψηλότερο βαθμό διένεξης των αγορών των αναπτυγμένων κρατών.

Πίνακας 8: Αποτελέσματα αγοράς ομολόγων στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη, Αύγουστος 2007 ως σήμερα

Ημερομηνία	ΗΠΑ	Ευρωζώνη
2007		
30Ιουλ - 3Αυγ	++	=
27Αυγ ως 30Αυγ	++	--
3Σεπ ως 7Σεπ	+++	+++
10Σεπ ως 14Σεπ	--	--
24Σεπ ως 28Σεπ	++	++
8Οκτ ως 12Οκτ	--	--
5Νοε ως 9Νοε	++	++
3Δεκ ως 7Δεκ	-	-
24Δεκ ως 4Ιαν	++	++
2008		

28Ιαν ως 8Φεβ	++	++		
7Απρ ως 11Απρ	++	++		
5Μαι ως 9Μαι	++	++	ΥΠΟΜΝΗΜΑ	
2Ιουν ως 6Ιουν	++	+ -	+	Μικρά Κέρδη
30Ιουν ως 4Ιουλ	+ -	+ -	++	Κέρδη
18Αυγ ως 22Αυγ	+	+ -	+++	Σημαντικά Κέρδη
29Σεπ ως 30κτ	+++	+++	-	Μικρές Απώλειες
3Νοε ως 7Νοε	++	++	--	Απώλειες
1Δεκ ως 5Δεκ	++	++	+ -	Μικτή Εικόνα
22Δεκ ως 31Δεκ	+ -	+	=	Σταθεροποίηση
2009				
26Ιαν ως 30Ιαν	-	-		
23Φεβ ως 27Φεβ	--	--		
30Μαρ ως 3Απρ	--	--		
27Απρ ως 30Απρ	--	+		
25Μαι ως 29Μαι	-	-		
29Ιουν ως 3Ιουλ	++	++		
20ουλ ως 31Ιουλ	+ -	++		
3Αυγ ως 7Αυγ	--	--		
31Αυγ ως 4Σεπ	+ -	+ -		

Τέλος, ένα **τρίτο** και τελευταίο συμπέρασμα που προκύπτει από την παραπάνω ανάλυση είναι ότι στο τέλος του 2008 οι αποδόσεις των αγορών ομολόγων στην Ευρώπη είχαν ξεπεράσει κατά πολύ τις αντίστοιχες στην Αμερική, ενώ διαχρονικά (από το 2004 μέχρι τα μέσα του 2007 που ξέσπασε η κρίση) οι ευρωπαϊκές αποδόσεις υπολείπονταν σταθερά (δες και γράφημα 16). Όπως μας ενημερώνει η ΕΚΤ (ECB Annual Report 2008), στο τέλος του 2008 οι αποδόσεις των 10ετών κρατικών ομολόγων της Ευρωζώνης και των ΗΠΑ διαμορφώθηκαν στο 3,6% και στο 2,2% αντίστοιχα, 75 και 184 μονάδες βάσης χαμηλότερα από ότι στο τέλος του 2007. Το ενδιαφέρον στοιχείο εδώ δεν είναι η πτώση των αποδόσεων αυτή καθαυτή. Άλλωστε, καθώς η κρίση ξεδιπλωνόταν ήταν λογικό οι επενδυτές να προβούν σε άμεσες ρευστοποιήσεις επισφαλών επενδύσεων (μετοχές, λοιπά περιουσιακά στοιχεία) και να στραφούν σε ασφαλή κρατικά ομόλογα (flight to quality) μειώνοντας έτσι τις αποδόσεις τους. Αυτό που ενδιαφέρει κυρίως είναι το γεγονός ότι η πτώση των αποδόσεων στα αμερικανικά ομόλογα είναι πολύ πιο έντονη από ότι στα ευρωπαϊκά. Όμως, σύμφωνα με την ΕΚΤ (ECB Annual Report 2008), αυτό κάθε άλλο παρά παράλογο είναι και οφείλεται στους εξής δύο παράγοντες: α) Η αγορά των ΗΠΑ ήταν αυτή που αντιμετώπιζε (και ακόμα αντιμετωπίζει) τα σημαντικότερα προβλήματα από τη χρηματοοικονομική κρίση, συνεπώς είναι λογικό οι επενδυτές να κάνουν πιο ευρεία χρήση ασφαλών τίτλων όπως τα ομόλογα και δη τα κρατικά και β) Τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερο βαθμό ρευστότητας σε σχέση με τα αντίστοιχα της ζώνης του ευρώ, γεγονός που συμβάλλει στην περαιτέρω μείωση των αποδόσεών τους.

II) Ελληνική Αγορά Ομολόγων:

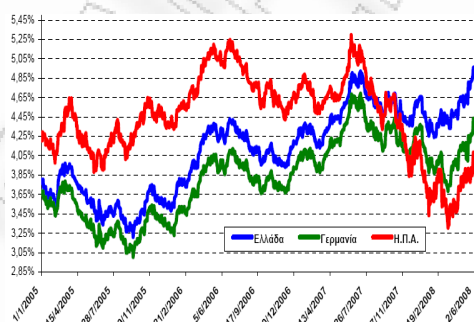
Το βασικό συμπέρασμα από την ανάλυση που προηγήθηκε είναι ότι από το σημείο που ξέσπασε η κρίση σημειώθηκε μια αύξηση του όγκου των συναλλαγών τόσο στην αμερικανική όσο και στην ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων, γεγονός που αντικατοπτρίζει τη προτίμηση των επενδυτών για ασφαλείς τίτλους (flight to quality) σε μια προσπάθεια να προστατεύσουν τις περιουσίες τους εν μέσω αναταραχών στο παγκόσμιο οικονομικό γίγνεσθαι. Οι αγορές ομολόγων των ΗΠΑ και της Ευρωζώνης παρουσίαζαν κατά κανόνα κέρδη σε κάθε δημοσίευση δυσμενών οικονομικών στοιχείων που χειροτέρευαν το επενδυτικό κλίμα, ενώ σημείωναν ζημιές όταν, υπό το

φως κάποιων θετικών στοιχείων, οι επενδυτές αποφάσιζαν να αναλάβουν κάποιο ρίσκο και να στραφούν σε τίτλους με υψηλότερες αποδόσεις. Σε αυτό ακριβώς το σημείο τίθεται το εξής ερώτημα: «**Ποια ήταν η αντίδραση της ελληνικής αγοράς ομολόγων στην κρίση; Ακολούθησε ίδια πορεία με τις μεγάλες αγορές της Ευρώπης και της Αμερικής ή όχι;**»

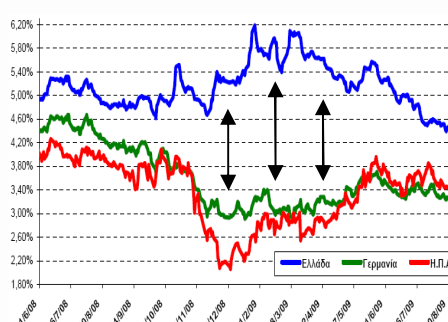
Η απάντηση είναι πως η ελληνική αγορά ομολόγων ακολούθησε σε γενικές γραμμές πορεία **αντίθετη** από αυτή των σημαντικότερων διεθνών αγορών ομολόγων, γεγονός που επιβεβαιώνεται και από τα γραφήματα 16 και 17 τα οποία απεικονίζουν την πορεία των αποδόσεων του ελληνικού, του γερμανικού και του αμερικανικού 10ετούς ομολόγου από το 2005 μέχρι το 2009. Πιο συγκεκριμένα βλέπουμε, πως ενώ πριν την κρίση το ελληνικό και το γερμανικό ομόλογο ακολουθούν πανομοιότυπη πορεία και η μεταξύ τους διαφορά απόδοσης (spread) δεν ξεπερνάει τις 50 μονάδες βάσης (γράφημα 16), από τον Αύγουστο του 2007 τα πράγματα αρχίζουν να διαφοροποιούνται σημαντικά: Η απόδοση του ελληνικού ομολόγου αρχίζει να ανεβαίνει έντονα ενώ η αντίστοιχη του γερμανικού μειώνεται με ταχείς ρυθμούς, με αποτέλεσμα το spread να ξεπεράσει τις 100 μονάδες βάσης το Νοέμβριο του 2008 (όταν πλέον ήταν φανερό πως η κρίση θα χτυπήσει και τη δικιά μας πόρτα) και να εκτοξευτεί μέχρι και τις 300 μονάδες βάσης (6,2% έναντι 3,2%) το Φλεβάρη του τρέχοντος έτους (γράφημα 17).

Γράφηματα 17-18: Αποδόσεις 10ετών ομολόγων (αναφοράς) Ελλάδας, Γερμανίας και ΗΠΑ, ποσοστό %, 1/1/2005 – 30/8/2009

Γράφημα 16: 1/1/05 – 2/6/08



Γράφημα 17: 1/6/08 – 30/8/09



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος / ΗΔΑΤ /Εβδομαδιαίες Ανασκοπήσεις Διεθνών Αγορών Ομολόγων

Μόνο προς το τέλος της περιόδου που εξετάζουμε (3 τελευταίους μήνες) το ελληνικό και το γερμανικό ομόλογο παρουσιάζουν κάποια σημάδια σύγκλισης, με το spread βέβαια να παραμένει σε αρκετά υψηλά επίπεδα (περίπου 150 μονάδες βάσης). Σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειώσουμε πως η διαφορά απόδοσης μεταξύ του ελληνικού και του γερμανικού ομολόγου είναι ένας πολύ σημαντικός δείκτης, διότι αντικατοπτρίζει σε μεγάλο βαθμό την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας. Όταν το spread είναι μικρό, η Ελλάδα δανείζεται σχετικά φτηνά από το εξωτερικό, ενώ όσο αυξάνεται το spread τόσο το κόστος δανεισμού ανεβαίνει, αντανακλώντας ανησυχίες των διεθνών αγορών σχετικά με την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας και την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας μας.

Ένα άλλο ενδιαφέρον σημείο είναι ότι τα συμπεράσματα από τα γραφήματα 17 και 18 είναι απόλυτα συμβατά με τις διαπιστώσεις του γραφήματος 10 (§2, παρ IV) όπου είδαμε την κατακόρυφη πτώση της αξίας συναλλαγών στην ΗΔΑΤ από τον Αύγουστο του 2007, όταν και ξέσπασε η οικονομική κρίση. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές προέβησαν σε μαζικές ρευστοποιήσεις τίτλων στην ελληνική αγορά ομολόγων, με συνέπεια τη μείωση του όγκου των συναλλαγών και τη συνακόλουθη αύξηση των αποδόσεων των ελληνικών τίτλων (αντίστροφη σχέση τιμής – απόδοσης χρεογράφων).

Το βασικό ερώτημα που προκύπτει από την παραπάνω ανάλυση είναι βεβαίως **πού οφείλεται** η διαφοροποίηση της συμπεριφοράς των επενδυτών που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους ελληνικά ομόλογα σε σύγκριση με τους επενδυτές που διακρατούν αμερικανικούς, γερμανικούς τίτλους ή ομόλογα από άλλες προηγμένες οικονομίες της Ευρωζώνης όπως η αγγλική, η γαλλική κλπ. Η απάντηση είναι απλή: Οι δείκτες ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας είναι ιδιαίτερα χαμηλοί και τα δημοσιονομικά μεγέθη είναι πολύ υψηλά, με το δημόσιο χρέος έχει ξεπεράσει το 100% του ΑΕΠ και να είναι το δεύτερο υψηλότερο στην Ευρωζώνη πίσω από την Ιταλία (www.naftemporiki.gr). Συνεπώς, οι δειθνείς οίκοι (Moody's S&P, Fitch Ratings) κοκ αξιολογούν δυσμενώς την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας μας, αυξάνοντας σημαντικά το κόστος δανεισμού. Οι επενδυτές, με τη σειρά τους, γνωρίζοντας την κακή κατάσταση της ελληνικής οικονομίας προτιμούν να στραφούν σε ασφαλείς τίτλους εν μέσω κρίσης, και κυρίως στο γερμανικό ομόλογο που κερδίζει συνεχώς έδαφος έναντι των αντίστοιχων διεθνών τίτλων. **Συμπερασματικά, βλέπουμε πως σε περιόδους αυξημένης ζήτησης για ομόλογα, όπως αυτές που**

διανύουμε τώρα λόγω της κρίσης, η ελληνική αγορά δεν είναι σε θέση να ακολουθήσει την γενικότερη τάση που επικρατεί στην Ευρώπη, λόγω της χαμηλής ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας. Βέβαια, η ελληνική αγορά ομολόγων δεν είναι η μόνη που παρουσιάζει αυτήν την εικόνα στη ζώνη του Ευρώ, αφού και άλλα κράτη με δυσμενή δημοσιονομική διάρθρωση αντιμετωπίζουν παρόμοια προβλήματα. Η Πορτογαλία και η Ιταλία είναι οι δύο χώρες των οποίων η αγορά ομολόγων ομοιάζει περισσότερο με την ελληνική αντικατοπτρίζοντας το υψηλό δημόσιο χρέος και το ελλειματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των χωρών αυτών (www.e-erevna.gr).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Στο τρίτο κεφάλαιο εξετάσαμε τις εξελίξεις στις κυριότερες διεθνείς αγορές ομολόγων και στην ΗΔΑΤ για το χρονικό διάστημα από τον Αύγουστο του 2007 που ξέσπασε η κρίση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, μέχρι σήμερα. Διαπιστώσαμε σημαντική άνοδο στις αγορές των ΗΠΑ και της Ευρωζώνης εξαιτίας της προθυμίας των επενδυτών να στραφούν σε ασφαλέστερους τίτλους κατά τη διάρκεια της κρίσης. Διαφορετικά ήταν τα συμπεράσματα για την ελληνική αγορά, που αδυνατεί να ακολουθήσει τη γενικότερη ευνοϊκή τάση λόγω εγγενών αδυναμιών της οικονομίας της χώρας μας που αντανακλάται φυσικά στους τίτλους που εκδίδει το Ελληνικό Δημόσιο.

Έχοντας λοιπόν μια καλή εικόνα των πρόσφατων εξελίξεων, είμαστε τώρα έτοιμοι να προχωρήσουμε σε μια κριτική ανάλυση των προοπτικών που ανοίγονται στο εγγύς μέλλον για τις διεθνείς αγορές ομολόγων, έχοντας βέβαια πάντα υπόψη ότι η κρίση είναι ακόμα εν εξελίξει και οι ευνοϊκότερες προβλέψεις μιλούν για έξοδο το 2010 (ΟΟΣΑ). Σημειώνουμε ότι η συζήτηση γύρω από τις προοπτικές των αγορών, αποτελεί το δεύτερο και τελευταίο μεγάλο στόχο αυτής της εργασίας, αφού με το πέρας αυτού του κεφαλαίου θα έχουμε ουσιαστικά καταφέρει να σκιαγραφήσουμε το παρόν και το (κοντινό) μέλλον των διεθνών αγορών ομολόγων και της αντίστοιχης ελληνικής αγοράς.

Αν και η εργασία αυτή αφορά συγκεκριμένα στις αγορές ομολόγων, ένα μεγάλο μέρος από την ανάλυση που θα ακολουθήσει θα είναι πιο γενικό και θα εξετάζει συνολικά την κρίση και τις προοπτικές εξόδου από αυτή. Άλλωστε, η πορεία των αγορών ομολόγων, όπως είδαμε στο τρίτο κεφάλαιο, είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας. Είμαστε υποχρεωμένοι όμως σε αυτό το σημείο να τονίσουμε πως κάθε πρόβλεψη σχετικά με την έξοδο από την κρίση, τότε και πώς αυτή θα πραγματοποιηθεί, αποτελεί κάθε άλλο παρά εύκολη υπόθεση. Αυτό φάνηκε ξεκάθαρα και στην ανάλυση που προηγήθηκε, όπου διεθνείς οργανισμοί όπως η ΕΚΤ, το ΔΝΤ και η Τράπεζα Διεθνών Συμβιβασμών προέβαιναν σε συστηματικές αναθεωρήσεις των προβλέψεών τους σχετικά με τα οικονομικά μεγέθη στις αναπτυγμένες χώρες, προκαλώντας με αυτόν τον τρόπο συνεχείς αναταράξεις και στις αγορές ομολόγων. Οι επανεκτιμήσεις αυτές αποδεικνύουν πως ο βαθμός

αβεβαιότητας που περιβάλλει την κατάσταση στο διεθνές οικονομικό στερέωμα είναι μεγάλος, οπότε οι όποιες κρίσεις και εκτιμήσεις πρέπει να γίνονται με περισσή προσοχή και σύνεση.

Η μέθοδος που θα ακολουθήσουμε σε αυτό το κεφάλαιο για την εξέταση των προοπτικών των διεθνών αγορών ομολόγων, λαμβάνοντας υπόψη και τα παραπάνω, έχει ως εξής: Στο πρώτο τμήμα του κεφαλαίου θα επιχειρήσουμε μια σύντομη επισκόπηση και αξιολόγηση των μέτρων που ελήφθησαν από τις Κεντρικές Τράπεζες και τις Κυβερνήσεις των αναπτυγμένων κρατών για την αντιμετώπιση της κρίσης, κάνοντας αναφορά στην ακαδημαϊκή κοινότητα. Είναι προφανές ότι όσο πιο αποτελεσματικά είναι τα μέτρα, τόσο πιο σύντομη και σχετικά ανώδυνη πρέπει να είναι η έξοδος από την κρίση. Στο δεύτερο τμήμα θα ασχοληθούμε με τις προοπτικές που διαφαίνονται στις διεθνείς αγορές, όπως αυτές σκιαγραφούνται αυτή τη στιγμή από διεθνείς φορείς όπως το ΔΝΤ (IMF) και η Τράπεζα Διεθνών Συμβιβασμών (Bank for International Settlements – BIS). Οι οργανισμοί αυτοί απαρτίζονται από επιφανείς οικονομολόγους οι οποίοι εκδίδουν τριμηνιαίες αναφορές quarterly reviews) σχετικά με την κατάσταση και τις επερχόμενες εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία, οπότε η ανάλυση δε θα υστερεί ούτε σε ποιότητα και ποσότητα στοιχείων, αλλά ούτε και σε επικαιρότητα.

Ι) Μέτρα αντιμετώπισης της κρίσης: Επισκόπηση και αξιολόγηση:

Οι μεγαλύτερες Κεντρικές Τράπεζες ανά τον κόσμο προέβησαν σε συγκεκριμένες ενέργειες αντιμετώπισης της κρίσης, η περίληψη των οποίων φαίνεται στον πίνακα 9. Βλέπουμε ότι όλα τα ληφθέντα μέτρα κινούνται σε δύο γενικότερες κατευθύνσεις, αφενός στη βελτίωση των συνθηκών στη διατραπεζική αγορά και αφετέρου στην ενδυνάμωση των πιστωτικών αγορών και στην εν γένει βελτίωση των γενικότερων οικονομικών συνθηκών. Παρατηρούμε ότι ορισμένα μέτρα ελήφθησαν από όλες τις μεγάλες τράπεζες ανεξαιρέτως (πχ συμφωνίες ανταλλαγής νομίσματος, ελαστικοποίηση των κριτηρίων που απαιτούνται για την πρόκριση ενός τίτλου ως εξασφάλιση –collateral-), ενώ τα υπόλοιπα επιλέχτηκαν από ένα μέρος των τραπεζών. Αυτό που έχει ιδιαίτερη σημασία βέβαια, είναι να εξετάσουμε το **κατά πόσο αυτές οι ενέργειες αποδείχτηκαν αποτελεσματικές.**

Πίνακας 9: Μέτρα αντιμετώπισης της κρίσης ανά φορέα, BIS

ΣΤΟΧΟΣ	ΛΗΦΘΕΝ ΜΕΤΡΟ	Fed	ECB	BoE	BoJ	BoC	RBA	SNB ¹¹
<i>Βελτίωση των συνθηκών στη διατραπεζική αγορά</i>	1. Τροποποίηση της δυνατότητας που παρέχεται στις τράπεζες να δανειστούν από την Κεντρική Τράπεζα με εγγύηση ομολογίες του Δημοσίου (discount window)	√		√				
	2. Επέκταση του χρόνου ωρίμανσης πράξεων επαναχρηματοδότησης	√	√	√	√	√	√	√
	3. Διεύρυνση των τίτλων που προκρίνονται ως εξασφάλιση έναντι οφειλών	√	√	√	√	√	√	√
	4. Διεύρυνση των αντισυμβαλλόμενων μερών	√		√	√	√	√	
	5. Συμφωνίες ανταλλαγής νομίσματος μεταξύ Κεντρικών Τραπεζών	√	√	√	√	√	√	√
	6. Εισαγωγή ή ελαστικοποίηση όρων που διευκολύνουν τη δανειοδότηση τίτλων	√		√	√	√		
<i>Βελτίωση των πιστωτικών αγορών και των γενικότερων οικονομικών συνθηκών</i>	7. Χρηματοδότηση / Αγορά / Νομιμότητα εξασφαλίσεων σε εμπορικά χρεόγραφα	√		√	√	√	√	
	8. Χρηματοδότηση / Αγορά / Νομιμότητα εξασφαλίσεων σε εμπορικούς τίτλους υποστηριζόμενους από περιουσιακά στοιχεία (asset backed commercial papers)	√	√	√			√	
	9. Χρηματοδότηση / Αγορά / Νομιμότητα εξασφαλίσεων σε εταιρικά ομόλογα			√	√	√		√
	10. Αγορά τίτλων του Δημοσίου	√		√	√			
	11. Αγορά λοιπών μη-δημόσιων τίτλων				√			√

Πηγή: BIS Quarterly Review, June 2009

Σύμφωνα με τον Blanchard (2009), αρκετά επιτυχημένα υπήρξαν τα μέτρα 3 και 4, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ, όπου η Ομοσπονδιακή Τράπεζα (Fed) ακολούθησε στρατηγική παροχής ενέσεων ρευστότητας όχι μόνο σε τράπεζες αλλά και σε άλλα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και επέκτασης της λίστας των περιουσιακών στοιχείων που προκρίνονται ως εξασφαλίσεις. Αποτέλεσμα των ενεργειών αυτών ήταν η νομισματική βάση στις ΗΠΑ να αυξηθεί κατά \$592δισ (!!!) σε μόλις τέσσερις μήνες, από \$841δισ τον Απρίλιο του 2008 σε \$1.433δισ τον Αύγουστο του ίδιου έτους.

¹¹ Fed:Ομοσπονδιακή Τράπεζα ΗΠΑ, ECB:EKT, BoE:Τράπεζα της Αγγλίας, BoJ:Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας, BoC:Κεντρική Τράπεζα της Κίνας, RBA:Κεντρική Τράπεζα της Αυστραλίας, SNB:Ελβετική Εθνική Τράπεζα

Αντίθετα, ο ίδιος συγγραφέας θεωρεί ότι τα μέτρα άμεσης χρηματοδότησης όπως το περίφημο TARP στις ΗΠΑ που εμπίπτει στην προσπάθεια βελτίωσης των πιστωτικών αγορών και των γενικότερων οικονομικών συνθηκών, δεν αποδείχτηκαν εξίσου αποτελεσματικά λόγω κακής υλοποίησης αλλά και αυξανόμενου προβληματισμού του επενδυτικού κοινού καθώς η κρίση ολοένα και βάθαινε.

Εξάλλου, οι Chailloux et al (2008) υπογραμμίζουν με τη σειρά τους τη σημασία μιας σειράς μέτρων όπως:

- η παροχή ρευστότητας σε μια διευρυμένη λίστα αντισυμβαλλομένων μερών για να ξεπεραστούν τα προβλήματα που δημιουργήθηκαν στο διατραπεζικό δίκτυο (μέτρο 4)
- η γρήγορη αύξηση στη μέση ημερομηνία λήξης πράξεων αναχρηματοδότησης, που απάλυνε τις εντάσεις στην αγορά χωρίς να έχει αρνητικές στη συνολική ρευστότητα (μέτρο 2)
- η δυνατότητα παροχής ρευστότητας σε ξένο νόμισμα, με την αγκαστή συνεργασία των Κεντρικών Τραπεζών που απόδειξαν τη δυνατότητά τους να απαντήσουν ομόφωνα σε μια παγκόσμια κρίση (μέτρο 5)

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει και μια έρευνα που πραγματοποιήθηκε από το ΔΝΤ (IMF, Global Financial Stability Report: Managing the Financial Challenges Ahead, October 2009, Ch. 3), η οποία προσπαθεί να αξιολογήσει την αποτελεσματικότητα των μέτρων που ανακοίνωσαν οι Κεντρικές Τράπεζες και οι Κυβερνήσεις των σημαντικότερων οικονομιών παγκοσμίως¹², τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα παρότι το τελευταίο παρουσιάζει σημαντικότερες δυσκολίες. Ένα ιδιαίτερα θετικό στοιχείο που διευκολύνει την ανάλυσή μας είναι ότι στην έρευνα αυτή η κατηγοριοποίηση των ληφθέντων μέτρων αντιμετώπισης της κρίσης είναι σχεδόν πανομοιότυπη με αυτή του πίνακα 9: Έτσι, οι παρεμβάσεις χωρίζονται σε αυτές που πάρθηκαν από τις Κεντρικές Τράπεζες κυρίως την περίοδο πριν την κατάρρευση της Lehman Brothers (έως 14/9/08) και στόχευαν «να δώσουν ένα τέλος στη κατακόρυφη πτώση της εμπιστοσύνης των αντισυμβαλλόμενων μερών και να

¹² Δείγμα από χώρες της Ευρωζώνης, ΗΠΑ, Αγγλία, Ιαπωνία, Ελβετία, Σουηδία

ξεπαγώσουν τις διατραπεζικές αγορές» (πρώτη κατηγορία πίνακα 9), και σε αυτές που πάρθηκαν από τις Κυβερνήσεις των Κρατών και τις Κεντρικές Τράπεζες από 15/9/08 μέχρι 31/12/08 «μέσα σε ένα περιβάλλον βιασύνης όταν ήταν πια ξεκάθαρος σύνδεσμος μεταξύ μιας οικονομικής κρίσης και μιας επερχόμενης οικονομικής ύφεσης» (δεύτερη κατηγορία πίνακα 9). Η μόνη διαφοροποίηση (όχι ουσιαστική κατά τη γνώμη μας) ανάμεσα στις δύο κατηγοριοποιήσεις αφορά στο ότι η έρευνα του ΔΝΤ περιέχει και μια τρίτη κατηγορία, όπου τα μέτρα που λαμβάνονται είναι παρόμοια με αυτά της δεύτερης κατηγορίας αλλά συντελούνται με μικρότερη συχνότητα και ένταση. Αυτά καλύπτουν την περίοδο από 1/1/09 έως 30/6/09. Ο προσεκτικός αναγνώστης, με μια γρήγορη ματιά στον πίνακα 10 διαπιστώνει πως οι παρεμβάσεις που αναφέρονται είναι πολύ παρόμοιες σε εννοιολογικό περιεχόμενο με αυτές του πίνακα 9.

Πίνακας 10: Μέτρα αντιμετώπισης της κρίσης, IMF study

Κεντρική Τράπεζα - Νομισματική Πολιτική και Υποστήριξη ρευστότητας	Συγκεκριμένο Μέτρο
Αλλαγή βασικού επιτοκίου	Μειώσεις επιτοκίων
Υποστήριξη ρευστότητας	Απαιτήσεις αποθεματικών, περισσότερες δημοπρασίες, επιμήκυνση χρηματοδοτήσεων
	Ευρύτερο σέτ ιδρυμάτων που προκρίνονται για ενέσεις ρευστότητας, περισσότεροι τίτλοι χρησιμοποιούνται ως εγγύηση
	Άλλου είδους υποστήριξη ρευστότητας (πχ ενίσχυση χρηματαγορών)
	Ανταλλαγές ξένου νομίσματος μεταξύ Κεντρικών Τραπεζών
Κυβερνήσεις - Μέτρα σταθεροποίησης του χρηματοπιστωτικού κλάδου	Συγκεκριμένο Μέτρο
Επανακεφαλαιοποιήσεις	Κεφαλαιακές ενέσεις (κοινές / προνομιούχες μετοχές)
	Κεφαλαιακές ενέσεις (δάνεια μειωμένης εξασφάλισης)
Εγγυήσεις	Βελτίωση προστασίας καταθετών
	Εγγυήσεις δανείων
	Κυβερνητικό δάνειο σε μεμονωμένο ίδρυμα
Αγορές περιουσιακών στοιχείων	Αγορές μεμονωμένων στοιχείων ανά τράπεζα
	Αγορές "κακών τραπεζών"
	Παροχές ρευστότητας υπό την έννοια αφαίρεσης τοξικών στοιχείων από τους ισολογισμούς ιδρυμάτων (πχ TARP)
	Απομόνωση "τοξικών" στοιχείων (ring fencing) εντός του ισολογισμού της τράπεζας
	Απομόνωση "τοξικών" στοιχείων (ring fencing) εκτός του ισολογισμού, με μεταφορά τους σε μια "κακιά" τράπεζα
	Εγγυήσεις περιουσιακών στοιχείων

Πηγή: IMF Global Financial Stability Report, October 2009

Τα συμπεράσματα της έρευνας αναφορικά με τη βραχυπρόθεσμη επιτυχία των παρεμβάσεων¹³ συνοψίζονται ως ακολούθως:

- **Μειώσεις βασικών επιτοκίων:** Οι μειώσεις των επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες είχαν περιορισμένη αποτελεσματικότητα στις προβλέψεις για την πορεία της οικονομίας, τόσο γιατί επισκιάστηκαν τους από τη μεγαλύτερη σε αναλογία αρνητική επίδραση της κρίσης, όσο γιατί οι μετέχοντες στις αγορές τις αναμέναν ως ένα βαθμό.
- **Υποστήριξη ρευστότητας:** Οι παρεμβάσεις αυτού του είδους ήταν ιδιαίτερα αποτελεσματικές στην πρώτη φάση της κρίσης κυρίως (ως 14/9/09). Καθώς η κρίση βάθυνε (στάδια 2 και 3), τα μέτρα αυτά έχασαν κάποια από τη δυναμική τους γιατί η προσοχή και οι ανησυχίες είχαν στραφεί στον πιστωτικό κίνδυνο μάλλον παρά στον κίνδυνο ρευστότητας.
- **Επανακεφαλαιοποιήσεις:** Έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη μείωση του πιστωτικού κινδύνου, ιδιαίτερα κατά το δεύτερο και τρίτο στάδιο της κρίσης.
- **Εγγυήσεις:** Αποτελεσματικές στη μείωση του πιστωτικού κινδύνου σε κάποιες περιπτώσεις (πχ Αγγλία και Ευρωζώνη), αλλά όχι στις ΗΠΑ, πιθανώς διότι οι εγγυήσεις αυτές καλύπτουν ένα υποσύνολο πιστωτών και όχι την τράπεζα στο σύνολό της.

Αγορές περιουσιακών στοιχείων: Επιτυχημένες στην Αγγλία (απόδειξη της επιτυχίας του Asset Protection Scheme) και στην Ευρωζώνη, ενώ στη Γερμανία και στις ΗΠΑ δεν υπήρξαν παρόμοια αποτελέσματα.

Εν κατακλείδι, οι Blanchard και Chailloux et al φαίνεται να συμφωνούν ότι τα μέτρα που πάρθηκαν στην απαρχή της κρίσης και στόχευαν στην τόνωση του τραπεζικού συστήματος (διεύρυνση της λίστας ιδρυμάτων που δέχονται ενέσεις ρευστότητας, πρόκριση περισσότερων τίτλων ως εγγυήσεις έναντι οφειλών, επέκταση ημερομηνίας λήξης δραστηριοτήτων επαναχρηματοδότησης κλπ) ήταν κατά κανόνα πιο αποτελεσματικά από εκείνα που αποσκοπούσαν σε μια γενικότερη βελτίωση των

¹³ Η μικροπρόθεσμη επιτυχία θα συζητηθεί στην επόμενη παράγραφο, στο πλαίσιο της συζήτησης για τις προοπτικές που διαμορφώνονται στις διεθνείς αγορές

οικονομικών συνθηκών και την αποφυγή μιας πιθανής ύφεσης. Η έρευνα του ΔΝΤ δεν έρχεται ακριβώς να ανατρέψει αυτά τα ευρήματα, αφού υπερθεματίζει σχετικά με τη χρησιμότητα των παρεμβάσεων που εμπίπτουν στην πρώτη κατηγορία, δεν παραγνωρίζει όμως και το μερίδιο επιτυχίας των παρεμβάσεων που ανήκουν στη δεύτερη κατηγορία: Ειδικά για τις επανακεφαλαιοποιήσεις, τα ευρήματά του στέλνουν ισχυρά θετικά μηνύματα ως προς την αποτελεσματικότητά τους, ενώ δεν περιφρονείται και η μερική επιτυχία των εγγυήσεων και των αγορών περιουσιακών στοιχείων, που έφεραν αποτελέσματα σε κάποιες από τις χώρες που εξετάζονται.

II) Οικονομική κρίση και αγορές ομολόγων: Προοπτικές

Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, είναι αρκετά δύσκολο να καταφέρει κανείς να ορίσει εκ των προτέρων και με ικανοποιητικό βαθμό ακρίβειας το χρονικό σημείο εξόδου από την κρίση. Αυτό φαίνεται από τις διαρκείς αναθεωρήσεις στις οποίες έχουν προβεί εξειδικευμένοι οργανισμοί όπως ο ΟΟΣΑ, η ΕΚΤ ή η Τράπεζα Διεθνών Συμβιβασμών από το ξεκίνημα της κρίσης. Τα πράγματα γίνονται ακόμα πιο δύσκολα όταν ζητούνται πιο συγκεκριμένες προβλέψεις πάνω σε μια αγορά, όπως αυτή των ομολόγων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι εκτιμήσεις της Διεθνούς Τράπεζας Συμβιβασμών στις δύο τελευταίες τριμηνιαίες εκθέσεις της τον Ιούνιο και το Σεπτέμβριο του τρέχοντος έτους. Έτσι, ενώ τον Ιούνιο αναφέρει (έντονος τονισμός δικός μας):

«Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν σημαντικά την περίοδο που εξετάζουμε, αντικατοπτρίζοντας τον συνδυασμό της ελπίδας από τη μία ότι ο ρυθμός χειροτέρευσης της παγκόσμιας οικονομίας επιβραδύνεται και ανησυχιών από την άλλη για αυξανόμενα δημοσιονομικά ελλείματα... Ένα μεγάλο μέρος της ανόδου των αποδόσεων οφείλεται στις απόψεις που καλλιεργούνται στο μυαλό των επενδυτών ότι το χειρότερο μέρος της κρίσης είναι πια παρελθόν».

[BIS Quarterly Review, June 2009],

το Σεπτέμβριο οι προβλέψεις αλλάζουν άρδην (έντονος τονισμός δικός μας):

«Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων αυξομειώθηκαν την περίοδο αυτή, καθώς οι επενδυτές επανεκτίμησαν τις προβλέψεις για τις μακροοικονομικές

συνθήκες καθώς επίσης και για τις νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές... Ενώ οι αποδόσεις έδειξαν μια αυξητική τάση αντιδρώντας σε ειδήσεις που υπεδείκνυαν μακροοικονομική ανάκαμψη, ανά τακτά χρονικά διαστήματα έπεφταν καθώς δημοσιεύσεις απογοητευτικών στοιχείων ανάγκαζαν τους επενδυτές να αμφισβητήσουν το σθένος της ανάκαμψης και να μειώσουν την επιθυμία τους για ανάληψη κινδύνου».

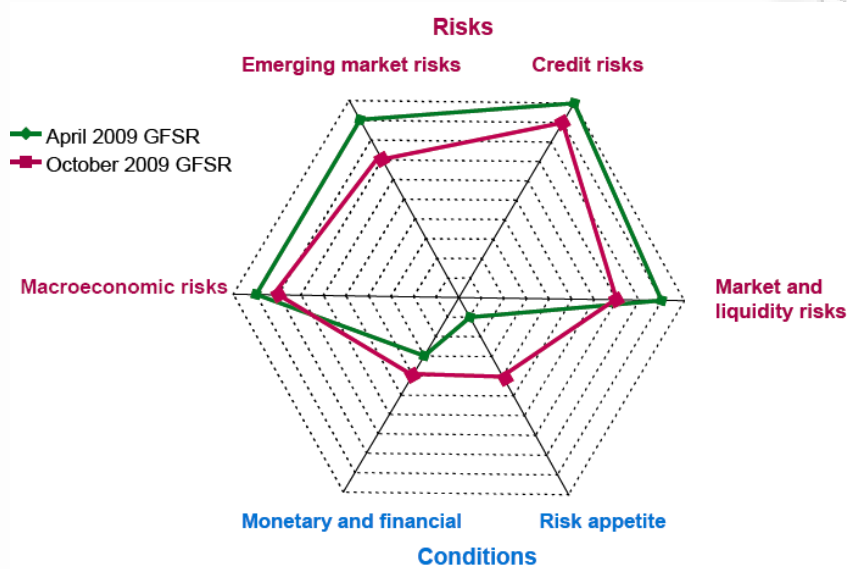
[BIS Quarterly Review, September 2009]

Από το παραπάνω παράδειγμα, που δεν είναι τίποτα άλλο παρά μια απλή απόδειξη της αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει την οικονομική ζωή, φαίνονται οι δυσκολίες που συναντούμε στην προσπάθειά μας να σκιαγραφήσουμε τις προοπτικές που διανοίγονται για τις αγορές ομολόγων. Παρ' όλα αυτά, μέσα από αναφορές από τη σχετική αρθρογραφία (ακαδημαϊκή και μη) και τις πιο πρόσφατες εκθέσεις ιδρυμάτων όπως το ΔΝΤ¹⁴, θα προσπαθήσουμε να δώσουμε μια όσο το δυνατόν πληρέστερη και ακριβέστερη εικόνα για την κατάσταση της διεθνούς οικονομίας και τις προβλέψεις για την αγορά ομολόγων.

Σύμφωνα λοιπόν με την έκθεση του ΔΝΤ “*IMF Global Financial Stability Report, October 2009*”, η οποία προσπαθεί να αξιολογήσει την κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας κάνοντας αναφορά στις προοπτικές, κινδύνους και ευκαιρίες που διαφαίνονται αυτή τη στιγμή, είναι σαφές ότι οι δείκτες οικονομικής σταθερότητας έχουν βελτιωθεί σημαντικά σε σχέση με την κατάσταση 6 μήνες πριν. Αυτό γίνεται αντιληπτό από τον «Παγκόσμιο Χάρτη Οικονομικής Σταθερότητας» που απεικονίζεται στο γράφημα 19, όπου όλοι οι κίνδυνοι εμφανίζονται εμφανώς μειωμένοι σε σχέση με τον Απρίλιο του 2009, ενώ οι νομισματικές / οικονομικές συνθήκες και η προθυμία ανάληψης ρίσκου έχουν βελτιωθεί (σημείο πιο κοντά στο κέντρο σημαίνει μείωση και πιο μακριά σημαίνει αύξηση). Αυτό βέβαια δε σημαίνει πως η κρίση έχει περάσει ανεπιστρεπτή και πέραν πάσης αμφιβολίας, όμως υπάρχουν ενδείξεις εξόδου και με κατάλληλες στρατηγικές η διεθνής οικονομία μπορεί να επανέλθει στα προ-της-κρίσης επίπεδα δραστηριότητας.

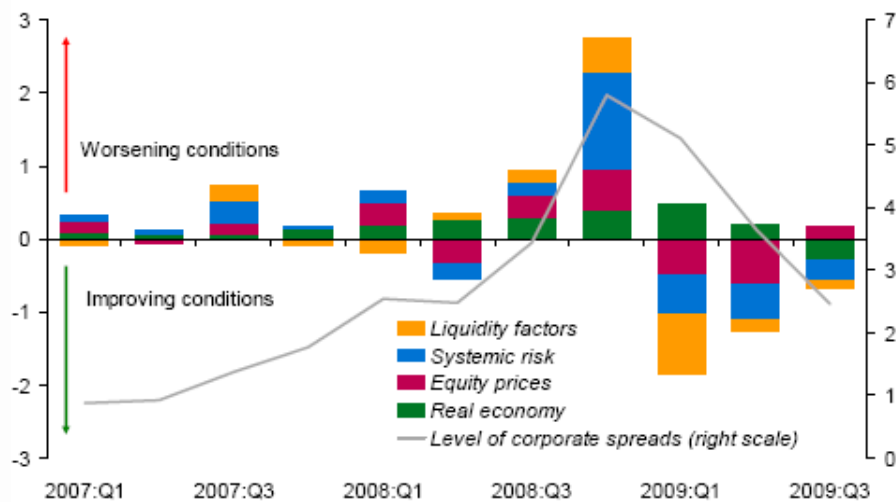
¹⁴ Συγκεκριμένα, το πρώτο κεφάλαιο της έκθεσης IMF Global Financial Stability Report, October 2009 που χρησιμοποιήσαμε και στην πρώτη παράγραφο θα αποτελέσει τη βασική και πλουσιότερη πηγή για τις αναλύσεις μας

Γράφημα 19: Παγκόσμιος Χάρτης Οικονομικής Σταθερότητας, Απρίλης και Οκτώβρης 2009



Πηγή: IMF Global Financial Stability Report, October 2009

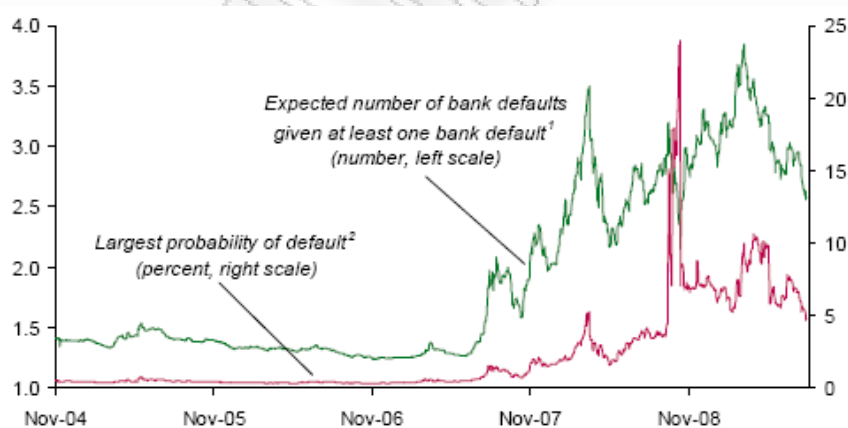
Γράφημα 20: Συνεισφορά στη βελτίωση των spreads των εταιρικών ομολόγων 2007-2009, τριμηνιαίες αλλαγές, ποσοστιαίες μονάδες



Πηγή: IMF Global Financial Stability Report, October 2009

Εξάλλου, από το γράφημα 20 διαπιστώνουμε ότι ο πιστωτικοί κίνδυνοι στην παγκόσμια οικονομία έχουν υποχωρήσει σημαντικά, γεγονός που αποτελεί άλλη μια απόδειξη της σχετικής αποτελεσματικότητας των μέτρων που εξετάσαμε στην πρώτη παράγραφο του παρόντος κεφαλαίου. Συγκεκριμένα, βλέπουμε ότι για το τρίτο τρίμηνο του 2009 τα spread των εταιρικών ομολόγων (δείκτης του χρηματοοικονομικού κινδύνου που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση) έχουν μειωθεί σημαντικά (πορεία ευθείας γραμμής). Οι περισσότεροι παράγοντες (σχετικοί με τη ρευστότητα, τον συστηματικό κίνδυνο, την πραγματική οικονομία) δείχνουν να συμβάλλουν προς αυτή την κατεύθυνση (κατακόρυφες μπάρες) με μοναδική εξαίρεση τις επιδόσεις των μετοχών στα χρηματιστήρια αξιών. Θετικές είναι και οι προβλέψεις σχετικά με τους κινδύνους που αντιμετωπίζει ο τραπεζικός κλάδος, οι οποίοι μετρώνται με τον αναμενόμενο αριθμό τραπεζών που πτωχεύουν (πράσινη γραμμή, αριστερή πλευρά) και με τη μέγιστη πιθανότητα πτώχευσης (κόκκινη γραμμή, δεξιά πλευρά) στο γράφημα 21. Είναι φανερή η κατακόρυφη άνοδος των δεικτών αυτών κατά τη διάρκεια της κρίσης, καθώς και η σταδιακή πτώση τους μέσα στο 2009. Βέβαια, δεν πρέπει να παραγνωρίζουμε πως τα μεγέθη αυτά παραμένουν υψηλά, γεγονός που καταδεικνύει πως η πιθανότητα μιας εκ νέου εντατικοποίησης της κρίσης δεν είναι αμελητέα.

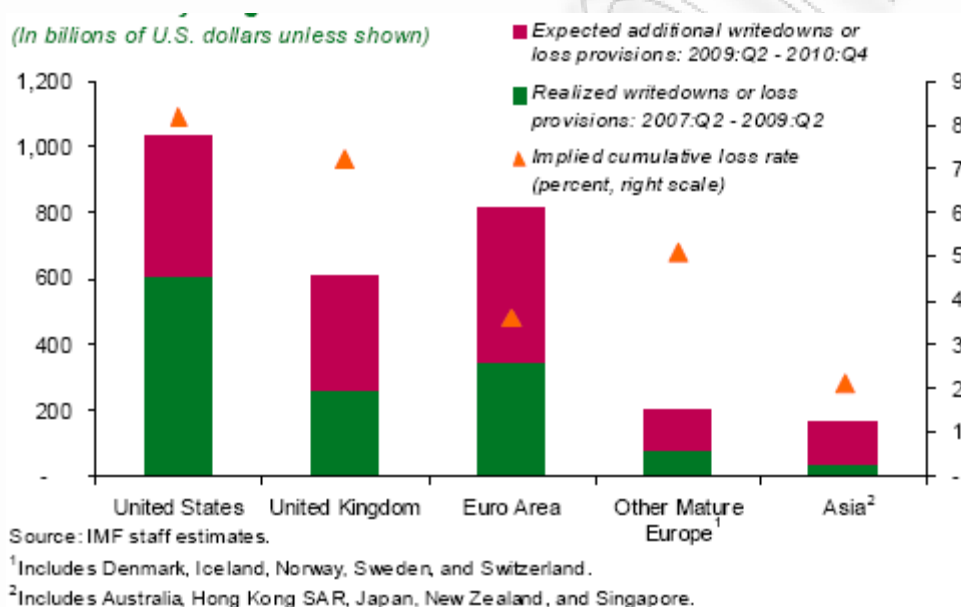
Γράφημα 21: Κίνδυνος πτώχευσης τραπεζών, 2004-2009



Πηγή: IMF Global Financial Stability Report, October 2009

Η παραπάνω ανάλυση δεν έχει σκοπό να παρουσιάσει μια ρόδινη κατάσταση για την παγκόσμια οικονομία, με τις ανάλογες προεκτάσεις για τις αγορές ομολόγων. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας έχει ακόμα σημαντικές προκλήσεις που πρέπει να διευθετήσει, οι οποίες πηγάζουν από τις προβλεπόμενες απώλειες επισφαλών δανειακών απαιτήσεων. Σύμφωνα με την έκθεση του ΔΝΤ, η ενδυνάμωση των κερδών, η συσσώρευση κεφαλαίων και η βελτιστοποίηση των μηχανισμών χρηματοδότησης αποτελεί μονόδρομο για τις τράπεζες, αν θέλουν να ξεπεράσουν τα προβλήματα που δημιουργούν οι επισφάλειες αυτές. Όμως ποιο είναι αλήθεια το μέγεθος των «κακών» δανείων; Το γράφημα 22 είναι διαφωτιστικό:

Γράφημα 22: Πραγματοποιηθείσες και αναμενόμενες δανειακές απώλειες τραπεζών ανά περιοχή, \$δισ



Πηγή: IMF Global Financial Stability Report, October 2009

Στο γράφημα αυτό το πράσινο τμήμα κάθε μπάρας αφορά πραγματοποιηθείσες απώλειες, ενώ το μωβ εκτιμώμενες, οι οποίες μετρώνται στον αριστερό κατακόρυφο άξονα. Τα πορτοκαλί βέλη, εξάλλου, απεικονίζουν τις απώλειες αυτές ως ποσοστό επί του συνολικού όγκου του τραπεζικού κλάδου σε κάθε περιοχή, με τις τιμές να φαίνονται στο δεξιό κατακόρυφο άξονα. Βλέπουμε λοιπόν πως οι απώλειες στις ΗΠΑ ξεπερνούν το \$1τρις, στην Αγγλία αγγίζουν τα \$600δισ και στην Ευρωζώνη τα \$800δισ, με τα αντίστοιχα ποσοστά επί του συνόλου του τραπεζικού κλάδου να

ανέρχονται σε 8%, 7% και 7% περίπου. Τα νούμερα αυτά είναι ιλιγγιώδη και θεωρούμε ότι αναδεικνύουν σε όλο του το μεγαλείο το μέγεθος του προβλήματος.

Έχοντας αναδείξει το μέγεθος του προβλήματος για τον χρηματοπιστωτικό κλάδο, το ερώτημα που τίθεται είναι **αν και κατά πόσο μπορεί να ξεπεραστεί σε σχέση με τους τρεις άξονες που αναφέραμε παραπάνω (κέρδη, κεφαλαιακή επάρκεια, μηχανισμοί χρηματοδότησης) και ποιες είναι οι επιπτώσεις κάθε πιθανού αποτελέσματος για τις αγορές ομολόγων**. Θα κάνουμε τις εξής υποθέσεις, οι οποίες προκύπτουν αβίαστα από την έως τώρα ανάλυση των αγορών στο τρίτο κεφάλαιο:

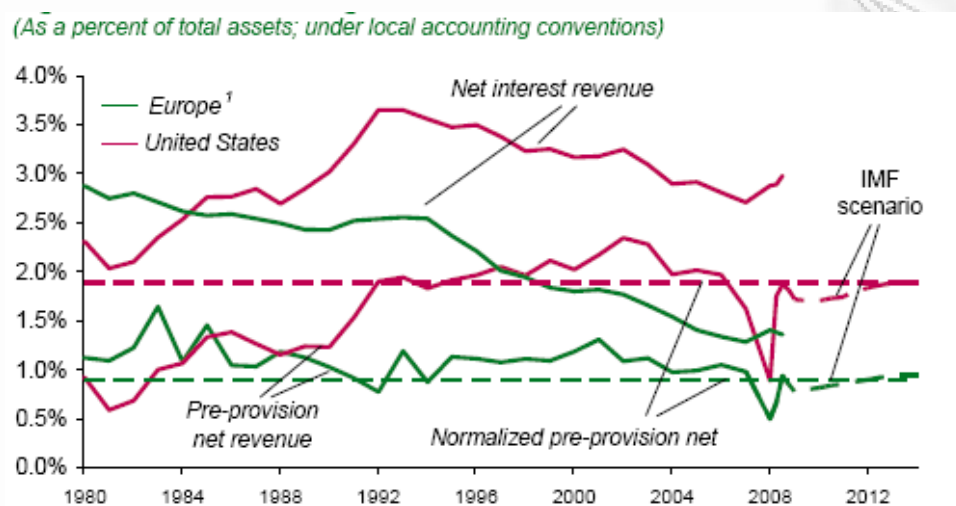
1. Αν ο τραπεζικός κλάδος αντιμετωπίζει προβλήματα, δηλαδή χαμηλή κερδοφορία, κεφαλαιακή ανεπάρκεια, και αδυναμία να χρηματοδοτηθεί χωρίς τη βοήθεια των κυβερνήσεων, τότε οι επενδυτές θα συνεχίσουν μεσοπρόθεσμα να προτιμούν τις διεθνείς αγορές ομολόγων λόγω της ασφάλειας που προσφέρουν, κρατώντας χαμηλά τις αποδόσεις των αντίστοιχων τίτλων. Βέβαια, λόγω του ότι αναφερόμαστε κατά τα φαινόμενα στο στάδιο αποκλιμάκωσης της κρίσης, η προθυμία των επενδυτών για ανάληψη ρίσκου θα είναι κάπως μεγαλύτερη από ότι ήταν το 2007 και το 2008, με αποτέλεσμα οι αγορές να παρουσιάζουν κατά καιρούς έντονες διακυμάνσεις.
2. Αν ο τραπεζικός κλάδος είναι σε θέση να περάσει «αναίμακτα» τις αναμενόμενες δανειακές απώλειες, τότε αναμένουμε σταθεροποίηση των αγορών ομολόγων και άνοδο των αποδόσεων από τα πολύ χαμηλά επίπεδα στα οποία κυμαίνονται σήμερα.

Αναφορικά με τον πρώτο άξονα, δηλαδή τις προοπτικές κερδών των τραπεζών, η πρόβλεψη του ΔΝΤ είναι ότι **τουλάχιστον για τους επόμενους 18 μήνες δεν αναμένονται ικανά να αντισταθμίσουν τις απώλειες από τα δάνεια¹⁵ με**

¹⁵ Κυριότεροι λόγοι για τις πιέσεις στα τραπεζικά κέρδη είναι η αναγκαιότητα των τραπεζών να μειώσουν το λόγο δανείων-προς-καταθέσεις αυξάνοντας το επιτόκιο καταθέσεων, το μεγαλύτερο ύψος

αποτέλεσμα να περιμένουμε συνεχιζόμενες πιέσεις στις αγορές κεφαλαίου, με τη σταθεροποίηση να υπολογίζεται στο 2014 (γράφημα 23). Συνεπώς, από τη σκοπιά των αναμενόμενων τραπεζικών κερδών, οι προοπτικές ενισχύουν το πρώτο σενάριο.

Γράφημα 23: Κέρδη τραπεζών ως % συνολικού ενεργητικού, 1980-2014



Πηγή: IMF Global Financial Stability Report, October 2009

Προχωρώντας στην εκτίμηση της κεφαλαιακής επάρκειας, από τον πίνακα 11 διαπιστώνουμε ότι οι υπολογιζόμενες απομειώσεις λόγω έκπτωσης δανειακών απαιτήσεων ξεπερνούν τις κεφαλαιακές εισροές που προέρχονται από την άντληση νέων κεφαλαίων και τα παρακρατηθέντα κέρδη των τραπεζών, με αποτέλεσμα να αναμένουμε **σχετική επιδείνωση της κεφαλαιακής τους επάρκειας κατά \$220δισ, \$240δισ και \$130δισ σε ΗΠΑ, Ευρωζώνη και Αγγλία αντίστοιχα.** Και τα στοιχεία αυτά λοιπόν, δείχνουν να ενισχύουν το πρώτο σενάριο σύμφωνα με το οποίο αναμένεται σχετική μεταβλητότητα και χαμηλές αποδόσεις στις διεθνείς αγορές ομολόγων μεσοπρόθεσμα. Οι προοπτικές βέβαια δεν είναι τελείως δυσοίωνες, μιας και σύμφωνα με την έρευνα του ΔΝΤ η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών φτάνει για να ικανοποιήσει το ελάχιστο ανεκτό¹⁶ «Διάζωμα» 1 του λόγου Κεφάλαια-προς-Σταθμισμένα ως προς τον κίνδυνο Στοιχεία Ενεργητικού (Capital-to-Risk Weighted Assets), που είναι 6%. Εν κατακλείδι, αν και οι τράπεζες σε γενικές γραμμές έχουν

των τόκων σε μια προσπάθεια να επεκτείνουν τη λήξη των υποχρεώσεών τους και τα κόστη που θα προκύψουν από ένα αυστηρότερο ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας τους.

¹⁶ Σύμφωνα με τον ορισμό που δίνει ο Ομοσπονδιακός Οργανισμός Ασφάλισης Καταθέσεων (FDIC) των ΗΠΑ για ικανοποιητική κεφαλαιακή επάρκεια τραπεζών

επιτύχει ένα αξιοσημείωτο βαθμό σταθερότητας, κάποιες από αυτές δε θα είναι δε θέση να υποστηρίξουν την οικονομική ανάκαμψη γιατί δεν θα έχουν χτίσει την απαιτούμενη κεφαλαιακή διάρθρωση.

Πίνακας 11: Τραπεζικό κεφάλαιο, κέρδη και απομειώσεις περιουσιακών στοιχείων τραπεζών, β' τρίμηνο 2009 έως τέλος 2010, \$δισ

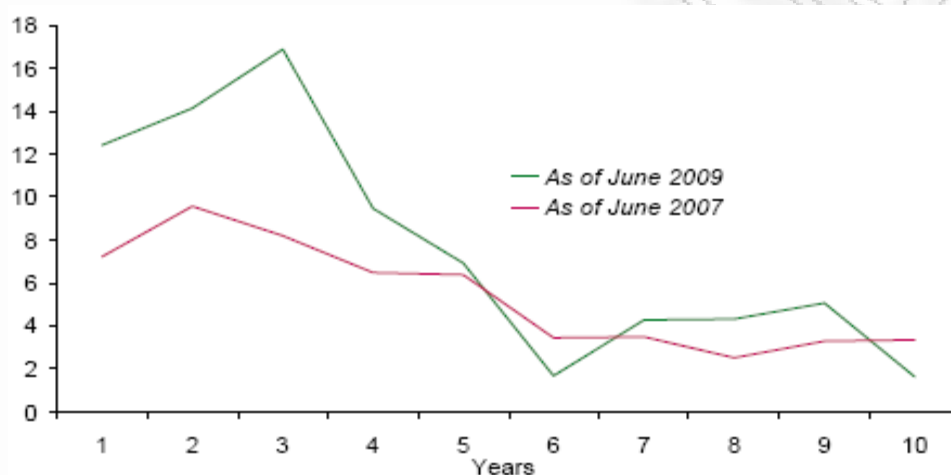
	ΗΠΑ	Ευρωζώνη	Αγγλία
Συνολικές δημοσιευμένες απομειώσεις ως το τέλος του β' τριμήνου 2009	610	350	260
Συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν ως το τέλος του β' τριμήνου 2009	500	220	160
Καθαρή θέση (1)	110	130	100
Αναμενόμενες απομειώσεις 2009 γ' τρίμηνο έως τέλος 2010	420	470	140
Αναμενόμενα καθαρά παρακρατηθέντα κέρδη (μετά από φόρους και μερίσματα), 2009 γ' τρίμηνο έως τέλος 2010	310	360	110
Καθαρή απώλεια ιδίων κεφαλαίων (2)	110	110	30
Συνολική Καθαρή θέση (1) + (2)	220	240	130

Πηγή: IMF Global Financial Stability Report, October 2009

Κλείνοντας την αναφορά στην έκθεση του ΔΝΤ, το τρίτο ερώτημα που πρέπει να απαντηθεί είναι κατά πόσο οι τράπεζες μπορούν να βασιστούν στις ιδιωτικές αγορές για τη χρηματοδότησή τους, χωρίς να χρειάζονται τα -ευρέως διαδεδομένα πρόσφατα - προγράμματα στήριξης των εκάστοτε Κυβερνήσεων και τις ενέσεις ρευστότητας των Κεντρικών Τραπεζών. Η απάντηση και εδώ δε μπορεί να είναι εμφατικά καταφατική, μιας και ενώ οι ισχυρότερες και μεγαλύτερες τράπεζες μπορούν να δανειστούν στις αγορές κεφαλαίου χωρίς εγγυήσεις του Δημοσίου, είναι αρκετές

εκείνες οι τράπεζες που υπερδανείστηκαν κατά την περίοδο της πλασματικής ανάπτυξης και δυσκολεύονται με το ξέσπασμα της κρίσης να τακτοποιήσουν τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Κατά συνέπεια, όπως φαίνεται και από το γράφημα 24, ένα αρκετά υψηλό 18% περίπου του συνολικού χρέους «ωριμάζει» σε τρία χρόνια (το 2012), σημαντικά αυξημένο σε σχέση με τη διάρθρωση των δανείων ακριβώς πριν ξεσπάσει η κρίση¹⁷.

Γράφημα 24: Τράπεζες αναπτυγμένων αγορών - Διάρθρωση λήξεως ομολογιακών δανείων: % χρέους που λήγει σε 1,2,...10 έτη, 2007 και 2009



Πηγή: IMF Global Financial Stability Report, October 2009

Συμπερασματικά, και ο τρίτος σημαντικός άξονας πάνω στον οποίο βασίζουμε την εκτίμηση των μεσοπρόθεσμων προοπτικών του χρηματοπιστωτικού κλάδου δείχνει να αφήνει σημαντικά ερωτηματικά αναφορικά με την ταχεία και σθεναρή ανάκαμψη της οικονομίας, ενισχύοντας την υπόθεσή μας για μεταβλητότητα και χαμηλές αποδόσεις στις αγορές ομολόγων. Ένα τελευταίο ερώτημα είναι να δούμε κατά πόσο οι δικές μας πεποιθήσεις ενισχύονται από τις τελευταίες εξελίξεις στην αγορά και τις πιο πρόσφατες απόψεις κάποιων ειδικών.

¹⁷ Αυτή η αλλαγή στη διάρθρωση της ωρίμανσης των δανείων των τραπεζών οφείλεται στη μετακύληση (roll-over) των υποχρεώσεών τους στο μέλλον, όταν και ελπίζουν ότι θα έχουν περισσότερα κεφάλαια για την αποπληρωμή τους

Όπως είδαμε και πιο πάνω (βλ δεύτερο χωρίο σελ 59), η Τράπεζα Διεθνών Συμβιβασμών (BIS) στην τελευταία ανασκόπησή της για τις εξελίξεις στις διεθνείς αγορές (BIS Quarterly Review, September 2009: International Banking and Financial Markets Developments) έρχεται να επιβεβαιώσει τις εκτιμήσεις μας, κάνοντας λόγο για μια ασταθή αγορά ομολόγων με έντονες διακυμάνσεις κατά την περίοδο Ιουνίου-Αυγούστου. Η μεταβλητότητα αυτή είναι το αποτέλεσμα συγκεκριμένων ειδήσεων αναφορικά με τη μελλοντική πορεία της οικονομίας, την έξοδο από την κρίση κοκ. Εξάλλου, μια γρήγορη επισκόπηση των κινήσεων των διεθνών αγορών ομολόγων τις τελευταίες μέρες απλά ενισχύει τις απόψεις μας σχετικά με τις προοπτικές που φαίνονται να διαμορφώνονται (τονισμός δικός μας):

*«Την ώρα που έκλεινε η ελληνική αγορά, γινόταν, όμως, χαμός στην γερμανική αγορά με την απόδοση του 10ετούς bund να υποχωρεί στο 3,29%, με αποτέλεσμα να διευρυνθεί ελαφρά το spread στις 120 μονάδες βάσης. Την αγορά μακροπρόθεσμων γερμανικών τίτλων πυροδότησε η είδηση από την άλλη πλευρά του Ατλαντικού ότι οι νέες παραγγελίες για διαρκή καταναλωτικά αγαθά υποχώρησαν απρόσμενα, και μάλιστα με τον ισχυρότερο ρυθμό των τελευταίων επτά μηνών. **Η εξέλιξη αυτή... αποδυναμώνει τις εκτιμήσεις που θέλουν την οικονομία να έχει εισέλθει με σταθερά βήματα στο μονοπάτι της ανάκαμψης».***

[Κέρδος on line 25/9/2009]

«Σημαντική πτώση σημείωσαν οι αποδόσεις των δεκαετών τίτλων τόσο στην εγχώρια αγορά όσο και στη γερμανική αγορά ομολόγων, **καθώς τα τελευταία στοιχεία για την πορεία της ανεργίας στις ΗΠΑ προκάλεσαν σοκ στις αγορές**, δεδομένου ότι έδειξαν περίπου **διπλάσιες απώλειες** από αυτές που ανέμεναν οι αναλυτές, επιβεβαιώνοντας τις εκτιμήσεις περί εύθραυστης ανάκαμψης. Έτσι οι επενδυτές ρευστοποιούσαν στις κεφαλαιαγορές και σε αυτές των εμπορευμάτων και στρέφονταν στα καταφύγια των κρατικών ομολόγων».

[Κέρδος on line 2/10/2009]

Συμπερασματικά, θεωρούμε ότι οι διεθνείς αγορές ομολόγων θα συνεχίσουν να παρουσιάζουν έντονες διακυμάνσεις για όσο χρονικό διάστημα διατηρείται η αβεβαιότητα σχετικά με την κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας και την πορεία της ανάρρωσης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η τελευταία οικονομική κρίση είναι μια **χρηματοπιστωτική** κρίση, δηλαδή ξέσπασε ως φυσικό επακόλουθο μιας γενικότερης αποδυνάμωσης των κυριότερων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων παγκοσμίως. Αφετηρία της κρίσης αποτέλεσε η αδυναμία των δανειοληπτών στις ΗΠΑ να εξυπηρετήσουν τα ενυπόθηκα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης που είχαν λάβει, αλλά τα αίτια είναι σαφώς βαθύτερα και σχετίζονται με τους ακόλουθους παράγοντες:

- Ενα κακό ρυθμιστικό πλαίσιο που αντί να προστατεύει την παγκόσμια οικονομία από κρίσεις σαν και αυτή, συνέβαλλε στη δημιουργία και εξάπλωσή της.
- Την αδυναμία μέτρησης του κινδύνου ορισμένων καινοτόμων χρηματοοικονομικών προϊόντων λόγω των τεράστιων διαστάσεων που πήρε η πρακτική της τιτλοποίησης (securitization).
- Η παγκοσμιοποίηση, που έχει σαν αποτέλεσμα την ραγδαία αύξησης του βαθμού διασύνδεσης των αγορών τα τελευταία χρόνια
- Η παροχή λανθασμένων κινήτρων σε διάφορα ιδρύματα και ιδιώτες που δραστηριοποιούνται στις παγκόσμιες αγορές, τα οποία ενισχύουν και επιβραβεύουν καιροσκοπικές και κοντόφθαλμες πρακτικές που αποβλέπουν σε εύκολο κέρδος αντί να ενδιαφέρονται για τη διατήρηση της διεθνούς οικονομικής σταθερότητας.
- Μακροοικονομικοί παράγοντες, όπως τα πολύ χαμηλά επιτόκια πριν την κρίση και οι έντονες ανισορροπίες στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων κρατών.

Όσον αφορά στις επιπτώσεις της κρίσης, αυτές είναι τόσο σημαντικές που μπορούν να συγκριθούν μόνο με το κραχ στα 1930. Επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης, σημαντική μείωση του ΑΕΠ, εκτόξευση της ανεργίας, μείωση του όγκου παραγωγής και της κατανάλωσης, απώλεια της επιχειρηματικής εμπιστοσύνης είναι μόνο λίγες από τις «ειδήσεις σε τίτλους» που έχουμε δει και ακούσει από τα μέσα του 2007 που ξέσπασε η κρίση.

Κύριος σκοπός της εργασίας όμως, δεν ήταν να εντοπίσουμε τα αίτια εκείνα που οδήγησαν στην κρίση, αλλά να εξετάσουμε τις εξελίξεις και τις προοπτικές των αγορών ομολόγων. Παρακολουθώντας τις αγορές ομολόγων στις ΗΠΑ, την Ευρωζώνη και την Ελλάδα βγάλαμε το εξής βασικό συμπέρασμα: Ενώ στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη οι επενδυτές θεώρησαν τα κρατικά ομόλογα ένα ασφαλές καταφύγιο τοποθέτησης των διαθεσίμων τους εν μέσω του πανικού που επικρατούσε στην παγκόσμια οικονομία, στην Ελλάδα η αγορά δε μπορούσε να ακολουθήσει τη γενικότερη τάση. Αυτό συνέβη διότι, εξαιτίας του υψηλού δημόσιου χρέους της χώρας μας, οι επενδυτές θεωρούν τα ελληνικά ομόλογα επικίνδυνους τίτλους σε σχέση με τους αντίστοιχους τίτλους στις ΗΠΑ και στη Γερμανία. Φυσικό επακόλουθο αυτής της κατάστασης ήταν οι επενδυτές να στρέφονται στις αγορές της Ευρωζώνης και των ΗΠΑ, εκτινάσσοντας τον όγκο των συναλλαγών και μειώνοντας τις αποδόσεις, ενώ στην Ελλάδα η αξία των συναλλαγών μειώθηκε αισθητά κατά τη διάρκεια της κρίσης και η διαφορά απόδοσης του ελληνικού 10ετούς ομολόγου με το αντίστοιχο γερμανικό 10ετές ομόλογο αναφοράς αυξήθηκε αισθητά. Τέλος, τα νέα στοιχεία που βλέπουν το φως της δημοσιότητας κάθε άλλο παρά επιβεβαιώνουν τις απόψεις κάποιων ειδικών ότι το τέλος της κρίσης είναι προ των πυλών. Αντίθετα, πολλές έρευνες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ίσως η ανάκαμψη καθυστερήσει, ενώ ερωτήματα τίθενται και σχετικά με το σθένος της ανάκαμψης αυτής. Συνεπακόλουθα, οι προοπτικές για την αγορά ομολόγων κάνουν λόγο για έντονες διακυμάνσεις και αστάθεια, σε μια προσπάθεια του επενδυτικού κοινού να ερμηνεύσει τα συγκεχυμένα μηνύματα που καταφτάνουν από τις σημαντικότερες οικονομίες διεθνώς.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ:

Πολιτική Οικονομία. *Ακαδημία Πολιτικών Επιστημών της ΕΣΣΔ, Οικονομικό Ινστιτούτο*, Εκδοτικό της ΚΕ του ΚΚΕ, Ελληνική Έκδοση 1961

Αρτίκης, Γ (2002): *Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων*. Αθήνα: Interbooks.

Γεωργακόπουλος, Θ, Λιανός, Θ, Μπένος, Θ, Τσεκούρας, Γ, Χατζηπροκοπίου, Μ και Χρήστου, Γ (1998): *Εισαγωγή στην Πολιτική Οικονομία*. Αθήνα: Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, 5^η Έκδοση

Γκότσης, Χ (1999): *Νομισματική*. Αθήνα: Εκδόσεις Α. Σταμούλης.

Καραθανάσης, Γ, (1999): *Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές*. Αθήνα: Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, 3^η Έκδοση

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ:

BIS 79th Annual Report, 2009.

BIS Quarterly Review, June 2009.

BIS Quarterly Review, September 2009

Blanchard, O (2009): “The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies”, *IMF Working Paper, no WP/09/80*.

Blundell-Wignall, A, Atkinson, P and Lee, SH (2008): “The current financial crisis: Causes and policy issues”, *Financial Market Trends, OECD 2008*.

Bordo, M, Eichengreen, B, Klingbiel, D and Martínez-Peria, M (2001): “Financial crisis: lessons from the last 120 years”, *Economic Policy, April, pp 53-82*.

Cardarelli, R, Elektag, S and Lall, S (2009): “Financial Stress, Downturns and Recoveries”, *IMF Working Paper, no WP/09/100*.

Cecchetti, S, Kohler, M and Upper, C (2009): “Financial Crises and Economic Activity”, *Federal Reserve Bank of Kansas City's symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 2009*.

Chailloux, A, Gray, S, Klüh, U, Seiichi, S and Stella, P (2008): “Central Bank Response to the 2007-08 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn”, *IMF Working Paper, no WP/08/210*.

ECB Annual Review, 2007.

ECB Annual Review, 2008.

Fratzscher, M (2002): “Currency Crisis and Contagion”, *ECB Working Paper, no 139*.

IMF Global Financial Stability Report, October 2009

Krznar, I (2004): “Currency Crisis: Theory and Practice with Application to Croatia” *Croatian National Bank*.

Khatiwada, S and McGirr, E (2008): “Current Financial Crisis: a review of some of the consequences, policy actions and recent trends”, *International Institute for Labour Studies*.

Laeven, L and Valencia F (2008): “Systemic banking crises: a new database”, *IMF Working Paper, no WP/08/224*.

McGreevy, C (2008): ALDE Workshop on “The international crisis: Its causes and what to do about it”, European Parliament, 27/2/2008

Reinhart, C and Rogoff K (2008a): “Banking crises: an equal opportunity menace”, *NBER Working Paper, no 14587*.

The Eurobond Market Study, ECB, December 2004.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ:

www.bankofgreece.gr

www.bis.org

www.ecb.com

www.e-erevna.gr

www.ft.com

www.ifsl.org.uk

www.ilo.org

www.imegseev.gr

www.imf.org

www.iove.gr

www.kerdos.gr

www.naftemporiki.gr

www.oecd.org

www.pasok.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: Το χρονικό της κρίσης

9/8/07	Τα προβλήματα στα ενυπόθηκα δάνεια και στις πιστωτικές αγορές μεταφέρονται στις διατραπεζικές χρηματαγορές όταν εκδότες εμπορικών χρεόγραφων υποστηριζόμενων από περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού (asset backed commercial papers) αντιμετωπίζουν προβλήματα στην μετακόληση ατακτοποιήτων οφειλών, και μεγάλα επενδυτικά κεφάλαια παγώνουν τις αποσύρσεις, δηλώνοντας αδυναμία αποτίμησης των διακρατούμενων από αυτά τίτλων.
12/12/07	Οι Κεντρικές Τράπεζες 5 μεγάλων χωρών ανακοινώνουν συντονισμένα μέτρα για την καταπολέμηση των αυξημένων πιέσεων στις αγορές βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων.
16/3/08	Η JP Morgan προβαίνει στην εξαγορά της χρεωκοπημένης Bear Sterns με τις ευλογίες των Αμερικανικών αρχών
4/6/08	Η Moody's και η Standard & Poor's μειώνουν το δείκτη πιστοληπτικής ικανότητας των ασφαλιστικών εταιριών MBIA και Ambac, ενισχύοντας τους φόβους για απώλειες αποτίμησης σε τίτλους ασφαλισμένους από τις εταιρίες αυτές.
13/7/08	Οι Αμερικανικές Αρχές ανακοινώνουν σχέδια για τη στήριξη των εταιριών Fannie Mae και Freddie Mac που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των ενυπόθηκων δανείων. Τα μέτρα περιλαμβάνουν και αγορά μετοχών των εταιριών αυτών.
7/9/08	Οι Fannie Mae και η Freddie Mac υπάγονται σε καθεστώς Κυβερνητικής επιτήρησης.
15/9/08	Η Lehman Brothers υπάγεται στο άρθρο 11 του Αμερικανικού Συντάγματος για προστασία χρεωκοπημένων επιχειρήσεων.
16/9/08	Η καθαρή αξία των ενεργητικών στοιχείων της Αμερικανικής εταιρίας αμοιβαίων κεφαλαίων Reserve Primary σχεδόν μηδενίζονται, σηματοδοτώντας την ρευστοποίηση μεγάλων χρηματικών ποσών από επενδυτές. Η Αμερικανική Κυβέρνηση ενεργεί για να προστατέψει την ασφαλιστική AIG (και αναγκάζεται μάλιστα να αναδιαμορφώσει το σχέδιο διάσωσης πολλαπλάσιους στους επόμενους μήνες).
18/9/08	Συντονισμένα μέτρα από τις Κεντρικές Τράπεζες αντιμετωπίζουν το πρόβλημα ρευστότητας σε αμερικάνικο νόμισμα με ένεση \$160δισ. Οι Βρετανικές Αρχές απαγορεύουν την πρακτική ανοικτής πώλησης μετοχών (short selling).
19/9/08	Το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ ανακοινώνει την προσωρινή εγγύηση των κεφαλαίων στις αμερικάνικες χρηματαγορές. Το SEC ανακοινώνει την απαγόρευση της πρακτικής short-selling στις μετοχές. Αναδύονται τα πρώτα στοιχεία για την πρόταση του US Treasury να διαγράψει τα τοξικά χρηματοοικονομικά προϊόντα από τους ισολογισμούς των Τραπεζών, συνολικού κόστους \$700δισ (το περίφημο TARP – Troubled Asset Relief Program).
25/9/08	Οι Αμερικανικές Αρχές παίρνουν τον έλεγχο του Washington Mutual, του μεγαλύτερου Αποταμιευτικού Ιδρύματος στις ΗΠΑ, με σύνολο Ενεργητικού \$300δισ περίπου.
29/9/08	Η Βρετανική Bradford & Bingley (ενυπόθηκα δάνεια) κρατικοποιείται. Η Fortis (τραπεζικά και ασφαλιστικά προϊόντα) λαμβάνει χρηματική ένεση από τρεις Ευρωπαϊκές κυβερνήσεις. Η γερμανική Hypo Real Estate (εμπορικές κατοικίες) εξασφαλίζει πίστωση με τη βοήθεια της Κυβέρνησης. Η Αμερικανική Τράπεζα Wachovia εξαγοράζεται. Το πρόγραμμα TARP απορρίπτεται από τη Βουλή των Αντιπροσώπων.
30/9/08	Ο χρηματοοικονομικός όμιλος Dexia λαμβάνει κεφαλαιακή ένεση από την Κυβέρνηση. Η Ιρλανδική Κυβέρνηση ανακοινώνει την εγγύηση όλων των καταθέσεων, των καλυπτόμενων ομολόγων, των κοινών ομολογιακών δανείων και των ομολογιακών δανείων μειωμένης εξασφάλισης 6 Ιρλανδικών Τραπεζών. Και άλλες Κυβερνήσεις λαμβάνουν παρόμοια μέτρα μέσα στις επόμενες εβδομάδες.
3/10/08	Το Αμερικανικό Κογκρέσο εγκρίνει το αναθεωρημένο TARP.
8/10/08	Οι μεγάλες Κεντρικές Τράπεζες προβαίνουν στη συντονισμένη, από κοινού μείωση των επιτοκίων. Οι Βρετανικές Αρχές ανακοινώνουν ένα πλήρες πρόγραμμα στήριξης της οικονομίας, συμπεριλαμβανομένων και ταμιακών ενέσεων σε Αγγλικές Τράπεζες.

13/10/08	Οι μεγάλες Κεντρικές Τράπεζες ανακοινώνουν από κοινού την παροχή απεριόριστων ποσών σε Αμερικανικό νόμισμα σε μια προσπάθεια να απαλύνουν τις πιέσεις στις χρηματαγορές. Κυβερνήσεις της Ευρωζώνης υπόσχονται ριζικές αναχρηματοδοτήσεις τραπεζών. Το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ, σύμφωνα με κάποιες πηγές, σχεδιάζει να επενδύσει \$125δισ για να αγοράσει μερίδιο σε 9 μεγάλες Τράπεζες.
28/10/08	Η Ουγγαρία εξασφαλίζει \$25δισ από το ΔΝΤ και άλλους οργανισμούς με σκοπό τη μείωση των ολοένα και αυξανόμενων κεφαλαιακών εκροών και τη μείωση των σχετιζομένων νομισματικών πιέσεων.
29/10/08	Για να αντιμετωπίσει την παρατεταμένη έλλειψη ρευστότητας σε Αμερικανικό νόμισμα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα Αποθεμάτων των ΗΠΑ (US Federal Reserve) προβαίνει σε συμφωνίες ανταλλαγής νομίσματος με τις νομισματικές αρχές της Βραζιλίας, της Κορέας, του Μεξικού και της Σιγκαπούρης.
15/11/08	Οι χώρες της G20 δεσμεύονται να προσπαθήσουν από κοινού για τη βελτίωση της συνεργασίας τους, με σκοπό να επαναφέρουν την παγκόσμια ανάπτυξη και να αναδομήσουν το χρηματοοικονομικό σύστημα σε παγκόσμιο επίπεδο.
25/11/08	Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα Αποθεμάτων των ΗΠΑ (US Federal Reserve) δημιουργεί ένα ταμείο ύψους \$200δισ για να επεκτείνει το δανεισμό έναντι τίτλων καλυπτόμενων από καταναλωτικά δάνεια και δάνεια μικρών επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, δεσμεύεται να διαθέσει ως και \$500δισ για αγορές ομολόγων και ενυπόθητων τίτλων εκδιδόμενων από Αμερικανικές εταιρίες real estate.
16/1/09	Οι Ιρλανδικές Αρχές αναλαμβάνουν τον έλεγχο της Αγγλο-Ιρλανδικής Τράπεζας. Αντιγράφοντας μια στρατηγική που ακολουθήθηκε στην περίπτωση της Citigroup τον περασμένο Νοέμβριο, οι Αμερικανικές Αρχές αποφασίζουν να στηρίξουν την Bank of America μέσω αγοράς προνομιούχων μετοχών και παροχής εγγυήσεων για ένα σύνολο τοξικών χρηματοοικονομικών προϊόντων.
19/1/09	Ως μέρος ενός ευρύτατου «προγράμματος διάσωσης», οι Βρετανικές Αρχές αυξάνουν το μερίδιό τους στην Royal Bank of Scotland. Παρόμοια μέτρα από άλλες Κυβερνήσεις ακολουθούν μέσα στις επόμενες εβδομάδες.
10/2/09	Οι Αμερικανικές αρχές παρουσιάζουν τα σχέδιά τους για νέα εκτεταμένα μέτρα για την προστασία του χρηματοπιστωτικού τομέα, συμπεριλαμβανομένου και ενός επενδυτικού προγράμματος μκτής χρηματοδότησης (PIPP) ύψους \$1τρς για την αγορά τοξικών χρηματοοικονομικών προϊόντων.
10/2/09	Οι Υπουργοί Οικονομίας των χωρών της G7 επιβεβαιώνουν εκ νέου τη δέσμευσή τους να χρησιμοποιούν όλα τα διαθέσιμα μέτρα νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής με στόχο την ανάπτυξη και την αύξηση της απασχόλησης και την ενδυνάμωση του χρηματοπιστωτικού τομέα.
5/3/09	Η Τράπεζα της Αγγλίας ξεκινάει ένα πρόγραμμα αξίας περίπου \$100δισ, με στόχο την άμεση αγορά ενεργητικών στοιχείων του ιδιωτικού τομέα και κρατικών ομολόγων μέσα σε ένα τρίμηνο.
23/3/09	Το Υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ ανακοινώνει λεπτομέρειες σχετικά με το PIPP που ανακοινώθηκε το Φεβρουάριο.
2/4/09	Το δελτίο τύπου που εκδόθηκε στη Σύνοδο των G20 περιλαμβάνει τη δέσμευση των συμμετεχόντων για παλινόρθωση της εμπιστοσύνης και της ανάπτυξης, συμπεριλαμβανών και μέτρων για την ισχυροποίηση του χρηματοοικονομικού τομέα.
6/4/09	Το Ομοσπονδιακό Συμβούλιο Ανοικτής Αγοράς των ΗΠΑ (US Federal Open Market Committee) επιτρέπει νέα προσωρινά μέτρα ανταλλαγής νομίσματος με την Τράπεζα της Αγγλίας, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, την Τράπεζα της Ιαπωνίας και την Ελβετική Εθνική Τράπεζα με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας.
24/4/09	Το US Federal Reserve ανακοινώνει λεπτομέρειες από τα τεστ που διεξήχθησαν για τη αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας των 19 μεγαλύτερων Αμερικανικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Το πόρισμα είναι ότι οι περισσότερες τράπεζες έχουν υπεραρκετά κεφαλαιακά διαθέσιμα για να διατηρήσουν την επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση.
7/5/09	Το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αποφασίζει για τις χώρες της Ευρωζώνης την αγορά καλυπτόμενων ομολόγων σε Ευρώ. Οι Αμερικανικές Αρχές δημοσιεύουν τα αποτελέσματα των τεστ ρευστότητας και διακρίνουν 10 Τράπεζες με συνολικό κεφαλαιακό έλλειμμα \$75δισ, προς κάλυψη κυρίως με αυξήσεις κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Πηγή: BIS, Annual Review 2009

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β:

Υπολογισμός Τιμής και Απόδοσης Ομολογίας Σταθερού Επιτοκίου

Ονομαστική Αξία = Η αξία που θα εισπράξει ο ομολογιούχος στη λήξη της

$$\text{Τρέχουσα Τιμή Ομολογίας (ΤΤΟ)} = \sum_{\tau=1}^{\nu} \frac{T}{(1+i_m)^{\tau}} + \frac{\text{Ονομ Αξία}}{(1+i_m)^{\nu}}, \text{ όπου:}$$

T = Ετήσιοι Τόκοι

i_m = Επιτόκιο Αγοράς

ν = Αριθμός περιόδων μέχρι τη λήξη

τ = περίοδος τ , όπου $\tau = 0, 1, 2, \dots, \nu$

Ονομαστική Απόδοση = Ονομαστικό επιτόκιο

$$\text{Τρέχουσα Απόδοση} = \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Τιμή Κτήσης Ομολογίας}}$$

$$\text{Κεφαλαιακή Απόδοση} = \frac{\text{Κεφαλαιακό Αποτέλεσμα}}{\text{Τιμή Κτήσης Ομολογίας}} = \frac{\text{ΤΤΟ}_{t+1} - \text{ΤΤΟ}_t}{\text{Τιμή Κτήσης Ομολογίας}}$$

$$\text{Συνολική Απόδοση} = \frac{\text{Τόκοι} + \text{Κεφαλαιακό Αποτέλεσμα}}{\text{Τιμή Κτήσης Ομολογίας}}$$

Απόδοση μέχρι τη λήξη (yield to maturity):

Δίνεται από τον προσεγγιστικό τύπο $r = \alpha + \frac{ΚΠΑ_{\alpha}}{ΚΠΑ_{\alpha} - ΚΠΑ_{\beta}} (\beta - \alpha)$, όπου:

r = Απόδοση μέχρι τη λήξη

$ΚΤΡ_{\alpha, \beta}$ = Καθαρή Παρούσα Αξία των ταμειακών ροών του ομολόγου (τόκοι και κεφαλαιακά κέρδη/ζημιές) με δοκιμαστικά επιτόκια α, β

και ο οποίος αποτελεί προσεγγιστική λύση της εξίσωσης:

$$ΤΤΟ = \frac{ΚΤΡ_1}{(1+r)^1} + \frac{ΚΤΡ_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{ΚΤΡ_y}{(1+r)^y}$$