

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Ιωάννης Γ. Σμπόκος

ΔΙΑΤΡΙΒΗ

Που υποβλήθηκε στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής
Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων
για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην
Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Πειραιάς
Ιανουάριος 2003

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην εργασία που ακολουθεί προσπαθούμε να προσεγγίσουμε την διαδικασία της τιτλοποίησης (securitization) και ειδικότερα την τιτλοποίηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, δηλαδή την έκδοση τίτλων που υποστηρίζονται από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια. Είναι ένα χρηματοδοτικό εργαλείο όπου από την δεκαετία του '70 οι αμερικάνικες τράπεζες χρησιμοποιούν, δίδοντας παράλληλα στους επενδυτές ένα νέο, σχετικά ασφαλές προϊόν σταθερής απόδοσης.

Στο πρώτο κεφάλαιο όπου αποτελεί και την εισαγωγή και αναφέρεται γενικά στην τιτλοποίηση και τις αιτίες που την δημιούργησαν .

Πιο συγκεκριμένα στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται μια αρχική προσέγγιση της τιτλοποίησης και περιγραφή των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων της τόσο για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όσο και για τους επενδυτές.

Στο τρίτο κεφάλαιο περιγράφονται οι τίτλοι – προϊόντα που παράγονται με την μεταφορά των υποβαλλόμενων απαιτήσεων –δανείων εκτός ισολογισμού, και ακολούθως αναφερόμαστε στους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που απορρέουν από την τιτλοποίηση ενυποθήκων στεγαστικών δανείων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο ερευνούμε την ευρωπαϊκή αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων , τις μεθόδους χρηματοδότησής τους, το μέγεθος της αγοράς .

Ακολουθεί το πέμπτο κεφάλαιο όπου αναπτύσσουμε την εντός ισολογισμού τιτλοποίηση στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης –Mortgage Bonds (Στεγαστικά ομόλογα) -και τα χαρακτηριστικά τους.

Στο έκτο κεφάλαιο ασχολούμαστε με την εκτός ισολογισμού τιτλοποίηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, την αξιολόγησή των Mortgage Backed Securities και τέλος συγκρίνονται τα χαρακτηριστικά των MBs και MBSs του ευρωπαϊκού χώρου.

Στο έβδομο κεφάλαιο γίνεται συγκριτική ανάλυση των αγορών ενυποθήκων δανείων και τίτλων εγγυημένων από στεγαστικά δάνεια, σε ΕΕ και ΗΠΑ.

Και τέλος στο όγδοο κεφάλαιο αναφερόμαστε στο θεσμικό πλαίσιο της τιτλοποίησης στην Ελλάδα εκτιμήσεις και προοπτικές που διαβλέπουμε.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο	σελ.
Εισαγωγή	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο	
Γενικά περί τιτλοποίησης	5
1. Τί είναι τιτλοποίηση (Securitization)	5
2. Εγγύηση	6
3. Τα συμβαλλόμενα μέρη σε μια τιτλοποίηση	7
4. Τα πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης	7
5. Τα μειονεκτήματα της τιτλοποίησης	9
6. Κόστος τιτλοποίησης	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο	
Ποιοι είναι οι τίτλοι MBS	11
1. Pass-Through Security	11
▪ Διαδικασία έκδοσης ενός Pass-Through Security	12
▪ Τιμολόγηση του Pass-Through Security (PS)	15
2. Collateralized Mortgage Obligation (CMO)	21
▪ Παράδειγμα CMO δυο κλάσεων(class A και class B)	22
3. PAC (Planned Amortization Class)	23
4. Stripped Mortgage Backed Securities ή Strips	23
5. Callable Pass-Throughs	24
Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι της τιτλοποίησης των δανείων	25
1. Prepayment Risk (Κίνδυνος Προπληρωμής)	25
1. Η μεταβολή των επιτοκίων των δανείων	25
2. Η ηλικία του δανείου	26
3. Απρόβλεπτα γεγονότα	26
4. Το κόστος ευκαιρίας	26
Μοντέλα Προπληρωμών	27
1. Standard Mortgage Yield	27

2. FHA model	27
3. Constant Prepayment Rate (CPR)	28
4. Single Monthly Mortality (SMM)	28
5. PSA (Public Securities Association) model	28
6. Οικονομετρικά μοντέλα	28
2. Πιστωτικός κίνδυνος (Default Risk)	28
3. Επιτοκιακός κίνδυνος	29
4. Κίνδυνος ρευστότητας	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο	
Οι ευρωπαϊκές αγορές ενυποθήκων δανείων : δομή – χρηματοδότηση	30
1. Η Ευρωπαϊκή αγορά ενυποθήκων δανείων	31
1. Ο δανεισμός υποθηκών έχει αυξηθεί σημαντικά από την προηγούμενη δεκαετία	31
2. Η ευρωπαϊκή αγορά ενυποθήκων δανείων διατηρεί ισχυρά εθνικά χαρακτηριστικά	33
3. Ο ενυπόθηκος δανεισμός για ακίνητα μη κατοικήσιμα	36
4. Ευρωπαϊκοί ενυπόθηκοι δανειστές	37
2. Η χρηματοδότηση ενυποθήκων δανείων	40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο	
Mortgage Bonds (Στεγαστικά ομόλογα)	43
1. Τα Mortgage Bonds στην ευρωπαϊκή αγορά	44
2. Θεσμικό πλαίσιο	45
3. Ποιοι εκδίδουν τα Mortgage Bonds	46
4. Τα Mortgage Bonds ως πηγή χρηματοδότησης των στεγαστικών δανείων	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο	
Mortgage Backed Securities (MBS)	51
1. Αξιολόγηση ενός MBS	52
2. Η ανάπτυξη των MBS	53
3. Ποιοι δημιουργούν τα MBS	53
4. Συγκριτικά στοιχεία Mortgage Bonds και Mortgage Backed Securities	54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο	
Οι αγορές ενυποθήκων δανείων σε ΗΠΑ και ΕΕ	57
▪ Ο ρόλος των αμερικάνικων υπηρεσιών	57
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8^ο	
Η τιτλοποίηση στην Ελλάδα – Θεσμικό πλαίσιο – Προοπτικές – Εκτιμήσεις	66
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9^ο	
Συμπεράσματα	70
ΑΝΑΦΟΡΕΣ	72
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	73
Η ΟΡΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ (SECURITIZATION)	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ιδιοκτησία αντιπροσωπεύει περίπου τα μισά από το σύνολο των υλικών κεφαλαιουχικών στοιχείων στις αναπτυγμένες χώρες του κόσμου. Τα ακίνητα αποδεικνύονται ως το ανθεκτικότερο περιουσιακό στοιχείο σε αυτές τις οικονομίες, έτσι ώστε το κόστος της αγοράς των γενικά να υπερβαίνει κατά πολύ το ετήσιο κόστος ενοικίου για την χρήση του ακινήτου. Συνεπώς, στις περισσότερο αναπτυγμένες χώρες, η αγορά ενυπόθηκων δανείων για την απόκτηση ιδιόκτητων ακινήτων (κατοικιών, εμπορικών και γεωργικών ακινήτων), είναι μεταξύ των βασικότερων συστατικών των κεφαλαιαγορών, ενώ το μέγεθός της είναι το ίδιο ως προς την τάξη μεγέθους με τις αγορές για το κυβερνητικό χρέος και των εμπορεύσιμων εταιρικών ομολόγων.

Θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία στην αποδοτικότητα της αγοράς ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων λαμβανομένου υπόψη ότι είναι ένας βασικός παράγοντας για την γενική αποδοτικότητα της χρηματαγοράς. Ειδικότερα, μια κακώς λειτουργούσα αγορά δανείων είναι πιθανόν με την ανεπάρκειά της να επηρεάσει αρνητικά άλλες οικονομικές αγορές. Παραδείγματος χάριν, οι κυβερνήσεις είναι πιθανό να προσπαθήσουν "να υποστηρίξουν" τις ανεπαρκείς αγορές στεγαστικών δανείων με επιχορηγήσεις και διάφορες ρυθμίσεις, οι οποίες λειτουργούν ακολούθως ως φόροι και περιορισμοί για τις υπόλοιπες κεφαλαιαγορές. Αφ' ετέρου, μια αποδοτική αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων θα έχει θετική επίδραση για τις άλλες κεφαλαιαγορές δημιουργώντας προϋποθέσεις υψηλότερης αποδοτικότητας των αγορών αυτών.

Η χρηματοδότηση των ενυπόθηκων δανείων κυρίως στηρίζεται στη χρήση πηγών από το παθητικό της τράπεζας όπως καταθέσεις και ίδια κεφάλαια που αποτελούν πηγές κόστους στην προσπάθεια των πιστωτικών ιδρυμάτων για την επέκτασή τους στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων.

Η χρήση της τιτλοποίησης ενυποθήκων δανείων ως εναλλακτικού εργαλείου για την χρηματοδότηση της αγοράς ενυπόθηκτης πίστης έχει αναπτυχθεί την τελευταία τριακονταετία ξεκινώντας από τις ΗΠΑ, όπου και προκάλεσε ριζική αναδιάρθρωση της αγοράς αυτής. Τιτλοποίηση σε γενικές γραμμές είναι η συγκέντρωση ενός

τιμήματος των δανείων αυτών, η έκδοση τίτλων που υποστηρίζονται από τα δάνεια αυτά και η τελική πώλησή τους στη δευτερογενή αγορά.

Η τιτλοποίηση δανείων μαζί με τις πωλήσεις δανείων αποτελούν χαρακτηριστικό παράδειγμα δανεισμού εκτός ισολογισμού (off-balance-sheet lending)

Πριν από την χρήση της τιτλοποίησης, οι αμερικανικές αγορές ενυποθήκων δανείων λειτουργούσαν απομονωμένα, επιδοτούντο, και συχνά δημιουργούσαν στρεβλώσεις στις κεφαλαιαγορές. Τα δυναμικά αποτελέσματα της τιτλοποίησης ενυπόθηκων δανείων επιτεύχθηκαν, επειδή η τιτλοποίηση ενσωμάτωσε στενά την πραγματική χρηματοδότηση ακινήτων με τις ευρύτερες κεφαλαιαγορές. Τα οφέλη της τιτλοποίησης για τις αμερικανικές αγορές ενυποθήκων δανείων περιλαμβάνουν τα χαμηλότερα επιτόκια στεγαστικών δανείων, την μειωμένη ευαισθησία στην διανομή των πιστώσεων, τη μειωμένη ανάγκη για την επιδότηση, και την εξάλειψη των περιφερειακών διαφοροποιήσεων στα επιτόκια των στεγαστικών δανείων.

Σε αντίθεση με την Αμερικάνικη εμπειρία, η τιτλοποίηση ενυποθήκων δανείων έχει αποτύχει να διαδραματίσει έναν κυρίαρχο ρόλο στην ευρωπαϊκή αγορά και παραμένει ένας αμελητέος παράγοντας στις περισσότερες χώρες.

Ένα βασικό ερώτημα που προκύπτει στο ζήτημα της τιτλοποίησης σχετίζεται με τα αίτια δημιουργίας αυτής της μορφής καινοτομίας στις χρηματοδοτικές αγορές. Οι εξηγήσεις χωρίζονται σε δύο κατηγορίες :

Πρώτον, το κόστος, που συνεπάγεται η εποπτεία των τραπεζικών ιδρυμάτων, τα ωθεί να αναζητήσουν νέους τρόπους άντλησης κεφαλαίων εκτός του τραπεζικού συστήματος.

Δεύτερον, τα κόστη πληροφορίας και συναλλαγής που σχετίζονται με τις δανειακές συμβάσεις και τη λειτουργία των αγορών μακροπρόθεσμων τίτλων διαφέρουν και γι' αυτό το λόγο διαφορετικές μονάδες εξειδικεύονται σε διαφορετικά σημεία της διαδικασίας ροής αποταμιευτικών πόρων προς τους τελικούς χρεώστες.

Η πρώτη ερμηνεία σίγουρα εξηγεί την έκρηξη του φαινομένου της τιτλοποίησης στις ΗΠΑ στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και στις αρχές της δεκαετίας του 1980. Τα υψηλά επιτόκια της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής του US Federal Reserve κατά την περίοδο 1979-1982 ουσιαστικά εκμηδένισαν τις δυνατότητες άντλησης κεφαλαίων των Οργανισμών Αποταμιεύσεων και Δανείων (Savings and Loans Association), ενώ παράλληλα ελαττώθηκε η καθαρή τους θέση μέσω της μείωσης της πραγματικής αξίας των βασικών χορηγήσεών τους, δηλαδή των στεγαστικών δανείων σταθερής απόδοσης. Με το πέρασμα του χρόνου βέβαια, η

τιτλοποίηση δανείων χρησιμοποιήθηκε εκτενέστερα και από τις τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, διότι η πίεση του κόστους (κυρίως των ιδίων κεφαλαίων και των υποχρεωτικών διαθεσίμων) έστρεψε αυτά τα ιδρύματα προς αναζήτηση κερδών όχι μόνο από την άντληση κεφαλαίων αλλά και από προμήθειες για τις προσφερόμενες υπηρεσίες. Η συνεχιζόμενη ανάπτυξη αμοιβαίων κεφαλαίων, συνταξιοδοτικών ταμείων με την παράλληλη εμφάνιση του offshore banking, δημιούργησε τις προϋποθέσεις για μια δευτερογενή αγορά τίτλων με σημαντικό βάθος και ρευστότητα. Τέλος, η τεχνολογική εξέλιξη και ιδιαίτερα η ανάπτυξη ηλεκτρονικών υπολογιστών και μοντέλων αξιολόγησης επενδύσεων διευκόλυνε τη συναλλαγή αυτών των – ουσιαστικά παράγωγων - χρηματοοικονομικών προϊόντων, κρατώντας τα λειτουργικά τους έξοδα σε χαμηλά επίπεδα.

Ενώ δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η τιτλοποίηση προέκυψε σαν αντίδραση στην πίεση των κανόνων εποπτείας, η δραστηριοποίηση χρηματοπιστωτικών μονάδων στον τομέα αυτό (όπως για παράδειγμα, εταιρίες χρηματοδότησης καταναλωτών και πωλήσεων – consumer finance companies και sales finance companies) υποδηλώνει ότι υπάρχουν και άλλα κίνητρα για την υποκατάσταση της παραδοσιακής χρηματοδότησης από τα χαρτοφυλάκια τραπεζικών και μη ιδρυμάτων.

Η εκτενής θεωρητική έρευνα για τη σημασία του ατελούς κόστους πληροφόρησης στη σύναψη χρηματοδοτικών συμβάσεων καταλήγει ότι η τιτλοποίηση χορηγήσεων (καθώς η τάση επιχειρήσεων να απευθύνονται σε πρωτογενείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων για κάλυψη δανειακών κεφαλαίων) είναι, υπό προϋποθέσεις, πιο αποτελεσματική από τις παραδοσιακές μορφές τραπεζικών δανείων. Ειδικότερα, η τιτλοποίηση δανείων μπορεί ν' αποτελέσει συνδυαστικό κρίκο ανάμεσα σε δευτερογενείς αγορές, οι οποίες αντιμετωπίζουν ελλιπή πληροφόρηση όσον αφορά την ποιότητα των δανειζομένων, και τραπεζικά ιδρύματα, τα οποία εξειδικεύονται στη συγκέντρωση τέτοιων πληροφοριών.

Σύμφωνα με το θεώρημα Modigliani-Miller, σε αγορές χωρίς φόρους, κόστος συναλλαγής και κόστος πληροφορίας, οι επιχειρήσεις είναι αδιάφορες ως προς τη χρηματοδότηση, μέσω δανειακών ή ιδίων κεφαλαίων. Στην πραγματικότητα οι αγορές είναι πολύ διαφορετικές. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι δανειακές συμβάσεις μειώνουν το κόστος παρακολούθησης και κατά συνέπεια τον πιστωτικό κίνδυνο χαρτοφυλακίου που συνδέεται με τις υποχρεώσεις των δανειζομένων, επειδή οι τράπεζες έχουν σαφώς μεγαλύτερα κίνητρα να συγκεντρώνουν πληροφορίες απ' ότι οι επενδυτές στις αγορές τίτλων. Κάτω απ' αυτές τις συνθήκες, η τιτλοποίηση

ουσιαστικά σηματοδοτεί και εξασφαλίζει πιστωτική ποιότητα και αυτό βελτιώνει την εμπορευσιμότητα των τίτλων. Επιπλέον, μέσω της τιτλοποίησης, μπορεί να επιτευχθεί καλύτερη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου ως προς τομέα δραστηριότητας και τη γεωγραφική κατανομή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο

ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ

ΔΑΝΕΙΩΝ

1. ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ (SECURITIZATION)

Τιτλοποίηση απαιτήσεων ενεργητικού (Asset Securitization) είναι η διαδικασία με την οποία μετατρέπονται στοιχεία του ενεργητικού, συνήθως, τραπεζών ή γενικά πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως δάνεια στεγαστικά, καταναλωτικά πιστωτικές κάρτες, γραμμάτια εισπρακτέα κλπ. σε διαπραγματεύσιμους τίτλους (Asset – Backed Securities), που ακολούθως μπορούν να εμπορευθούν στην δευτερογενή αγορά.

Έτσι για την τιτλοποίηση ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων γίνεται η συνάθροιση των μεμονωμένων δανείων, δηλαδή η δημιουργία μιας “ομάδας - καλαθιού” (pool) απαιτήσεων, που μπορεί να μην είναι εύκολα εμπορεύσιμη και μετατρέποντας την σε τίτλους που υποστηρίζονται από τα δάνεια, αυτοί μπορούν να διατεθούν στους επενδυτές. Οι τίτλοι αυτοί αναφέρονται ως Mortgage-Backed Securities (MBS). Τόσο η ονομαστική αξία όσο και οι τόκοι που λαμβάνονται από τα δάνεια αυτά περνούν στα χέρια των ομολογιούχων. Οι τίτλοι αυτοί περιλαμβάνουν options, τα οποία προέρχονται από το δικαίωμα των δανειοληπτών να προεξοφλήσουν τα δάνειά τους.

Η επιλογή και η δημιουργία της ομάδας ενυπόθηκων δανείων που θα υποστηρίζουν τα χρεόγραφα αυτά βασίζεται στη ομοιογένεια και τα κοινά χαρακτηριστικά των δανείων αυτών και συγκεκριμένα:

- Πλήρως κατανοητά πιστωτικά κριτήρια βάση των οποίων χορηγήθηκαν τα δάνεια (δάνεια με α΄ υποθήκη, προσημείωση)
- Ομοιογένεια στην πιστωτική συμπεριφορά των δανείων (έγκαιρη αποπληρωμή)
- Ομοιομορφία δανείων (στεγαστικά δάνεια πρώτης κατοικίας, επισκευαστικά)
- Διαφοροποίηση ως προς τους δανειολήπτες (επάγγελμα, εισοδηματική τάξη, γεωγραφική κατανομή)
- Χρονικό διάστημα καταβολής των δόσεων

Από την τιτλοποίηση των απαιτήσεων του ενεργητικού παράγονται δύο βασικές κατηγορίες τίτλων:

1. Τα «**passthrough securities**» τα οποία αντιπροσωπεύουν άμεση ιδιοκτησία σε ένα χαρτοφυλάκιο δανείων του τραπεζικού οργανισμού το οποίο εξυπηρετεί τα δάνεια. Με τον τρόπο αυτό η τράπεζα μεταφέρει εκτός ισολογισμού τα δάνεια δηλαδή τα πουλάει. Στη συνέχεια επεμβαίνει στη διαδικασία, μεταβιβάζοντας στον επενδυτή την πληρωμή που λαμβάνει από τον δανειζόμενο, κρατώντας μια προμήθεια για την υπηρεσία που προσφέρει. Είναι η πιο διαδεδομένη μορφή των Mortgage-Backed Securities.

Οι τίτλοι αυτοί μπορούν να δημιουργήσουν μια ομάδα (pool) αποτελώντας την εγγύηση για ένα πιο σύνθετο τύπο MBS, που ονομάζεται Collateralized Mortgage Obligation (CMO) ή από το 1986 ως Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMIC). Τα CMO's και τα REMIC's είναι παρόμοιοι τύποι χρεογράφων, οι οποίοι επιτρέπουν στις χρηματικές ροές να είναι άμεσες, έτσι ώστε να δημιουργούνται διαφορετικοί τύποι χρεογράφων με διαφορετικές λήξεις και τοκομερίδια..

2. Τα «**paythrough securities**» όπου τα δάνεια εξακολουθούν να αποτελούν στοιχεία του ενεργητικού της τράπεζας και αποτελούν ενέχυρο για τις ταμειακές ροές του τίτλου που εκδίδεται και ο οποίος επίσης παραμένει στον ισολογισμό της τράπεζας. Οι τίτλοι αυτοί είναι γνωστοί ως Mortgage-Backed Bonds (MBB). Ουσιαστικά με τον τρόπο αυτό πωλούνται ταμειακές ροές που είναι εγγυημένες από τα δάνεια, χωρίς ωστόσο να υπάρχει άμεση σύνδεση των χρηματοροών των δανείων που έχουν ενεχυριαστεί για την έκδοση των ομολόγων, με τις χρηματοροές του ομολόγου.

Η τιτλοποίηση δανείων αποσυνθέτει τη διαδικασία χρηματοδότησης, την οποία παραδοσιακά αναλάμβαναν στο σύνολο της οι τράπεζες ή άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Κατ' αυτό τον τρόπο, μια τράπεζα μπορεί να εξειδικευθεί στη λειτουργία της δημιουργίας της πίστωσης, για παράδειγμα όπου θα έχει σαφή συγκριτικά πλεονεκτήματα έναντι των άλλων οικονομικών μονάδων και να αφήσει τις υπόλοιπες φάσεις της χρηματοδότησης σε άλλα ιδρύματα που δεν αντιμετωπίζουν τους ίδιους περιορισμούς με αυτή.

2. ΕΓΓΥΗΣΗ

Είναι κατανοητό ότι ο μετασχηματισμός των ενυπόθηκων δανείων σε τίτλους συνεπάγεται τη δημιουργία μιας σημαντικής δευτερογενούς αγοράς γι' αυτού του είδους τις συναλλαγές. Σε αντίθεση με τις απλές πωλήσεις δανείων - η τιμολόγηση των οποίων βασίζεται σε διμερείς διαπραγματεύσεις- οι αποδόσεις των τίτλων (MBS)

διαμορφώνονται όπως αυτές οποιασδήποτε άλλης επένδυσης στις αγορές κεφαλαίου. Για το λόγο αυτό επιδιώκεται πάντοτε μια αύξηση στο βαθμό πιστωτικής κατάταξης (credit rating) των τίτλων (MBS) η οποία συνήθως παίρνει τη μορφή εγγύησης από δημόσιους οργανισμούς.

Για παράδειγμα, στις ΗΠΑ το ρόλο αυτό όσον αφορά τουλάχιστον την φερεγγυότητα τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων, παίζουν συνήθως το Government National Mortgage Association (GNMA), το Federal National Mortgage Association (FNME) και το Federal Home Loan Corporation (FHLMC). Ιδιωτικοί φορείς μπορούν επίσης να δώσουν ένα υψηλότερο βαθμό πιστωτικής κατάταξης σε τέτοια χρεόγραφα. Για παράδειγμα στις ΗΠΑ, τράπεζες μπορούν να δώσουν ένα stand-by letter of credit (SLC) το οποίο συνεπάγεται ότι οι τίτλοι αποκτούν το βαθμό κατάταξης της εκδίδουσας το SLC τράπεζας.

3. ΤΑ ΣΥΜΒΑΛΛΟΜΕΝΑ ΜΕΡΗ ΣΕ ΜΙΑ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ

- ο πωλητής / δημιουργός που πουλά τις απαιτήσεις στον διαχειριστή-θεματοφύλακα
- ο ειδικού σκοπού διαχειριστής-θεματοφύλακας (trust) που διευθύνει και διαχειρίζεται τις χρηματοροές
- έγγραφη συμφωνία με τον θεματοφύλακα για την έκδοση των τίτλων
- ο επενδυτής που αγοράζει τους τίτλους

4. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Για να είναι μια τιτλοποίηση αποτελεσματική θα πρέπει τόσο ο πωλητής των δανείων - απαιτήσεων όσο και ο επενδυτής (αγοραστής του τίτλου) να ωφεληθούν από την διαδικασία αυτή.

Τα πλεονεκτήματα του πωλητή (τράπεζα) από την τιτλοποίηση είναι:

- μεταφέρει τα δάνεια - απαιτήσεις εκτός ισολογισμού (για τις περιπτώσεις των MBS), έτσι απελευθερώνονται κεφάλαια και αυξάνεται η δανειοδοτική του ικανότητα, χωρίς να απαιτείται αύξηση των καταθέσεων. Με αυτόν τον τρόπο τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν περισσότερες εναλλακτικές επιλογές άντλησης κεφαλαίων
- το επιτοκιακό ρίσκο από την χορήγηση δανείων με σταθερό επιτόκιο (ιδιαίτερα όταν το επιτόκιο των καταθέσεων είναι μεταβαλλόμενο) μεταφέρεται, από την τράπεζα στον επενδυτή, αφού η τράπεζα λειτουργεί πια

ως μεσάζοντας στις συναλλαγές μεταξύ δανειολήπτη και επενδυτή, έτσι ενισχύεται η δυνατότητα διαχείρισης του επιτοκιακού κινδύνου

- του παρέχεται η δυνατότητα πρόσβασης, σε ευρύτερη βάση, σε κεφαλαιαγορές και σε θεσμικούς επενδυτές για την χρηματοδότηση του ενεργητικού του
- μπορεί να μειώσει τις διαφορές στις χρονικές λήξεις των διαφόρων τοποθετήσεων του ενεργητικού και του παθητικού
- διατηρεί τις σχέσεις με τους πελάτες
- μετατρέπει τις δύσκολα ρευστοποιήσιμες απαιτήσεις σε μετρητά γρήγορα
- επιτυγχάνει ένα φτηνότερο κόστος χρηματοδότησης απ' ότι οι παραδοσιακές πηγές (αυτό ποικίλει ανάλογα με τις διάφορες καμπύλες απόδοσης)
- μειώνει το απαιτούμενη κεφαλαιακή επάρκεια δεδομένου ότι τα δάνεια ή οι απαιτήσεις μεταφέρθηκαν εκτός ισολογισμού
- αυξάνεται η ρευστότητά του
- ενισχύεται η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων λόγω των μειωμένων κεφαλαιακών απαιτήσεων και της ροής ενός σταθερού εισοδήματος για την εξυπηρέτηση που προσφέρει (servicing fee). Στις ΗΠΑ οι τράπεζες υποχρεώνονται να διατηρούν \$8 κεφαλαίου για κάθε \$100 του ενεργητικού τους, αφού πρώτα ληφθεί υπόψη ο σταθμισμένος πιστωτικός κίνδυνος για κάθε τοποθέτηση. Έτσι η τιμή των περιουσιακών στοιχείων προσδιορίζεται από το γινόμενο της αξίας τους επί ένα δείκτη κινδύνου. Ο δείκτης αυτός είναι 0% για τα κρατικά χρεόγραφα, μετρητά και τίτλους εγγυημένους από το GNMA, 20% για τίτλους από το FNMA και το FHLMC, 50% για τα περισσότερα στεγαστικά δάνεια και 100% για την πλειοψηφία των εμπορικών δανείων
- ενισχύεται η εταιρική του ταυτότητα στην αγορά

Τα οφέλη για τον επενδυτή είναι:

- η πρόσβαση σε μια αγορά ασφαλή και εκτιμημένη από ειδικούς στις επενδύσεις
- ένα ελκυστικό επιτόκιο απόδοσης. Τα τελευταία 15 χρόνια έχουν δώσει αποδόσεις μεγαλύτερες αυτών με αντίστοιχους κρατικούς ή εταιρικούς τίτλους. Πρόσφατες αποδόσεις των MBS κυμάνθηκαν μεταξύ 100 και 200 bp πάνω από συγκρίσιμης λήξης κρατικούς τίτλους.

- πιο ελεύθερη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του
- σταθερό μηνιαίο εισόδημα
- η δυνατότητα για άμεση ρευστοποίηση της επένδυσής του λόγω της καλής εμπορευσιμότητας των τίτλων (ανάλογα με την αγορά). Τα κουπόνια των βασικών MBS έχουν την ίδια ρευστότητα με τα κρατικά και μεγαλύτερη από τα περισσότερα εταιρικά.

5. ΤΑ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Τα μειονεκτήματα της τιτλοποίησης είναι:

- οι συναλλαγές είναι σύνθετες
- απαιτεί ιδιαίτερη μελέτη και σκέψη για την εντός ή εκτός ισολογισμού χρηματοδότηση
- το αρχικό κόστος και ο απαιτούμενος χρόνος μπορούν να φανούν υπερβολικά σε ορισμένους μερικούς πωλητές οι οποίοι διαθέτουν μικρό όγκο απαιτήσεων προς τιτλοποίηση
- τα standards και η υψηλής ποιότητας πιστωτική ασφάλιση, ο έλεγχος και η υποβολή εκθέσεων είναι απαραίτητα. Μόλις εκδοθούν οι τίτλοι και διατεθούν στην αγορά είναι απαραίτητο να συντηρηθεί η ποιότητά τους
- σε περίπτωση διακοπής της πληρωμής των απαιτήσεων που υποστηρίζουν του τίτλους θα δημιουργήσει σημαντικά προβλήματα στην εικόνα του εκδότη των τίτλων
- πολλά χρηματοοικονομικά ιδρύματα δίδουν ιδιαίτερη έμφαση στην απόδοση βάση του μεγέθους του ισολογισμού που όμως παρουσιάζεται μια συστηματική σύγκρουση με αυτό το είδος συναλλαγής.

6. ΚΟΣΤΟΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Εάν ένας πωλητής/ δημιουργός απαιτήσεων συμμετέχει από μόνος του στην ανοικτή αγορά, υπάρχουν διάφορες εφάπαξ δαπάνες (που αποσβένονται και μετά τη λήξη των πωληθέντων απαιτήσεων) που είναι η ευθύνη του πωλητή και είναι:

- **Νομικό κόστος**

Απαιτείται μια σύνθετη νομική συμφωνία όπου περιγράφεται η πώληση απαιτήσεων π.χ δανείων, στον διαχειριστή – θεματοφύλακα (trust) και το κόστος του δημιουργού για την εξυπηρέτηση και συντήρηση των απαιτήσεων (δανείων). Αυτό το κόστος κυμαίνεται από \$25.000 μέχρι \$50.000.

- **Το λογιστικό κόστος**

Προκειμένου να δεχθούν την εκτός ισολογισμού επεξεργασία, οι λογιστές θα πρέπει να πιστοποιήσουν ότι η προσφυγή προς αναζήτηση ευθυνών στον πωλητή δεν υπερβαίνει το 10% το οποίο και κρίνεται εύλογο. Αυτό το κόστος υπολογίζεται σε \$15.000.

- **Το κόστος μελέτης/κατάταξης**

Απαιτείται η κατάταξη και αξιολόγηση της επένδυσης για την χρηματοδότηση του ενεργητικού με την λεπτομερή διαχρονική εξέταση της πολιτικής και των διαδικασιών διαχείρισης του ενεργητικού (δανείων) και η δυνατότητα διατήρησης μιας επαρκούς πιστωτικής ποιότητας που θεωρείται απαιτούμενη. Αυτό το κόστος κυμαίνεται από \$25.000 μέχρι \$50.000. Όταν γίνεται η πώληση στην κεφαλαιαγορά, η τυποποιημένη ασφάλιση και η ποιότητα του αρχείου των δανείων είναι επιτακτική.

Το συνολικό εφάπαξ κόστος είναι περίπου \$100.000. Κατά συνέπεια, οι μεγαλύτερες σε όγκο πωλήσεις απαιτήσεων είναι οικονομικά αποδοτικότερες για τον πωλητή. Το εφάπαξ κόστος δεν περιλαμβάνει το χρόνο από τον πωλητή να προετοιμαστούν οι απαραίτητες πληροφορίες για την πώληση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο

ΠΟΙΟΙ ΕΙΝΑΙ ΟΙ ΤΙΤΛΟΙ MBS

Υπάρχει ένα βασικό προϊόν που είναι το Pass-Through security ή Participation Certificates (PCs) και δύο παράγωγα προϊόντα το Collateralized Mortgage Obligation (CMO) καθώς και το Stripped Mortgage-Backed securiy και τέλος το Callable Pass-Through.

1. PASS-THROUGH SECURITY

Για την δημιουργία ενός τίτλου, καταρχήν η τράπεζα ή οποιοσδήποτε πιστωτικός οργανισμός που έχει στο χαρτοφυλάκιό της ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, εντοπίζει την ομοιογενή ομάδα των δανείων αυτών που πρόκειται να πουλήσει, μεταφέροντάς τα εκτός του ισολογισμού, προς τιτλοποίηση. Στη συνέχεια με την μεσολάβηση ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού ή ενός SPV (όχημα ειδικού σκοπού), τα δάνεια αυτά τιτλοποιούνται, δηλαδή εκδίδονται ομόλογα τα οποία πωλούνται στους επενδυτές, που μπορεί να είναι εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων, συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές εταιρίες, άλλα πιστωτικά ιδρύματα και ιδιώτες.

Η μηνιαία προγραμματισμένη πληρωμή τόκων και κεφαλαίου που γίνονται από τους δανειζόμενους περνούν στους κατόχους των τίτλων αυτών. Έτσι οι επενδυτές λαμβάνουν μηνιαία τις πληρωμές αυτές αφού προηγουμένως αφαιρεθούν:

- 1) η προμήθεια για την εξυπηρέτηση των δανείων
- 2) η προμήθεια για την παροχή εγγύησης των τίτλων από την εκδότρια εταιρία και
- 3) η διαφορά επιτοκίου που έχει προκύψει από την δημιουργία των δανείων μέχρι την ημέρα που εκδίδονται οι τίτλοι.

Για παράδειγμα εάν τα προς τιτλοποίηση δάνεια έχουν ένα επιτόκιο 7% το κόστος εξυπηρέτησής τους είναι 25 bp, η αμοιβή για την παροχής της εγγύησης είναι 50bp και η μεταβολή των επιτοκίων είναι 25bp, οι επενδυτές θα έχουν ετήσια πραγματική απόδοση 6%.

Οι πληρωμές του κεφαλαίου και των τόκων στα Pass-Through securities θεωρούνται ασφαλείς. Όμως οι χρηματοροές είναι δυνατόν να διαφέρουν από μήνα

σε μήνα και αυτό εξαρτάται από τον βαθμό που προεξόφλησης των δανείων που έχουν δοθεί ως εγγύηση για την έκδοση του Pass-Through.

Διαδικασία έκδοσης ενός Pass-Through security

Υποθέτουμε ότι μια τράπεζα έχει δημιουργήσει 1.000 ενυπόθηκα τοκοχρεολυτικά στεγαστικά δάνεια με τα εξής χαρακτηριστικά:

1. Αξία κάθε δανείου 100.000 δολάρια
2. Διάρκεια 30 έτη
3. Ετήσιο επιτόκιο 12%

Το συνολικό μέγεθος της ομάδας (pool) των δανείων αυτών είναι 100.000.000 δολάρια.

Καθένα από τα δάνεια αυτά έχει την εγγύηση από το ίδρυμα που αναλαμβάνει να τα εγγυηθεί έναντι των επενδυτών των προς έκδοση τίτλων έναντι προμήθειας που θα λάβει από την τράπεζα που χορήγησε τα δάνεια. Για την χρηματοδότηση των ενυπόθηκων δανείων οι τράπεζες συνήθως στηρίζονται στις καταθέσεις και τα ίδια κεφάλαιά τους.

Είναι γνωστό ότι σύμφωνα με της απαιτήσεις του 8% για την κεφαλαιακή επάρκεια (capital requirement), και σε συνδυασμό με τον σταθμισμένο κίνδυνο 50% που αφορά στην χορήγηση ενυποθήκων στεγαστικών δανείων τα απαιτούμενα δεσμευμένα κεφάλαια της τράπεζας ανέρχονται σε : $100 \text{ εκ } \$ \times 0,5 \times 0,08 = 4 \text{ εκατ.}\$$.

Επίσης υπολογίζεται ένα 10% επί των καταθέσεων ως υποχρεωτικές δεσμεύσεις ($106,6 \text{ εκατ.}\$ \times 10\% = 10,66 \text{ εκατ.}\$$)

Έτσι ο ισολογισμός της τράπεζας είναι ο παρακάτω:

Ισολογισμός Τράπεζας σε εκατ. δολάρια			
Ενεργητικό		Παθητικό	
Ρευστά Διαθέσιμα	10,66	Καταθέσεις	106,66
Ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια	100,00	Κεφάλαιο	4,00
	<hr/>		<hr/>
	110,66		110,66

Παράλληλα έχουμε φορολόγηση του κεφαλαίου και των υποχρεωτικών διαθεσίμων, και η τράπεζα έχει να πληρώσει ασφάλιστρο στη FDIC βασισμένο στον

κίνδυνο της τράπεζας έστω 27bp. Έτσι το έξοδο για την τράπεζα θα ήταν 106,66 εκατ.\$X 0,0027=287.982 δολάρια.

Αν και η τράπεζα χορηγεί δάνεια με επιτόκιο 12% αντιμετωπίζει ρυθμιστικούς φόρους τριών επιπέδων:

- Απαιτούμενου κεφαλαίου
- Υποχρεωτικών διαθεσίμων
- Το premium ασφάλισης στην FDIC

Έτσι ένα κίνητρο για τιτλοποίηση είναι να μειωθεί το βάρος από τους ρυθμιστικούς φόρους και να αυξήσει την μετά φόρων απόδοση της.

Εκτός από το παραπάνω για χορηγούμενα ενυπόθηκα δάνεια η τράπεζα έχει να αντιμετωπίσει δύο επιπλέον κινδύνους:

- ◆ **Την έκθεση περιθωρίου ή $D_A > D_L$** . Η τράπεζα χρηματοδοτεί μακροχρόνια ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια έναντι βραχυχρόνιων καταθέσεων. Έτσι έχουμε ένα κακό συνδυασμό διάρκειας.
- ◆ **Την έκθεση στη ρευστότητα.** Η τράπεζα κρατάει ένα χαρτοφυλάκιο μακροχρονίων δανείων και υπερβάλλοντα αποθεματικά και έτσι εκτίθεται σε έλλειψη ρευστού.

Με διάφορες τεχνικές πιθανόν να επιλύσει τα παραπάνω προβλήματα. Όμως το θέμα των ρυθμιστικών φόρων και της επιβάρυνση στην απόδοση της τράπεζας δεν μπορεί να το επιλύσει. Μπορεί να το επιλύσει με την τιτλοποίηση των 100 εκατ δολαρίων σε ενυπόθηκα δάνεια που έχει χορηγήσει μέσω της έκδοσης από την GNMA Pass-Through Securities.

Η τράπεζα πακετάρει τα 1000 ενυπόθηκα δάνεια που έχουν την ασφάλεια της FHA/VA, έχουν βέβαια ίδια διάρκεια 30 έτη και το αυτό επιτόκιο 12%. Συνεπώς είναι επιλέξιμα για τιτλοποίηση.

Η τράπεζα μεταφέρει τα πακεταρισμένα δάνεια των 100 εκατ δολαρίων εκτός του ισολογισμού της σε ένα τρίτο μέρος, το διαχειριστή (θεματοφύλακα), σε ένα εταιρία ειδικού σκοπού (SPV). Αυτό το τρίτο μέρος μπορεί να είναι μια άλλη τράπεζα υψηλής δανειοληπτικής ικανότητας ή ένα νομικό πρόσωπο.

Ακολούθως η τράπεζα καθορίζει ότι:

1. η GNMA θα εγγυηθεί, έναντι αμοιβής, τον συγχρονισμό πληρωμής τόκου και κεφαλαίου στα εκδιδόμενα ομόλογα τα οποία υποστηρίζονται από την ομάδα (pool) των ενυποθήκων δανείων

2. η ίδια η τράπεζα θα συνεχίσει να συντηρεί την ομάδα των ενυποθήκων δανείων έναντι αμοιβής ακόμα και μετά την μεταφορά τους στον διαχειριστή.

Κατόπιν γίνεται η έκδοση από την GNMA των Pass-Through Securities που υποστηρίζεται από ενυπόθηκα δάνεια 100 εκατ δολαρίων.

Οι τίτλοι αυτοί διατίθενται στους επενδυτές με κουπόνι 11,5% (από το 12% έχει αφαιρεθεί 0,44% η αμοιβή της τράπεζας για την εξυπηρέτηση των δανείων και 0,06% η ασφαλιστική αμοιβή της GNMA).

Ο ισολογισμός της τράπεζας μετά την τιτλοποίηση γίνεται:

Ισολογισμός Τράπεζας σε εκατ δολάρια (μετά την τιτλοποίηση)			
Ενεργητικό		Παθητικό	
Ρευστά Διαθέσιμα	10,66	Καταθέσεις	106,66
Ρευστά από την διαδικασία τιτλοποίησης των ενυπόθηκων δανείων	100,00	Κεφάλαιο	4,00
	110,66		110,66

Έτσι παρατηρούμε βασικές αλλαγές στον ισολογισμό μετά την τιτλοποίηση των ενυπόθηκων δανείων της.

1. Τα δάνεια των 100 εκατ δολαρίων που δεν ήταν ρευστά διαθέσιμα αντικαταστάθηκαν με μετρητά 100 εκατ δολαρίων
2. Ο κακός συνδυασμός διάρκειας έχει μειωθεί δεδομένου ότι D_A και D_L είναι χαμηλότερα.
3. Η τράπεζα μπορεί να μειώσει τους ρυθμιστικούς της φόρους δεδομένου ότι οι κεφαλαιακές απαιτήσεις μπορούν να μειωθούν λόγω του ότι ο προσαρμοσμένος κίνδυνος της αξίας του ενεργητικού είναι μηδέν έναντι του 50% που έχουν τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια. Επίσης τα υποχρεωτικά διαθέσιμα και το premium ασφάλισης μειώνονται εφόσον η τράπεζα χρησιμοποιήσει μέρος της χρηματοροής από την τιτλοποίηση (πώληση των δανείων), μειώνοντας τις καταθέσεις στον ισολογισμό της.

Τιμολόγηση του Pass-Through Security (PS)

Για την αξιολόγηση ενός PS απαιτείται η εύρεση της αξίας των δανείων που το υποστηρίζουν σε συνδυασμό με την εκτίμηση της πορείας των επιτοκίων που επηρεάζουν την αποπληρωμή τους όσο και την πιθανότητα χρεοκοπίας (default). Παρακάτω αναλύουμε τους παράγοντες αυτούς.

Η αξιολόγηση του PS περιλαμβάνει την αξιολόγηση τριών επιμέρους τμημάτων:

- ενός τμήματος που περιέχει επιτόκιο άνευ ρίσκου
- ενός δεύτερου που προσμετρά τον κίνδυνο χρεοκοπίας των συγκεκριμένων δανείων έναντι των αντιστοίχων του δημοσίου που ουσιαστικά δεν περιέχουν κίνδυνο
- ενός επιτοκιακού οption που αξιολογεί το ρίσκο της πρόωρης αποπληρωμής

Για την τιμολόγηση ενός Pass-Through Security παραθέτουμε το παρακάτω αριθμητικό παράδειγμα.

Θεωρού με ένα Pass-Through Security με τα εξής χαρακτηριστικά:

Επιτόκιο 10%

Διάρκεια 10 χρόνια

Το Duration του ομολόγου αυτού είναι 3,65 χρόνια ,οπότε θα χρησιμοποιήσουμε ένα ομόλογο με χρονική διάρκεια ίση περίπου με το αναμενόμενο duration του PS που στην περίπτωσή μας είναι 3,5 έτη.

$$\text{duration} = \sum_{t=0}^T (t * PVCF_t) / \text{Τιμή} \quad \text{όπου το } PVCF_t \text{ είναι η παρούσα αξία της χρηματικής ροής τη χρονική στιγμή } t \text{ και Τιμή η αξία του τίτλου του οποίου το Duration θέλουμε να υπολογίσουμε.}$$

Υποθέτουμε επίσης ότι το ενυπόθηκο στεγαστικό δάνειο προπληρώνεται με ρυθμό που ξεκινά από 1% και αυξάνει κατά το αυτό ποσό κάθε εξάμηνο έως το 6^ο εξάμηνο, οπότε σταθεροποιείται στο 6%.Στους ρυθμούς αυτούς κάνουμε τι εξής διορθώσεις: Αν τα επιτόκια παραμείνουν στο σημερινό επίπεδο του 10%, ο ρυθμός αποπληρωμής επιταχύνεται κατά 152%, αν πέσει κατά 1% η επιτάχυνση είναι της τάξης του 228%, αν πέσει κατά 0,5% 178%, και αν ανέβει κατά 0,5% και 1% ο ρυθμός θα αυξάνεται κατά 123% και 93% αντίστοιχα.

Ο παρακάτω **πίνακας 1** δείχνει τον υπολογισμό της αξίας ενός ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου με την προϋπόθεση ότι τα επιτόκια παραμένουν σταθερά στο 10% καθ' όλη τη διάρκεια των 10 χρόνων (η προπληρωμή θα είναι 1,52 φορές ο

εξαμηνιαίος ρυθμός πρόωρης πληρωμής). Παρατηρούμε ότι η τιμή του PS είναι 100 κάτω απ' αυτό το σενάριο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΔΑΝΕΙΟΥ							
$r_0 = 10\%$		$r(\text{μετά από 1 χρόνο}) = 10\%$			$r(\text{μετά από 2 χρόνια}) = 10\%$		
Περίοδος ως τη λήξη	Υπόλοιπο	Πληρωμή	Τόκος	Χρεολύσιο	Προπληρωμή	Νέο Υπόλοιπο	Πληρωμή + προπληρωμή
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
20	100	8,02	5	3,02	0,91757413	96,06	8,94
19	96,06	7,95	4,8027992	3,15	1,76215661	91,15	9,71
18	91,15	7,80	4,5574237	3,24	2,50053196	85,41	10,30
17	85,41	7,58	4,2703979	3,31	3,11329378	78,99	10,69
16	78,99	7,29	3,9494724	3,34	3,58505498	72,07	10,87
15	72,07	6,94	3,6032759	3,34	3,90735361	64,82	10,85
14	64,82	6,55	3,2409241	3,31	3,49621572	58,01	10,04
13	58,01	6,18	2,9007485	3,28	3,11033654	51,63	9,29
12	51,63	5,83	2,5814677	3,24	2,74882550	45,64	8,57
11	45,64	5,49	2,2818732	3,21	2,40859321	40,02	7,90
10	40,02	5,18	2,000825	3,18	2,09005082	34,74	7,27
9	34,74	4,89	1,7372477	3,15	1,79140105	29,80	6,68
8	29,80	4,61	1,4901265	3,12	1,51148575	25,17	6,12
7	25,17	4,35	1,2585035	3,09	1,24921098	20,83	5,60
6	20,83	4,10	1,0414738	3,06	1,00354230	16,76	5,11
5	16,76	3,87	0,8381818	3,03	0,77349953	12,96	4,65
4	12,96	3,65	0,6478171	3,01	0,55814998	9,39	4,21
3	9,39	3,45	0,4696083	2,98	0,35659696	6,06	3,81
2	6,06	3,26	0,3028147	2,95	0,16795137	2,93	3,43
1	2,93	3,08	0,1467026	2,93	-0,00880215	0,01	3,07
0	0,01						

Τιμή PS=100

Στον **πίνακα 2** έχουν υπολογιστεί οι τιμές του δανείου κάτω από διάφορες μεταβολές των επιτοκίων.

Έχουμε υποθέσει ότι τα επιτόκια μπορούν να μεταβληθούν είτε αμέσως (αλλαγή του r_0), είτε μετά από ένα χρόνο (r_1), είτε μετά από δυο χρόνια (r_2). Θεωρούμε τις υποπεριπτώσεις μεταβολής των επιτοκίων κατά μισή ποσοστιαία μονάδα και παρουσιάζουμε τις τιμές του δανείου στη δεύτερη στήλη του πίνακα. Για παράδειγμα, αν τα επιτόκια πέσουν στο 9% τον πρώτο χρόνο και παραμείνουν εκεί, η τιμή του PS μεταβάλλεται στο 100,75, ενώ αν ανέβουν τον δεύτερο χρόνο κατά 1% (στο 11%), η αξία του PS πέφτει στο 98,22.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ PS ΚΑΙ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΚΑΤΩ ΑΠΟ ΔΙΑΦΟΡΑ ΣΕΝΑΡΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ							
1) Μεταβολή επιτοκίων σήμερα							
Επιτόκιο	PS	Επιτόκιο	Ομόλογο	Dur. PS	Conv. PS	Dur. Ομολ.	Conv. Ομολ.
9,00%	100,91	8,00%	100,94305	3,653399	38,2540948	2,137646849	16,40833759
9,50%	100,45	8,50%	100,46984	3,652759	38,2449954	2,137809777	16,41081834
10,00%	100,00	9,00%	100	3,652120	38,2359088	2,137974446	16,41331595
10,50%	99,54	9,50%	99,533495	3,651480	38,226835	2,138140856	16,41583037
11,00%	99,09	10,00%	99,070295	3,650841	38,2177737	2,138309004	16,41836158
2) Μεταβολή επιτοκίων μετά από ένα χρόνο							
Επιτόκιο	PS	Επιτόκιο	Ομόλογο	Dur. PS	Conv. PS	Dur. Ομολ.	Conv. Ομολ.
9,00%	100,75	8,00%	100,43025	3,65781	38,3221849	2,140431029	16,42290176
9,50%	100,37	8,50%	100,43025	3,654966	38,2790215	2,13920313	16,41809978
10,00%	100,00	9,00%	100	3,652120	38,2359088	2,137974446	16,41331595
10,50%	99,63	9,50%	99,572808	3,649273	38,1928466	2,136747433	16,40855012
11,00%	99,26	10,00%	99,148641	3,646426	38,1498346	2,135521277	16,40380217
3) Μεταβολή επιτοκίων μετά από δύο χρόνια							
Επιτόκιο	PS	Επιτόκιο	Ομόλογο	Dur. PS	Conv. PS	Dur. Ομολ.	Conv. Ομολ.
9,00%	101,86	8,00%	101,52194	3,702081	39,4958174	2,244052443	17,50588018
9,50%	100,92	8,50%	100,75651	3,676694	38,8596334	2,190236602	16,94910224
10,00%	100,00	9,00%	100	3,652120	38,2359088	2,137974446	16,41331595
10,50%	99,10	9,50%	99,252288	3,627599	37,6224420	2,08722445	15,897767698
11,00%	98,22	10,00%	98,513251	3,603338	37,0249488	2,03794599	15,401137721

Κατ' αναλογία υπολογίζουμε την αξία ενός ομολόγου του Δημοσίου χρονικής διάρκειας 3,5 ετών στον **πίνακα 3**.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΜΟΛΟΓΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΛΗΞΗΣ ΙΣΗΣ ΠΕΡΙΠΟΥ ΜΕ ΤΟ DURATION ΤΟΥ PS ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΟ 1% ΚΑΤΩΤΕΡΟ ΤΟΥ PS					
r ₀ =9%		r ₁ =9%		r ₂ =9%	
Περίοδος ως τη λήξη	Τόκος	Κεφάλαιο	Σύνολο		
3,50	4,5	0	4,5		
3	4,5	0	4,5		
2,5	4,5	0	4,5		
2	4,5	0	4,5		
1,5	4,5	0	4,5		
1	4,5	0	4,5		
0,5	4,5	0	4,5		
0	4,5	100	104,5		

Τιμή ομολόγου =100

Η τιμή του ομολόγου δίνεται από τον τύπο:

$$NPV(r_0/2;R5..R6) + NPV(r_1/2;R7..R8)/(1+r_0/2)^2 + NPV(r_2/2;R9..R12)/(((1+r_1/2)^2)*(1+r_0/2)^2)$$

Υποθέτουμε ότι το spread μεταξύ των ομολόγων του Δημοσίου και του συγκεκριμένου στεγαστικού δανείου είναι 1% και παραμένει στο επίπεδο αυτό σε κάθε αλλαγή επιτοκίων. Υπό το βασικό σενάριο του σταθερού επιτοκίου 10%, η αξία του ομολόγου είναι ίση με 100. Στον πίνακα 2 παρουσιάζουμε τη μεταβολή της τιμής των ομολόγων κάτω από διάφορα επιτοκιακά σενάρια, ανάλογα με αυτά που εφαρμόσαμε και στην περίπτωση του PS. Τα αποτελέσματα φαίνονται στην 4^η στήλη του πίνακα.

Στις στήλες 5,6,7 και 8 υπολογίζουμε το duration και convexity του PS και του ομολόγου αντίστοιχα.

$$Convexity = \sum_{t=0}^T [(t^2 + t) * PVCFi] / [Τιμή * (1+r)^2] \text{ όπου } r \text{ επιτόκιο}$$

Η αξία ενός συνθετικού passthrough τίτλου ισούται με την τιμή του τίτλου του Δημοσίου, στην αξία του οποίου αντικατοπτρίζεται η περίπτωση χρεοκοπίας, και η τιμή ενός option το οποίο εκφράζει το δικαίωμα πρόωρης αποπληρωμής του δανείου που έχουν οι δανειζόμενοι. Πιο συγκεκριμένα

$$\text{Synthetic passthrough} = \text{Τιμή ομολόγου Δημοσίου} + \text{Άλφα} * \text{call option}$$

με Άλφα παριστάνουμε το αριθμό των calls που απαιτούνται για να εξισορροπηθεί η θέση.

Η εύρεση της αξίας του call option υπολογίζεται με τις παρακάτω παραμέτρους:

- Τιμή εξάσκησης = 100
- Τρέχουσα τιμή τίτλου = Τιμή ομολόγου
- Τυπική απόκλιση = 12%
- Χρονική διάρκεια = 90 ημέρες
- Επιτόκιο = Το εκάστοτε κάτω από τα διάφορα επιτοκιακά σενάρια και υπολογίζεται στην πρώτη στήλη του πίνακα 4.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ CALL, ΔΕΛΤΑ, CALL DURATION & CONVEXITY ΚΑΙ ΑΛΦΑ						
1) Μεταβολή επιτοκίων σήμερα						
Επιτόκιο	Call	Δέλτα	Call Dur.	Call Conv.	Άλφα Dur.	Άλφα Conv.
	1	2	3	4	5	6
9,00%	4,09	0,7	1,496353	11,48584	1,012965	1,901973582
9,50%	3,84	0,68	1,453711	11,15936	1,042126	1,956580306
10,00%	3,61	0,66	1,411063	10,83279	1,073053	2,014494502
10,50%	3,38	0,63	1,347029	10,34197	1,123465	2,108979046
11,00%	3,17	0,61	1,304368	10,0152	1,15959	2,176632614
2) Μεταβολή επιτοκίων μετά από ένα χρόνο						
Επιτόκιο	Call	Δέλτα	Call Dur.	Call Conv.	Άλφα Dur..	Άλφα Conv.
9,00%	40,3	0,69	1,476897	11,3318	1,027413	1,93255078
9,50%	3,82	0,67	1,433266	11,00013	1,05756	1,987333609
10,00%	3,61	0,66	1,411063	10,83279	1,073053	2,014494502
10,50%	3,41	0,64	1,367518	10,50147	1,106037	2,074404076
11,00%	3,22	0,62	1,324023	10,17036	1,141147	2,138177813

3) Μεταβολή επιτοκίων μετά από δύο χρόνια						
Επιτόκιο	Call	Δέλτα	Call Dur.	Call Conv.	Άλφα Dur..	Άλφα Conv.
9,00%	4,5	0,73	1,638158	12,77929	0,890042	1,720747628
9,50%	4,04	0,069	1,511263	11,69488	0,983753	1,873514747
10,00%	3,61	0,66	1,411063	10,83279	1,073053	2,014494502
10,50%	3,21	0,62	1,294079	9,85656	1,190325	2,204292834
11,00%	2,84	0,58	1,182009	8,932799	1,324387	2,420693915

Στη δεύτερη στήλη του ίδιου πίνακα 4 υπολογίζεται το Δέλτα του call option, το οποίο χρησιμεύει για τον υπολογισμό του duration και του convexity του call σύμφωνα με τον τύπο:

$$\text{Duration call} = \text{Δέλτα} * \text{Duration call}$$

$$\text{Convexity call} = \text{Δέλτα} * \text{Convexity ομολόγου}$$

Οι υπολογισμοί των τιμών αυτών εμφανίζονται στις στήλες 3 και 4 του πίνακα 4.

Οι τιμές του Άλφα υπολογίζονται από τους τύπους:

$$\text{Άλφα} = (\text{Duration PS} - \text{Duration Ομολόγου}) / \text{Duration call}$$

$$\text{Άλφα} = (\text{Convexity PS} - \text{Convexity Ομολόγου}) / \text{Convexity call}$$

Όπως παρατηρούμε από τους παραπάνω τύπους, το Άλφα μπορεί να υπολογιστεί με δύο τρόπους και έτσι παίρνουμε δύο αποτελέσματα, ένα με βάση το duration (στήλη 5 του πίνακα 2) και ένα με βάση το convexity (στήλη 6 του πίνακα 2). Υπολογίζουμε τον μέσο όρο των Άλφα με βάση το duration, και αυτών με βάση το convexity (1,0852 και 2,03596) αντίστοιχα).

Το Άλφα που θα χρησιμοποιήσουμε είναι ο αριθμητικός μέσος του 1,0852 και 2,03596 και ισούται με 1,56058.

Εναλλακτικά θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν διαφορετικές πιθανότητες για τον υπολογισμό των Άλφα. Για παράδειγμα, μπορούσαμε να θεωρήσουμε ότι υπάρχει 10% πιθανότητα για την περίπτωση μετακίνησης των επιτοκίων κατά $\pm 1\%$, 20% για $\pm 0,5\%$ και 40% για καμιά μεταβολή.

Τώρα η αξία του PS υπολογίζεται (με το σενάριο μη μετακίνησης των επιτοκίων)

$$\text{σε : Αξία ομολόγου} + \text{Άλφα} * \text{Αξία call} = 100 + 1,56058 * 3,61 = 105,63.$$

2. COLLATERALIZED MORTGAGE OBLIGATION (CMO)

Ενώ τα pass-throughs είναι ο αρχικός μηχανισμός για τιτλοποίηση το CMO είναι το δεύτερο πιο αναπτυγμένο μέσον τιτλοποίησης. Το προϊόν αυτό αναπτύχθηκε αρχικά από την FHLMC και την First Boston το 1983, κάνοντας τα Mortgage-Backed Securities πιο ελκυστικά στους επενδυτές. Το CMO είναι ένας τίτλος με τα εξής κύρια χαρακτηριστικά:

α) αποτελείται από δύο ή περισσότερες κλάσεις ομολογιών (tranches) οι οποίες εξοφλούνται προσημισιακά όσον αφορά το κεφάλαιο ενώ η καταβολή των τόκων γίνεται κανονικά.

β) για την πληρωμή των επενδυτών οι οποίοι κατέχουν διάφορες κλάσεις του CMO τηρείται μια σειρά προτεραιότητας που σημαίνει ότι οι κάτοχοι της κλάσης A λαμβάνουν πρώτοι όλες τις πληρωμές των τόκων και του κεφαλαίου και αφού εξοφληθούν εντελώς οι κάτοχοι της κλάσης B αρχίζουν να λαμβάνουν και τον τόκο κοκ. (ακολουθεί σχετικό παράδειγμα παρακάτω)

γ) οι βασικές κλάσεις ενός CMO είναι:

- Class A, τα ομόλογα αυτά έχουν μικρότερη διάρκεια με μια ελάχιστη προστασία έναντι των προπληρωμών.
- Class B, τα ομόλογα αυτά είναι διάρκειας 5 – 7 ετών κάποια προστασία έναντι των προπληρωμών σ' αυτά επενδύουν κυρίως συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρίες.
- Class C, επειδή είναι μεγάλης διάρκειας ομόλογα, τα προτιμούν συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρίες τοποθετώντας τα στο ενεργητικό τους για να ταιριάζουν τις μακροχρόνιες υποχρεώσεις τους. Έχουν υψηλό αλλά ατελή βαθμό προστασία έναντι των προπληρωμών.
- Class Z, είναι η τελευταία κανονική κλάση οι κάτοχοι των τίτλων αυτών πληρώνονται τον τόκο μόνο εφόσον οι προηγούμενες κλάσεις έχουν ικανοποιηθεί.
- Class R ή «garbage class» είναι υψηλού ρίσκου επένδυση και δίδουν στους κατόχους των τίτλων αυτών το δικαίωμα επί οποιουδήποτε ενέγγυου υπάρχει στον εκδότη, μετά την ικανοποίηση των ομολόγων των άλλων κλάσεων και επί πλέον κάποιο επανεπενδύμενο εισόδημα από τον εκδότη.

δ) ο εκδότης ενός CMO, μεταφέρει τις χρηματικές ροές που προκύπτουν από pass-through securities που έχει στην κατοχή του, στους κατόχους των διαφόρων τμημάτων του εκδοθέντος τίτλου CMO.

ε) το CMO είναι ένα καταπίστευμα κεφαλαίων που επενδύεται σε εισοδήματα από τίτλους εγγυημένους από ένα σύνολο ενυποθήκων δανείων.

Παράδειγμα CMO δύο κλάσεων (class A και class B)

Έστω ότι το CMO αποτελείται από το ομόλογο **class A** και το ομόλογο **class B** αξίας 50 ευρώ το καθένα. Και στα δύο ομόλογα πληρώνεται κανονικά ο τόκος αλλά για το ομόλογο της B κλάσης δεν αποπληρώνεται καθόλου κεφάλαιο πριν εξοφληθεί όλο το κεφάλαιο του ομολόγου της κλάσης A των 50 ευρώ που αφορά στο ύψος των ενυπόθηκων δανείων που υποστηρίζουν το ομόλογο της κλάσης A.

Εάν το επιτόκιο είναι 10% και το CMO εκτείνεται σε 10 περιόδους, ο παρακάτω **πίνακας 5** δείχνει την πορεία εξόφλησης του CMO.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5
ΠΟΡΕΙΑ ΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΝΟΣ CMO

Περίοδος	Τόκος A	Τόκος B	Σύνολο	Κεφάλαιο A	Κεφάλαιο B	Σύνολο	Υπόλοιπο A	Υπόλοιπο B	Σύνολο
0	5	5	10	6,27	0	6,27	43,73	50	93,73
1	4,37	5	9,37	6,9	0	6,9	36,83	50	86,83
2	3,68	5	8,68	7,59	0	7,59	29,24	50	79,24
3	2,92	5	7,92	8,35	0	8,35	20,89	50	70,89
4	2,09	5	7,09	9,18	0	9,18	11,71	50	61,71
5	1,17	5	6,17	10,10	0	10,10	1,61	50	51,61
6	1,16	5	5,16	1,61	9,50	11,11	0	40,5	40,5
7	0	4,05	40,5	0	12,22	12,22	0	28,28	28,28
8	0	2,83	2,83	0	13,44	13,44	0	14,84	14,84
9	0	1,48	1,48	0	14,79	14,79	0	≈ 0	≈ 0
Σύνολο				50	50	100			

Η συνολική δόση για το CMO των 100 ευρώ είναι 16,27

$$= (100 * 0,1 * (1 + 0,1)^{10}) / (1,1^{10} - 1)$$

Ο τόκος στα ομόλογα της κλάσης A και B (στήλες 2,3) αρχίζουν από την 1^η περίοδο και υπολογίζεται ως το 10% του υπολοίπου των στηλών 8 και 9. Το συνολικό

κεφάλαιο (στήλη 7) είναι η διαφορά μεταξύ της δόσης και του συνολικού τόκου (στήλη 4). Το χρεολύσιο αυτό προορίζεται καταρχήν για την εξόφληση του ομολόγου A (ως το ποσό των 50 ευρώ, δηλαδή όσο να μηδενιστεί η στήλη 8 και αυτό γίνεται στο τέλος της 6^{ης} περιόδου. Από εκεί και πέρα η πληρωμή του κεφαλαίου αφορά μόνο το ομόλογο της B κλάσης.

3. PAC (Planned Amortization Class)

Δημιουργήθηκε για να προσφέρει προστασία στους κατόχους ενός CMO στην περίπτωση που οι πρόωρες αποπληρωμές των δανείων που τα υποστηρίζουν επιταχυνθούν ή επιβραδυνθούν απρόβλεπτα. Έχουμε πει ότι η πληρωμή μιας οφειλής ενός MBS εξαρτάται από το αν τα δάνεια που το υποστηρίζουν πληρώνουν τις δόσεις τους με τον τρόπο που έχει υπολογιστεί. Οι μηνιαίες πληρωμές των επενδυτών – αγοραστών του MBS γίνεται μόνο αν οι δανειολήπτες πληρώνουν κανονικά τη δόση τους. Βέβαια η τράπεζα αλλά και άλλοι οργανισμοί καλύπτουν και εξασφαλίζουν στην πραγματικότητα τους κατόχους των MBS, ώστε να λαμβάνουν κανονικά τον τόκο που τους αναλογεί άσχετα με τη συμπεριφορά των δανείων.

Ένα PAC αποτελεί τη μια κλάση ενός CMO. Οι χρεολυτικές πληρωμές καθορίζονται με την εξής μέθοδο:

Επιλέγονται δυο ταχύτητες πρόωρης αποπληρωμής, μια χαμηλή και μια υψηλή, και καθορίζονται τα χρεολύσια για κάθε περίπτωση.

Επιλέγεται ακολούθως το μικρότερο χρεολύσιο κάθε περιόδου ως χρεολύσιο του PAC.

4. STRIPPED MORTGAGE BACKED SECURITIES H STRIPS

Τα strips παρήχθησαν από την διαίρεση των χρηματοροών των ομολόγων που υποστηρίζονται από «δεξαμενές» ενυποθήκων δανείων, με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν δυο ή περισσότεροι τίτλοι, καθένα από τους οποίους απολαμβάνει ένα συγκεκριμένο ποσοστό από τις πληρωμές μόνο του αρχικού κεφαλαίου, μόνο των τόκων ή ένα συνδυασμό και των δύο. Αυτό σημαίνει ότι οι τίτλοι μπορούν να αποκοπούν μερικώς, έτσι ώστε κάθε επενδυτής να εισπράττει κάποιο μέρος του τόκου και κάποιο του κεφαλαίου.

Υπάρχει όμως περίπτωση τα χρεόγραφα να είναι εντελώς αποκομμένα, οπότε όλος ο τόκος διανέμεται σε ένα τύπο χρεογράφου, που είναι γνωστό σαν «**Interest Only**» ή **IOs**, και από την άλλη όλο το κεφάλαιο οπότε έχουμε ένα άλλο τύπο χρεογράφου γνωστού ως «**Principal Only**» ή **POs**. Τα χρεόγραφα αυτά μπορούν να τροποποιηθούν έτσι ώστε να ταιριάζουν στις ατομικές ανάγκες του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή σε σχέση με το ποια αναλογία χρηματικών ροών επιθυμεί.

Για τα IOs χρεόγραφα αν ο ρυθμός προπληρωμών είναι υψηλός, τότε το νέο υπόλοιπο μειώνεται με γρήγορο ρυθμό και αυτό οδηγεί σε μικρότερους τόκους. Επειδή όσο τα επιτόκια των δανείων πέφτουν οι πρόωρες πληρωμές αυξάνουν προκαλώντας τη μείωση των εισροών στον κάτοχο του IO, η αξία του μειώνεται. Το αντίθετο συμβαίνει σε χαμηλότερους ρυθμούς προεξοφλήσεως των δανείων. Καθώς τα επιτόκια των δανείων αυξάνονται ο ρυθμός προπληρωμών πέφτει, οι επενδυτές των IOs θα εισπράττουν τις πληρωμές του τόκου για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα με αποτέλεσμα να αυξάνουν την αξία της επένδυσής τους οι επενδυτές.

Τα IOs χρεόγραφα μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν εργαλεία αντιστάθμισης κινδύνου σε ένα χαρτοφυλάκιο, γιατί οι προπληρωμές ωθούν την αξία του IO να μετακινείται σε αντίθετη κατεύθυνση με πολλά άλλα ομόλογα στεγαστικά και σταθερού εισοδήματος.

Τα χρεόγραφα POs αγοράζονται από τους επενδυτές σε discount από την ονομαστική τους αξία. Τα Pos είναι ευαίσθητα στις προπληρωμές αλλά κατ'αντίθετο συσχετισμό με τα IOs. Το κέρδος που θα πραγματοποιήσει ο επενδυτής εξαρτάται από την συχνότητα των προπληρωμών των ενυπόθηκων δανείων που τα υποστηρίζουν. Όσο αυξάνει η ταχύτητα της προπληρωμής τόσο αυξάνεται και η αξία τους. Αυτό συμβαίνει γιατί ο τόκος και το χρεολύσιο ακολουθούν αντίθετη πορεία.

5. CALLABLE PASS-THROUGHS

Είναι από τα πιο νέα αναπτυσσόμενα προϊόντα (1990) στην αγορά των MBS. Είναι ομολογίες με ρήτρα δικαιώματος εξαγοράς από τον εκδότη. Τα Callable Pass-Throughs δημιουργούνται από την αποκοπή του χρεογράφου σε δύο μέρη:

- το «Callable Class» και
- το «Call-Class»

Το Callable Class εισπράττει όλο το κεφάλαιο και τον τόκο από το ενέχυρο πρώτης προτεραιότητας.

Το Call-Class δεν εισπράττει καθόλου κεφάλαιο και επιτόκιο. Ο κάτοχός του έχει το δικαίωμα να κάνει ανάκληση του προγενέστερου στεγαστικού ομολόγου σε μια συγκεκριμένη τιμή (συνήθως στο επιπλέον υπολογιζόμενο επιτόκιο) από τους κατόχους του Callable Class μετά την πάροδο μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου από την έκδοση των δύο κατηγοριών χρεογράφων. Ο κάτοχος του Callable Class έχει πλεόνασμα σε ομόλογα και έλλειμμα σε αγορά οption όπως και κάθε άλλος που επενδύει σε MBS.

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ **ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ**

1. PREPAYMENT RISK (ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΠΡΟΠΛΗΡΩΜΗΣ)

Είναι ο κίνδυνος που προέρχεται από την δυνατότητα που έχει ο δανειολήπτης ενός ενυπόθηκου στεγαστικού δανείου το οποίο υποστηρίζει ένα Mortgage Backed Security, χωρίς να του επιβληθεί κανένα πρόστιμο, να προεξοφλήσει μερικώς ή ολικώς το υπόλοιπο του δανείου - πέραν των προκαθορισμένων μηνιαίων πληρωμών - σε οποιαδήποτε στιγμή από την έκδοση του τίτλου και μέχρι την λήξη του. Αυτό σημαίνει ότι το δάνειο μπορεί να προεξοφληθεί στην ονομαστική του αξία. Ουσιαστικά το δικαίωμα αυτό είναι ένα αμερικάνικου τύπου call option. Αποτέλεσμα της μερικής αποπληρωμής, που ονομάζεται και curtailment, είναι να μειωθεί η ζωή του ομολόγου.

Λόγω του δικαιώματος αποπληρωμής ο επενδυτής σε ένα MBS δεν είναι σίγουρος για τις χρηματικές του εισροές.

Η πρόωγη αποπληρωμή ενός δανείου είναι συνάρτηση διαφόρων παραγόντων όπως :

1. Η μεταβολή των επιτοκίων των δανείων

Στην περίπτωση που τα επιτόκια πέσουν τότε ο δανειολήπτης αφού αναγάγει όλες τις μελλοντικές του πληρωμές που αφορούν στη εξυπηρέτηση του δανείου σε παρούσα αξία με το τρέχον επιτόκιο της αγοράς και αν η αξία αυτή είναι

μεγαλύτερη από το υπόλοιπο του δανείου τότε είναι γι' αυτόν συμφέρουσα η αποπληρωμή του. Σίγουρα θα πρέπει να ληφθεί υπόψη η τυχόν ποινή (penalty) αφορά στην προεξόφληση και το κόστος σύναψης νέου δανείου.

Η πρόωρη εξόφληση, λόγω μεταβολής των επιτοκίων, μειώνει τα κεφαλαιακά κέρδη (όταν τα επιτόκια πέφτουν) και αυξάνει τις κεφαλαιακές ζημιές (όταν τα επιτόκια ανεβαίνουν). Αν για παράδειγμα η απόδοση των τίτλων βασίζεται στα τοκοχρεολύσια των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων σταθερής απόδοσης, τότε η πρόωρη εξόφληση σε περιόδους πτώσης των επιτοκίων επιταχύνει την πληρωμή των τοκοχρεολυσίων (λόγω της αναχρηματοδότησης των δανειακών συμβάσεων), ακριβώς όταν η αγοραία αξία του τίτλου αυξάνεται.

2. Η ηλικία του δανείου

- Στις πλησιέστερες προς τη σύναψη του δανείου χρονικές στιγμές επειδή ο τόκος αποτελεί το μεγαλύτερο ποσοστό της δόσης, για το λόγο αυτό είναι προτιμότερη η αποπληρωμή του δανείου να γίνει στις πρώιμες χρονικές στιγμές, αφού είναι προς το συμφέρον του να πληρώσει χαμηλότερους τόκους.
- Σε αντίθεση με το παραπάνω στην αρχή της δανειοδότησης ο δανειολήπτης σπάνια αποφασίζει να μετακινηθεί σε άλλο σπίτι ώστε να αναγκαστεί πιθανόν να προεξοφλήσει το συναφθέν δάνειο. Αντίθετα, όσο περνούν τα χρόνια και μεταβάλλονται οι κοινωνικές και οικονομικές συνθήκες του δανειολήπτη υπάρχει η τάση για μετακίνηση σε νέα κατοικία και εξόφληση του δανείου.

3. Απρόβλεπτα γεγονότα

Είναι πιθανόν κατά την διάρκεια του δανείου ο δανειολήπτης να αδυνατεί να συνεχίσει την πληρωμή του και να αναγκαστεί να πουλήσει το ακίνητο και να εξοφλήσει το δάνειο.

Επίσης αν το ενυπόθηκο ακίνητο καταστραφεί λόγω σεισμού ή πυρκαγιάς, η ασφαλιστική εταιρία αποπληρώνει το δάνειο.

4. Το κόστος ευκαιρίας

Επίσης βασικό ρόλο για της πρόωρες αποπληρωμές παίζει το κόστος ευκαιρίας. Οι πρόωρες αποπληρωμές επιταχύνουν τις εισπράξεις από τίτλους

σε περιόδους που υπάρχουν καλύτερες επιλογές επανεπένδυσης κεφαλαίων και αντιστρόφως.

Τέλος τα έσοδα από τους τίτλους αυτούς γίνονται απρόβλεπτα, ιδιαίτερα εάν τα συγκρίνει κανείς με τις αποδόσεις κρατικών τίτλων χρέους.

ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΠΛΗΡΩΜΩΝ

Λόγω της σημαντικότητας του κινδύνου που εμπεριέχει η προπληρωμή δανείων που υποστηρίζουν τα Mortgage- Backed Securities, για τα Αμερικάνικα στάνταρτ χρησιμοποιούνται τυποποιημένοι πίνακες προεξόφλησης που βασίζονται σε παρατηρήσεις και μελέτες πάνω στην προεξόφληση των δανείων και παρουσιάζονται παρακάτω :

1. Standard Mortgage Yield

Αφορά δάνεια διάρκειας 30 ετών και υποθέτει ότι τα πρώτα 12 έτη δεν υπάρχει καμιά προπληρωμή και στο 12^ο έτος εξοφλούνται πλήρως τα δάνεια που υπάρχουν στο «καλάθι» που υποστηρίζουν τον τίτλο. Το μοντέλο αυτό μπορεί να οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα αφού οι προεξοφλήσεις μπορούν να ποικίλουν. Χρησιμοποιείται στην τιμολόγηση και εμπορία των MBS.

2. FHA model

Ο FHA είναι ένας οργανισμός που κατασκευάζει πίνακες πρόωρων εξοφλήσεων δανείων τα οποία ασφαλίζει ο ίδιος. Ανάλογα με τις συγκυρίες και τις προσδοκίες ο ρυθμός αποπληρωμής μπορεί να επιταχυνθεί (πολλαπλασιάζοντας με ένα ποσοστό άνω του 100%) ή να επιβραδυνθεί (πολλαπλασιάζοντας με ένα ποσοστό κάτω του 100%). Έτσι ένα ποσοστό π.χ 200% διπλασιάζει την πιθανότητα πρόωρης εξόφλησης, ενώ ποσοστό της τάξης του 50% μειώνει στο μισό την πιθανότητα πρόωρης εξόφλησης από εκείνη που υπαγορεύει ο πίνακας FHA. Το εμπειρικό αυτό μοντέλο προβλέπει τα επίπεδα προπληρωμών μιας ομάδας ενυπόθηκων δανείων που έχουν τιτλοποιηθεί βάση των παλαιότερων προπληρωμών και αθετήσεων ανασφάλιστων ενυπόθηκων δανείων διάρκειας 30 ετών. Το βασικό

πλεονέκτημα του μοντέλου αυτού είναι ότι αντανακλά την επίδραση στην ηλικία των προπληρωμών και συγκεκριμένα τα χαμηλά επίπεδα προπληρωμών που χαρακτηρίζουν τους τίτλους που περιέχουν νεώτερα ενυπόθηκα δάνεια. Το πιο σημαντικό μειονέκτημα είναι η πολυπλοκότητα και το γεγονός ότι οι προπληρωμές διαφοροποιούνται κατά καιρούς.

3. Constant Prepayment Rate (CPR)

Σταθερός ρυθμός πρόωρης αποπληρωμής. Το μοντέλο αυτό υποθέτει ότι αποπληρώνεται ένα σταθερό ποσοστό κάθε χρόνο, λαμβάνοντας υπόψη τη γενική παραδοχή, ότι τα περισσότερα δάνεια εξοφλούνται νωρίς και λιγότερα όσο περνά ο χρόνος.

4. Single Monthly Mortality (SMM)

Με το μοντέλο αυτό υποθέτουμε ότι ένα ποσοστό δανείων εξοφλούνται μηνιαίως, Είναι μια παραλλαγή του CPR.

5. PSA (Public Securities Association) model

Το μοντέλο αυτό χρησιμοποιεί τις πληροφορίες τουFHA model και την αρχή λειτουργίας του CPR. Κάνοντας την υπόθεση πρόβλεψης των προεξοφλήσεων από το 0% CPR αυτό αυξάνεται κατά 0,2% μηνιαίως μέχρι τους 30 μήνες. Στους 30 μήνες έχει γίνει 6% του CPR και παραμένει σταθερό στο επίπεδο αυτό μέχρι τέλους. Για μια πρόβλεψη π.χ επιπέδου προπληρωμών 200%PSA πολλαπλασιάζουμε τα πιο πάνω ποσοστά με το 2.

6. Οικονομετρικά μοντέλα

Παράλληλα έχουν αναπτυχθεί διάφορα οικονομετρικά μοντέλα βασισμένα στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των ενυπόθηκων δανείων όπως το επίπεδο προσφοράς κατοικιών, τα εισοδήματα, τα επιτόκια κλπ.

2. ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (DEFAULT RISK)

Ο πιστωτικός κίνδυνος που εμπεριέχει ένα MBS είναι ελάχιστος δεδομένου ότι οι εκδιδόμενοι τίτλοι φέρουν τις εγγυήσεις είτε κάποιων δημόσιων

οργανισμών είτε τραπεζών που αποσκοπούν στο να αυξήσουν το βαθμό πιστοληπτικής κατάταξης των τίτλων.

Όμως πιθανή αφερεγγυότητα των δανειζομένων είναι σημαντική για τον προσδιορισμό και της αξίας των τίτλων αλλά και των ασφαλίσεων που απαιτούνται για να τους δοθεί υψηλότερος βαθμός πιστωτικής κατάταξης.

3. ΕΠΙΤΟΚΙΑΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο κίνδυνος αυτός προκύπτει από τις μεταβολές των επιτοκίων και είναι πολύ σημαντικός για τους τίτλους που εκδίδονται και είναι βασισμένοι σε δάνεια, όπως συμβαίνει σε όλες τις μακροχρόνιες επενδύσεις. Σε αυτό το πλαίσιο, κάθε αλλαγή στα επιτόκια αγοράς θα επηρεάσει και την αξία των τίτλων αυτών. Έτσι όπως σε όλα τα χρεόγραφα σταθερής απόδοσης η τιμή τους κυμαίνεται ανάλογα με τις κινήσεις των επιτοκίων, όταν αυτά ανεβαίνουν η τιμή του τίτλου πέφτει και το αντίθετο.

Επιπλέον όπως προείπαμε, οι αλλαγές επιτοκίων επηρεάζουν και την πιθανότητα πρόωρης αποπληρωμής των δανείων που υποστηρίζουν τους τίτλους αυτούς άρα άμεση επίδραση στις αποδόσεις τους. Όταν τα επιτόκια πέφτουν ο ρυθμός προεξοφλήσεων ανεβαίνει και το αντίθετο όταν αυτά ανεβαίνουν.

Η επίδραση στην απόδοση του τίτλου θα εξαρτηθεί από το εάν αυτός αγοράστηκε σε premium ή σε discount. Επιπρόσθετα ο επηρεασμός των αξιών στους τίτλους CMOs , POs, IOs Strips είναι πολύ έντονος.

4. ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Βασικό ρόλο στην ύπαρξη του κινδύνου ρευστότητας παίζει το μέγεθος της υπάρχουσας δευτερογενούς αγοράς που οι τίτλοι αυτοί διαπραγματεύονται. Στις ΗΠΑ για παράδειγμα, υπάρχει μια ενεργή δευτερογενή αγορά εκατοντάδων δισεκατομμυρίων δολαρίων που εγγυάται ένα χαμηλό κίνδυνο ρευστότητας. Εάν δεν συμβαίνει αυτό όπως στη Μεγάλη Βρετανία, τότε οι επενδυτές μπορεί να αντιμετωπίσουν σημαντικές διακυμάνσεις τιμών ανάλογα με τον όγκο των διακινούμενων τίτλων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο

ΟΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ : ΔΟΜΗ - ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Οι Ευρωπαϊκές αγορές ακινήτων και ενυποθήκων δανείων είναι δομικά πολύ διαφορετικές για πολλούς λόγους. Ισχυροί παράγοντες επιφέρουν σημαντικές αλλαγές στις αγορές αυτές. Οι παράγοντες αυτοί είναι:

η απελευθέρωση της αγοράς και η σταθεροποίηση
η εσωτερική αγορά
το ενιαίο νόμισμα
η ηλεκτρονική οικονομία και
οι αναθεωρημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών.

Η απελευθέρωση της αγοράς και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών συνεχίζεται με διαφορετικούς ρυθμούς σε ολόκληρη την Ευρώπη. Το επίτευγμα μιας εσωτερικής αγοράς στην παροχή των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένης της πίστωσης για ενυπόθηκα δάνεια, παραμένει μια διαδικασία σε εξέλιξη. Με το Financial Services Action Plan (1999), η Commission προσπαθεί για την επιτυχία μιας εσωτερικής αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με την ολοκλήρωσή της το 2005.

Η εισαγωγή του ευρώ έχει οδηγήσει στην ολοκλήρωση των έως τώρα αυτόνομων οικονομιών. Το ενιαίο νόμισμα έχει επιφέρει σημαντικές αλλαγές στις ευρωπαϊκές αγορές ακινήτων και στα χρηματοοικονομικά συστήματα που τις εξυπηρετούν. Οι αγορές ακινήτων και ενυποθήκων δανείων παραμένουν στην πραγματικότητα εσωτερικές, αλλά οδεύουμε προς τη δημιουργία μιας βαθιάς και ρευστής ενιαίας κεφαλαιαγοράς όπου τα χαρτοφυλάκια ακίνητης περιουσίας και τα δάνεια θα αποτιμώνται σε ενιαία βάση.

Ο αντίκτυπος ενός συνδυασμού ηλεκτρονικού εμπορίου και τεχνολογίας στους δανειστές και τους οφειλότες των δανείων θα επιφέρει αλλαγές στην ενυπόθηκη πίστη και τον τρόπο δανεισμού.

Δεδομένου ότι η μεγάλη πλειοψηφία των δανείων με υποθήκη παραμένουν εντός των ισολογισμών των ευρωπαϊκών τραπεζών η πρόσφατη αναθεώρηση της κεφαλαιακής επάρκειας την ανάγει σε θεμελιώδη σημασία για τις τράπεζες

1. Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΑΓΟΡΑ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

1. Ο δανεισμός υποθηκών έχει αυξηθεί σημαντικά από την προηγούμενη δεκαετία.

Ο ενυπόθηκος δανεισμός είναι μια αναπτυξιακή βιομηχανία στην Ευρώπη. Το ύψος των υπολοίπων των ενυπόθηκων δανείων έχει αυξηθεί σημαντικά στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τη Νορβηγία κατά ένα μεγάλο ποσοστό, υπερδιπλάσιο σε ονομαστικούς όρους κατά τη διάρκεια της περιόδου 1988-1998, ανερχόμενο σε 3 τρισεκατομμύρια ευρώ περίπου στο τέλος του 1998 αντιπροσωπεύοντας το 33% του ΑΕΠ. Οι αγορές υποθηκών εντούτοις διατηρούν τα ισχυρά εθνικά χαρακτηριστικά και η οικονομική σημασία τους ποικίλλει από χώρα σε χώρα. Οι μεγαλύτερες αγορές, από την άποψη του όγκου των χορηγήσεων είναι η Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, Γαλλία και οι Κάτω Χώρες. Οι αγορές που έχουν αναπτυχθεί περισσότερο κατά τη διάρκεια της περιόδου 1988-1998 είναι η Πορτογαλία η Ισπανία, η Ιρλανδία και οι Κάτω Χώρες. Ο πίνακας 6 εμφανίζει την αύξηση των υπολοίπων των ενυποθήκων δανείων για κατοικίες κατά τη διάρκεια της δεκαετίας 1988 – 1998.

Η εντοπωσιακή ανάπτυξη των ευρωπαϊκών αγορών ενυποθήκων δανείων από την δεκαετία του '80 είναι αποτέλεσμα διάφορων παραγόντων, όπως η απελευθέρωση αγοράς στον χρηματοοικονομικό τομέα και τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια (συνεπεία της προετοιμασίας για την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος). Αυτό το περιβάλλον έχει οδηγήσει στον έντονο ανταγωνισμό στις αγορές δανείων σε ολόκληρη την Ευρώπη και τη μεγαλύτερη δυνατότητα για αγορά κατοικιών με αυτόν τον τρόπο, δημιουργώντας έτσι ευνοϊκούς όρους για υψηλή ζήτηση σε ενυπόθηκα δάνεια.

Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός, που συνδέεται με τις ταχύτατες τεχνολογικές προόδους, έχει ωθήσει τους δανειστές στην ανάπτυξη νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων και νέων μεθόδων για να διαθέσουν τα προϊόντα αυτά στον πελάτη. Η καινοτομία προϊόντων θα πρέπει να συνεχίσει να καλύπτει τις ολοένα αυξανόμενες και ιδιαίτερες ανάγκες καλά πληροφορημένων πελατών. Με την χρήση του ενιαίου νομίσματος γίνεται ευκολότερα η πώληση προϊόντων και εκτός των συνόρων της κάθε χώρας. Το Internet ανάγεται σε πολύ σημαντικό κανάλι διανομής. Δεδομένου ότι όλο και περισσότεροι πελάτες αποκτούν πρόσβαση στο Internet και παρατηρείται

μια θεαματική αύξηση της χρήσης του τα δε πιο δημοφιλή θέματα αναζήτησης πληροφοριών αφορούν σε υπηρεσίες προσωπικών και ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6
ΔΑΝΕΙΑ ΕΝΥΠΟΘΗΚΗΣ ΚΑΤΟΙΚΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ ΚΑΙ
ΝΟΡΒΗΓΙΑ
(σε εκατ ευρώ τέλος έτους)

ΧΩΡΑ	1998	1988	ΠΟΣΟΣΤΟ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ 1998/1988
ΒΕΛΓΙΟ (BE)	55528	24830	224%
ΔΑΝΙΑ (DK)(3)	104 823	69 406	151%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ (DE)	1 012 998	451 244	224%
ΕΛΛΑΔΑ (EL)	7 037	2 673	263%
ΙΣΠΑΝΙΑ (ES)	122 637	35 951	341%
ΓΑΛΛΙΑ (FR)	262 121	184 765	142%
ΙΡΛΑΝΔΙΑ (IRE) (3)	20 888	6 783	308%
ΙΤΑΛΙΑ (IT)	81 449	30 719	265%
ΛΟΥΞ/ΡΓΟ (L U)(1)	3 615	3 154	115%
ΟΛΛΑΝΔΙΑ (NL)	220 537	77 721	284%
ΑΥΣΤΡΙΑ (AT)(2)	9 531	4 461	214%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ (PT)	31 941	5 063	631%
ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ (FI)	33 765	27 400	123%
ΣΟΥΗΔΙΑ (SE) (3)	98 998	85 507	116%
ΕΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ (UK)	647 284	345 284	187%
EU-15	2 713 152	1 354 961	200%
ΝΟΡΒΗΓΙΑ (NO)	54 332	39 082	139%

Σημειώσεις:

(1) τα ποσά αναφέρονται στο 1997 και 1994.

(2) τα ποσά αναφέρονται σε δάνεια για κατοικία και μη.

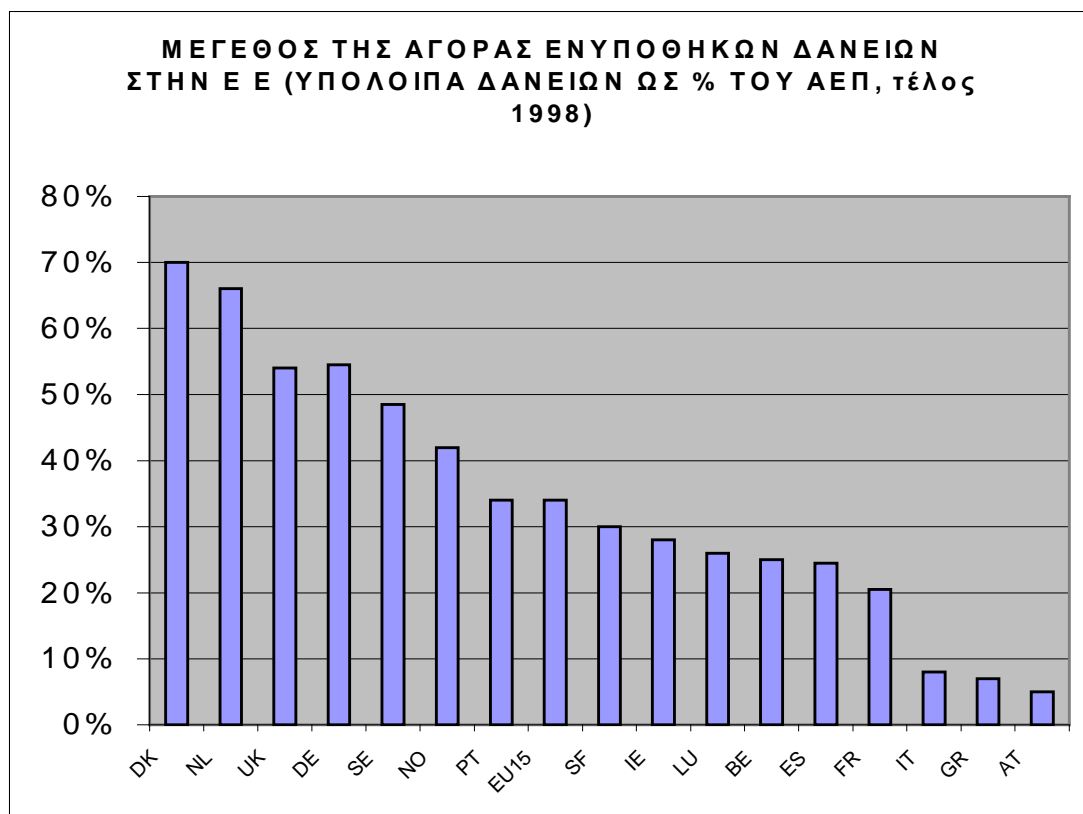
(3) τα ποσά του 1988 αναφέρονται στο κοντινότερο διαθέσιμο έτος : DK (1992), IRL (1990), S (1990).

Πηγή: European Mortgage Federation και πηγές των χωρών.

2. Η ευρωπαϊκή αγορά ενυποθήκων δανείων διατηρεί ισχυρά εθνικά χαρακτηριστικά

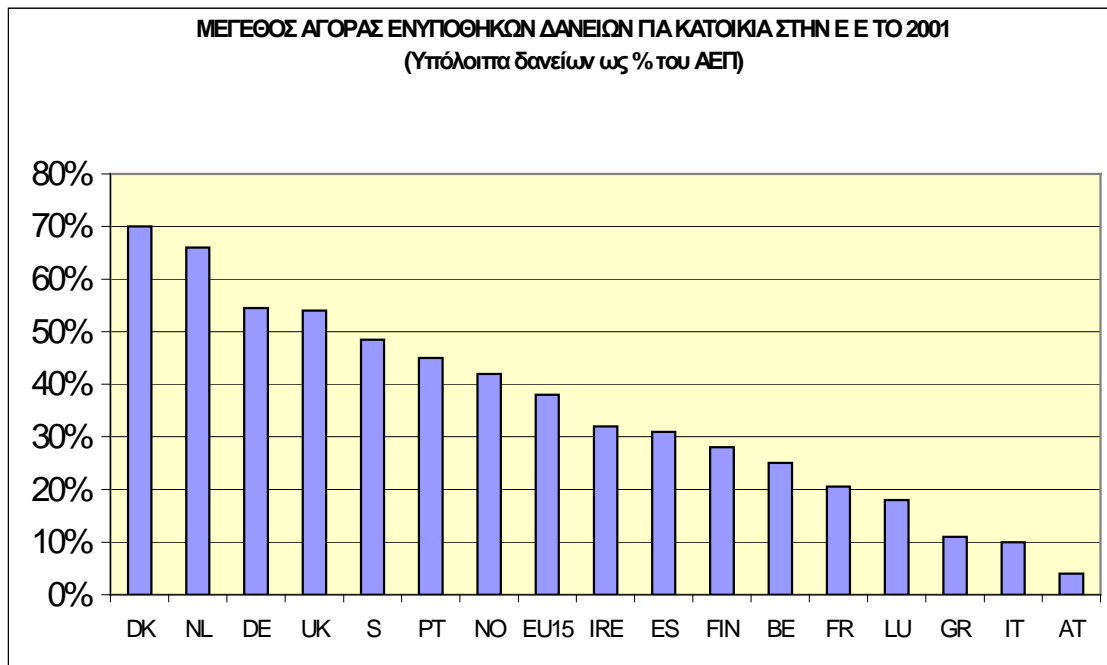
Η δυναμική αύξηση της αγοράς ενυποθήκων δανείων που ξεπέρασε την αύξηση του ΑΕΠ κατά την ίδια περίοδο είχε ως συνέπεια την αύξηση της βαρύτητας της στις εθνικές οικονομίες. Εντούτοις, όπως εμφανίζεται στα **γραφήματα 1 και 2**, η σημασία των αγορών υποθηκών διαφέρει αρκετά στα διάφορα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στη Δανία, τις Κάτω Χώρες, το Ηνωμένο Βασίλειο και τη Γερμανία, το ύψος των υπολοίπων ενυποθήκων στεγαστικών δανείων για κατοικία είναι ίση με το 50% του ΑΕΠ ή και περισσότερο σε αντίθεση με άλλες χώρες όπως η Ιταλία, η Ελλάδα και η Αυστρία, όπου κάτω του 10% του ΑΕΠ.

Γράφημα 1



Πηγή: European Mortgage Federation και πηγές των χωρών, EUROSTAT (ποσά ΑΕΠ)

Γράφημα 2



Πηγή: European Mortgage Federation και πηγές των χωρών, EUROSTAT (ποσά ΑΕΠ)

Οι μεγάλες διαφορές του μεγέθους των αγορών στεγαστικών δανείων στις εθνικές οικονομίες απεικονίζουν το γεγονός ότι οι αγορές αυτές διατηρούν, σε γενικές γραμμές, ισχυρά τα εθνικά χαρακτηριστικά τους. Υπάρχουν ιδιαιτερότητες μεταξύ των χωρών που οφείλονται στους διάφορους τύπους δανειστών και συνεπώς στους διάφορους τύπους προϊόντων που χορηγούνται όπως η «διάρκεια» των ενυπόθηκων δανείων, ο τύπος του επιτοκίου, ο δείκτης ποσό δανείου προς αγοραία αξία ακινήτου (loan-at-value ratio, LTV) καθώς και της σχέσης δόση προς μηνιαίο εισόδημα (payment-to-income ratio, PTI). Μερικές από αυτές τις διαφορές αναφέρονται στον **πίνακα 7** και είναι συνήθως το αποτέλεσμα των διαφορών στο πολιτικό, ιστορικό περιβάλλον και στα νομικά και ρυθμιστικά πλαίσια στα οποία λειτουργούν οι δανειστές.

Η τυπική διάρκεια ενός ενυπόθηκου δανείου μπορεί να ποικίλει μεταξύ 10 ετών σε μερικές νότιες χώρες και τουλάχιστον 30 έτη στη Δανία ή τη Γερμανία. Οι διαφορετικοί κανονισμοί που αφορούν τους καταναλωτές μπορούν να οδηγήσουν σε ένα κατάλογο λίγων προσφερόμενων προϊόντων σε μερικές χώρες, έναντι 4.000 προϊόντων που αυτή την περίοδο προσφέρονται στο Ηνωμένο Βασίλειο. Σε ορισμένες χώρες, υπάρχει μια υπεροχή των δανείων σταθερού επιτοκίου, ενώ σε άλλες τα

κυμαινόμενα επιτόκια πιο διαδεδομένα. Σε ορισμένες χώρες, η εισαγωγή των σφιχτών κανόνων για την προστασία των καταναλωτών έχει οδηγήσει στον ολοένα και περισσότερο διαχωρισμό της πίστωσης για δάνεια από τις πηγές χρηματοδότησής της.

Παραδείγματος χάριν, οι σύνθετοι κανόνες για την μεταβολή του επιτοκίου στεγαστικών δανείων στο Βέλγιο, που απαιτούν η μεταβολή αυτή να συνδέεται με το επιτόκιο των Βελγικών Ομολόγων παρά με το πραγματικό κόστος των κεφαλαίων για τη χορήγηση δανείων, εισάγουν έναν επιτοκιακό κίνδυνο. Έτσι η χορήγηση ενυπόθηκων δανείων γίνεται για τις τράπεζες ασύμφορη ελπίζοντας στην αναπλήρωση της χαμένης αποδοτικότητας με την μελλοντική παροχή άλλων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Οι κανόνες που ελαχιστοποιούν την ποινή που χρεώνονται οι πελάτες από τις τράπεζες σε περίπτωση μερικής ή ολικής εξόφλησης θα περιπλέξουν επίσης τη διαδικασία χρηματοδότησης, και μπορούν να προκαλέσουν μια επικίνδυνη κατάσταση αν δεν συνδυαστούν σωστά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΕΝΥΠΟΘΗΚΑ ΔΑΝΕΙΑ

	ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΓΑΛΙΑ
Διάρκεια δανείου	25 χρόνια	25-30 χρόνια	10-15 χρόνια	15 χρόνια
Τύπος επιτοκίου	επαναπροσδιοριζό μενο	Ανανεούμενο επαναπροσδιο ριζόμενο	+/-90% προσδιοριζόμε νο	50% προσδιοριζόμενο 50% σταθερό

Οι διαφορές στις αγορές ενυποθήκων δανείων είναι επίσης το αποτέλεσμα των διαφορών στην αγορά ιδιοκτησίας (προσφορά των κατοικιών, η δομή της κυριότητας των ακινήτων προς στέγαση, ιδιοκτήτης-απασχόληση, τα χρηματοοικονομικά όργανα που χρησιμοποιούνται για να χρηματοδοτήσουν τον τομέα της κατοικίας, κ.λ.π.) και στη βιομηχανία κατασκευών (αριθμός οικοδομικών αδειών που εκδίδονται, έτοιμα σπίτια για διάθεση, πλήθος συναλλαγών, κ.λ.π.). Η γενική οικονομική κατάσταση έχει επίσης ένα άμεσο αντίκτυπο στην αγορά δανείων. Σε μια αναπτυσσόμενη οικονομία αυξάνεται η απασχόληση και η ζήτηση των οικογενειών κατοικία και για τη χρηματοδότηση της. Παρά την οικονομική σύγκλιση στην Ευρώπη, παραμένουν οι

σημαντικές διαφορές στις θεμελιώδεις μακροοικονομικές μεταβλητές (ΑΕΠ, ανεργία, κ.λπ.) όπου και προσδιορίζουν την ανάπτυξη των αγορών ενυπόθηκων δανείων.

3. Ο ενυπόθηκος δανεισμός για ακίνητα μη κατοικήσιμα

Ο δανεισμός σε ενυπόθηκη ιδιοκτησία χρηματοδοτεί επίσης την επένδυση σε ακίνητα πέραν των κατοικιών. Αυτός περιλαμβάνει γραφεία, καταστήματα, βιομηχανικές εγκαταστάσεις και σε ορισμένες χώρες τη γεωργική ιδιοκτησία. Αυτός ο τύπος δραστηριότητας αντιπροσωπεύει ένα σχετικά σημαντικό τμήμα της ενυπόθηκης αγοράς δανείων στην Ευρωπαϊκή Ένωση και το μερίδιό του αυξάνεται σταθερά. Το ύψος του ανεξόφλητου χρέους των δανείων για κάλυψη αναγκών εκτός της κατοικίας ανήλθε πάνω από 430 δισεκατομμύρια ευρώ στο τέλος του 1998 που αντιπροσωπεύει 15% του συνολικού υπολοίπου των ενυπόθηκων δανείων (για κατοικία και μη).

Στο **γράφημα 3** παρακάτω εμφανίζεται εντούτοις, ότι η σημασία των ενυπόθηκων δανείων για μη κατοικία σε σύγκριση αντίστοιχο για κατοικία ποικίλλει από σε χώρα. Στη Νορβηγία, την Ιταλία και την Ισπανία, ο ενυπόθηκος δανεισμός εκτός κατοικιών αντιπροσωπεύει ένα ποσοστό άνω του 30% της συνολικής πιστωτικής δραστηριότητας για ενυπόθηκα δάνεια. Η μεγαλύτερη αγορά για ενυπόθηκα δάνεια εκτός κατοικιών είναι Γερμανία (200 δισεκατομμύρια ευρώ στο τέλος του 1998), ακολουθούν οι Κάτω Χώρες, η Ιταλία και η Ισπανία.

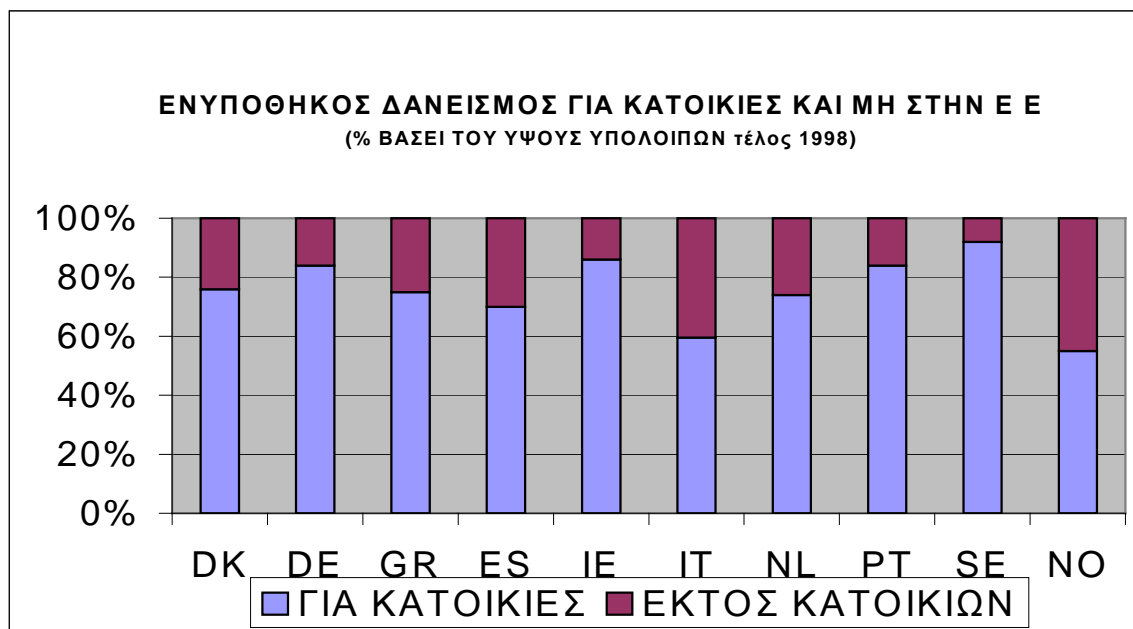
Ο συνολικός δανεισμός υποθηκών για κατοικία είναι σημαντικότερος από τον ενυπόθηκο δανεισμό για άλλα ακίνητα. Οι βασικοί λόγοι είναι τρεις.

Πρώτος, η προσφορά των κατοικιών είναι υψηλότερη από την προσφορά ακινήτων που δεν χρησιμοποιούνται για κατοικία.

Δεύτερος, η προσφυγή στα εναλλακτικά χρηματοοικονομικά εργαλεία είναι πιο απλή για τη μη κατοικήσιμη ιδιοκτησία.

Τρίτος, οι επιχειρήσεις επένδυσης ακινήτων ή άλλες ιδιωτικές εταιρίες που αγοράζουν ακίνητα μη κατοικήσιμα έχουν την απαιτούμενη ρευστότητα προς επένδυση και δεν προσφεύγουν σε δάνεια υποθηκών.

Γράφημα 3



Πηγή: European Mortgage Federation και πηγές των χωρών.

4. Ευρωπαϊκοί ενυπόθηκοι δανειστές

Στο **γράφημα 4** εμφανίζεται ότι τα ενυπόθηκα δάνεια χορηγούνται από μια μεγάλη ποικιλία των διαφορετικών τύπων δανειστών υποθηκών. Είναι ειδικευμένα πιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες υποθηκών, Στεγαστικές τράπεζες, Bausparkassen και άλλοι ειδικοί ενυπόθηκοι δανειστές) Ταμειυτήρια, Συνεταιριστικές τράπεζες, και τις παγκοσμίως δραστηριοποιούμενες εμπορικές τράπεζες. Αυτοί οι τύποι δανειστών είναι Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα (MFIs) που χορηγούν περισσότερο από 90% των ενυπόθηκων δανείων στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Τα υπόλοιπα ενυπόθηκα δάνεια χορηγούνται από μη Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα που περιλαμβάνουν άλλους οικονομικούς μεσάζοντες (π.χ. Umbrella companies που καθιερώνονται για να κρατήσουν τις ενυπόθηκες τιτλοποιημένες απαιτήσεις μέσω των mortgage-backed securities, που είναι γνωστά γενικά ως οχήματα ειδικά σκοπού, (SPV), τις ασφαλιστικές εταιρίες και άλλους τομείς.

Το 1997, η European Mortgage Federation (EMF) ταξινόμησε τους διαφορετικούς τύπους δανειστών υποθηκών σύμφωνα με το πλαίσιο ESA95. Το ESA95 είναι το ευρωπαϊκό σύστημα των εθνικών και περιφερειακών λογαριασμών του 1995 που

εισήχθη από έναν κανονισμό του Συμβουλίου της 25^{ης} Ιουνίου 1996. Παρέχει μια μεθοδολογία για τα κοινά πρότυπα, ορισμοί, ονοματολογίες και κανόνες λογιστικής, που προορίζονται για να χρησιμοποιηθούν για τη μετατροπή των λογαριασμών και των πινάκων που καταρτίζονται σε συγκρίσιμη βάση για τους σκοπούς της Κοινότητας. Ο κανονισμός είναι δεσμευτικός στην ολότητά του και άμεσα εφαρμόσιμος σε όλα τα κράτη μέλη. Οι ενυπόθηκοι δανειστές είναι ταξινομούνται ως εξής:

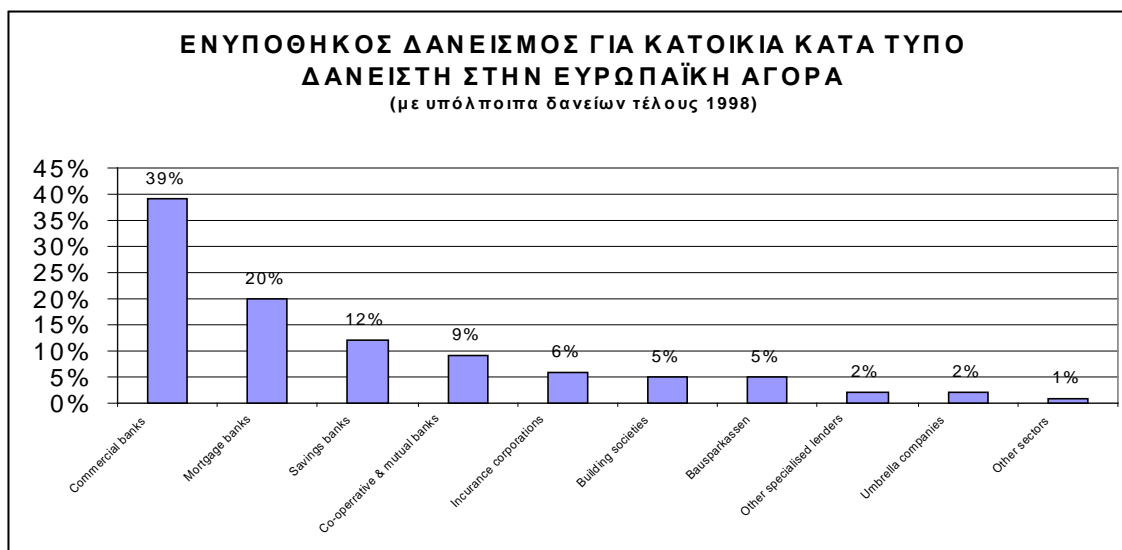
(α) Τα **Χρηματοοικονομικά ιδρύματα (MFI)** περιλαμβάνουν τις γενικές/εμπορικές τράπεζες («commercial banks»), τις τράπεζες υποθηκών/τα πιστωτικά ιδρύματα υποθηκών («mortgage banks»), τα Ταμειυτήρια, τις συνεταιριστικές τράπεζες, τις Στεγαστικές τράπεζες, Bausparkassen (Στεγαστικά Ταμειυτήρια), και άλλοι ειδικευμένοι δανειστές υποθηκών

(β) άλλοι οικονομικοί μεσάζοντες (με τον αποκλεισμό των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και των συνταξιοδοτικών ταμείων) αναφέρονται στις umbrella companies που καθιερώνονται να κρατούν τις ενυπόθηκες τιτλοποιημένες απαιτήσεις μέσω των mortgage-backed securities, που είναι γνωστά γενικά ως οχήματα ειδικού σκοπού (SPV).

(γ) οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις και τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια αναφέρονται στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις και

(δ) άλλοι τομείς.

Γράφημα 4



Πηγή: European Mortgage Federation και πηγές των χωρών.

Σημείωση: Η κατηγορία "εμπορικές τράπεζες" περιλαμβάνει τα ενυπόθηκα δάνεια που χρηματοδοτούνται από την έκδοση των Ομολόγων υποθηκών που χορηγούνται από τη μεγαλύτερη "μικτή" τράπεζα υποθηκών στη Γερμανία.

Η τρέχουσα σύνθεση των μεριδίων αγοράς δανειστών ενυπόθηκων δανείων έχει διαμορφωθεί μέσα από την προοδευτική απελευθέρωση της αγοράς των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ευρώπη. Μέχρι τη δεκαετία του '80, η δραστηριότητα υποθηκών κυριαρχήθηκε από τους ειδικούς δανειστές όπως οι τράπεζες υποθηκών και τις Στεγαστικές τράπεζες. Κάθε αγορά υποθηκών έτεινε να ρυθμίζεται στενά από τις εθνικές αρχές λόγω του κινδύνου κακού συνδυασμού της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης με τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση. Η απελευθέρωση αγοράς ωθεί τους μη εξειδικευμένους δανειστές να μπουν στην ενυπόθηκη αγορά και τους εξειδικευμένους δανειστές για να αλλάξουν το νομικό τους καθεστώς.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, παραδείγματος χάριν, περιορισμοί στον ισολογισμό έκαναν τον ενυπόθηκο δανεισμό μη ελκυστικό στις εμπορικές τράπεζες μέχρι τη δεκαετία του '80. Αυτό δεν ισχύει πια και οι εμπορικές τράπεζες έχουν εισχωρήσει τώρα στην αγορά ενυποθήκων δανείων. Επιπλέον, οι ρυθμιστικές αλλαγές έχουν ενθαρρύνει διάφορες στεγαστικές τράπεζες να μετατραπούν σε εμπορικές τράπεζες διατηρώντας παράλληλα την βασική τους δραστηριότητα, τον ενυπόθηκο δανεισμό.

Με δεδομένα τα αποτελέσματα αυτών των αλλαγών, η κατηγορία "εμπορικές τράπεζες" ήταν σε θέση να αυξήσουν το μερίδιό στην ευρωπαϊκή ενυπόθηκη αγορά. Εν τούτοις το 60% της πίστωσης ενυπόθηκων δανείων χορηγείται από τα Χρηματοοικονομικά ιδρύματα η των οποίων βασική δραστηριότητα είναι η χορήγηση τέτοιων δανείων. Η μεγαλύτερη ομάδα μέσα στην εξειδικευμένη κατηγορία είναι τράπεζες υποθηκών, σημειώνοντας εδώ τα ειδικευμένα πιστωτικά ιδρύματα που χρηματοδοτούν το χαρτοφυλάκιο δανείων υποθηκών τους κυρίως μέσω της έκδοσης Στεγαστικών Ομολόγων. Οι τράπεζες υποθηκών υπερισχύουν στη Δανία και τη Σουηδία (με μερίδιο αγοράς 90% και 80% αντίστοιχα) και δραστηριοποιούνται επίσης στη Γερμανία, τη Γαλλία, την Αυστρία, τη Φινλανδία και τις Κάτω Χώρες.

Οι Στεγαστικές τράπεζες λειτουργούν στο Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιρλανδία. Ένας σημαντικός όγκος ενυπόθηκων δανείων χορηγείται επιπλέον από τα πιστωτικά ιδρύματα που, χωρίς να απαιτείται να περιορίσουν τις δραστηριότητές τους

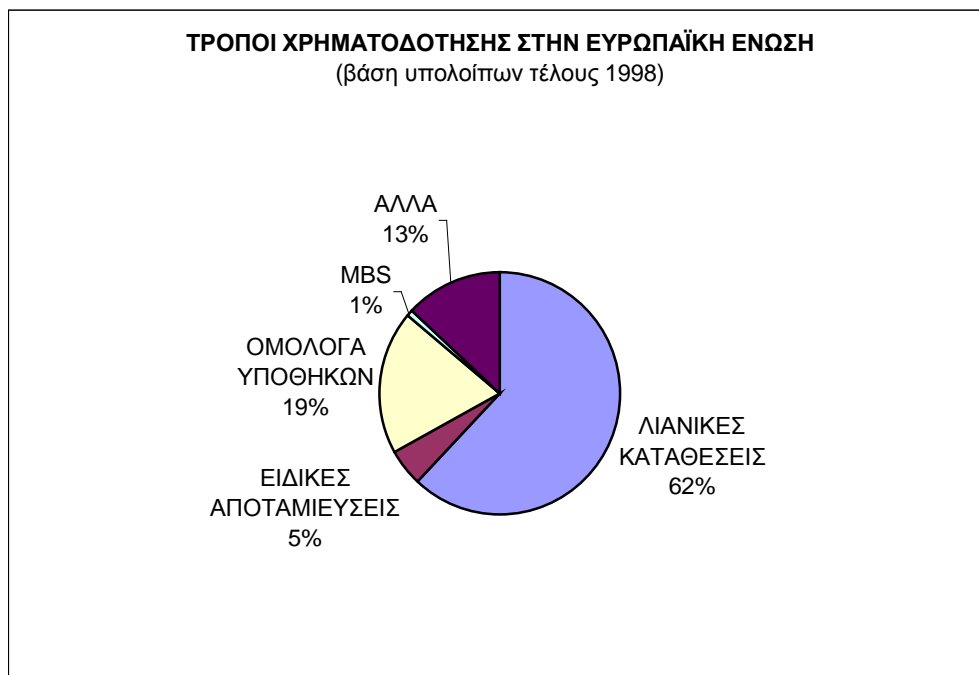
(και έτσι να εμφανίζονται κάτω από τον τίτλο «εμπορικές τράπεζες» στο **γράφημα 4** παραπάνω), έχουν διατηρήσει την βασική δραστηριότητά τους στη χρηματοδότηση της κατοικίας.

Για παράδειγμα η περίπτωση των "μικτών" τραπεζών υποθηκών στη Γερμανία. Τα Στεγαστικά Ταμειούτσια (Bausparkassen) στη Γερμανία κατέχουν το 10% της εθνικής αγοράς και της Αυστρίας το 5% της εθνικής αγοράς.

2. Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Για τον ενυπόθηκο δανεισμό στην Ευρώπη χρησιμοποιείται μια μεγάλη ποικιλία των μεθόδων για την χρηματοδότηση των χορηγουμένων δανείων. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται εξαρτάται σε γενικές γραμμές από τον τύπο του δανειστή και ποικίλλει αρκετά από χώρα σε χώρα. Η πιο κοινή πηγή για τα δάνεια υποθηκών στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι κεφάλαια που λαμβάνονται μέσω των λιανικών καταθέσεων με τη μία ή την άλλη μορφή (Προθεσμιακές καταθέσεις, καταθέσεις με προειδοποίηση ή overnights καταθέσεις).

Γράφημα 5



Πηγή: European Mortgage Federation και υπολογισμοί μελών της.

Η Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Υποθηκών (EMF) υπολογίζει ότι οι λιανικές καταθέσεις χρηματοδοτούν 62% του όγκου των ενυπόθηκων δανείων για κατοικία. Άλλα «γενικά» όργανα χρηματοδότησης θα περιλάβουν τα δάνεια από άλλο MFIs (π. χ. μητρική εταιρία) και τραπεζικά Ομόλογα. Τα ενυπόθηκα δάνεια στηρίζονται επίσης σε ίδιους πόρους (μετοχικό κεφάλαιο) του Πιστωτικού Ιδρύματος που χορηγεί και ασφαλιστρών (σε περίπτωση των ασφαλιστικών εταιριών). Η ειδική αποταμίευση αναφέρεται στις καταθέσεις που συλλέγονται μέσω του συστήματος Bausparkassen στη Γερμανία και την Αυστρία. Οι διάφορες μέθοδοι χρηματοδότησης εμφανίζονται στο **γράφημα 5**.

Η χρηματοδότηση των ενυποθήκων δανείων είναι χωρισμένη μεταξύ των λιανικών αγορών και των χονδρικών κεφαλαιαγορών. Ο όγκος της χρηματοδότησης υποθηκών είναι ακόμα μέσω των διάφορων τύπων καταθέσεων αποταμίευσης, αν και υπάρχει όλο και μεγαλύτερη προσφυγή στις κεφαλαιαγορές και ιδιαίτερα μέσω του Στεγαστικών ομολόγων. Τα mortgage-backed securities δεν αναπτύσσονται ευρέως ακόμα, αν και τα ιδρύματα σε πολλά κράτη μελών προσβλέπουν όλο και περισσότερο σε αυτό το νέο όργανο για να χρηματοδοτήσουν τα ενυπόθηκα δάνειά τους.

Η χρήση των καταθέσεων αποταμίευσης για τη χρηματοδότηση των ενυποθήκων δανείων είναι η πιο διαδεδομένη μέθοδος στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Για την Ελλάδα, οι καταθέσεις αποταμίευσης αποτελούν τη μόνη τεχνική που χρησιμοποιείται από τις τράπεζες για να χρηματοδοτήσει των δανείων. Κυρίαρχο επίσης ρόλο παίζουν οι αποταμιευτικές καταθέσεις στο Βέλγιο (50%), τη Νορβηγία (38%) και την Αυστρία (35%) όπου και αντιπροσωπεύουν τη μεγαλύτερη πηγή αναχρηματοδότησης των ενυπόθηκων δανείων. Η χρήση των καταθέσεων είναι περαιτέρω κυρίαρχη στη Γαλλία (76%), την Ιρλανδία (60%), την Ισπανία και τις Κάτω Χώρες

Στον παρακάτω **πίνακα 8** γίνεται μια επισκόπηση των πηγών χρηματοδότησης των ενυποθήκων δανείων στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

ΜΕΘΟΔΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΚΑΤΑ ΧΩΡΑ ΣΤΗΝ Ε Ε (1998)

	Υπόλοιπο ενυπόθηκων δανείων για κατοικία (τέλος 98 σε εκατ ευρώ)	Ίδια κεφάλαια	Ειδική χρηματοδότηση		Γενική χρηματοδότηση	
			Στεγαστικά Ομόλογα (Mortgage Bonds)	MBS	Καταθέσεις	Άλλα
Βέλγιο	56	Ναι	-	ελάχιστα	>50%	Ναι
Δανία (α)	122	-	100%	-	-	-
Γερμανία	1.013		Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Ελλάδα (α)	7	-	-	-	-	-
Ισπανία	123	5%	6%	3%	κυρίως	Ναι
Γαλλία	262	ελάχιστα	21%(β)	3%	76%	-
Ιρλανδία	21	6%	-	0,7%	60%	33%
Ιταλία	81	Ναι	-	Ναι	Ναι	Ναι
Ολλανδία	221	4-8%	7%	ελάχιστα	κυρίως	10%
Πορτογαλία	32	Ναι	Ναι	-	Ναι	-
Σουηδία(γ)	99	Ναι	70%	-	-	30%
Ηνωμένο Βασίλειο	647	-	-	Ναι	Ναι	Ναι
Νορβηγία	54	3%	1%	-	48%	48%

α) μόνο μέλη της EMF,

β) απ' αυτό το 4% εκδίδεται από τη CRH,

γ) αναφέρεται μόνο στα πιστωτικά ιδρύματα στεγαστικής πίστης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο

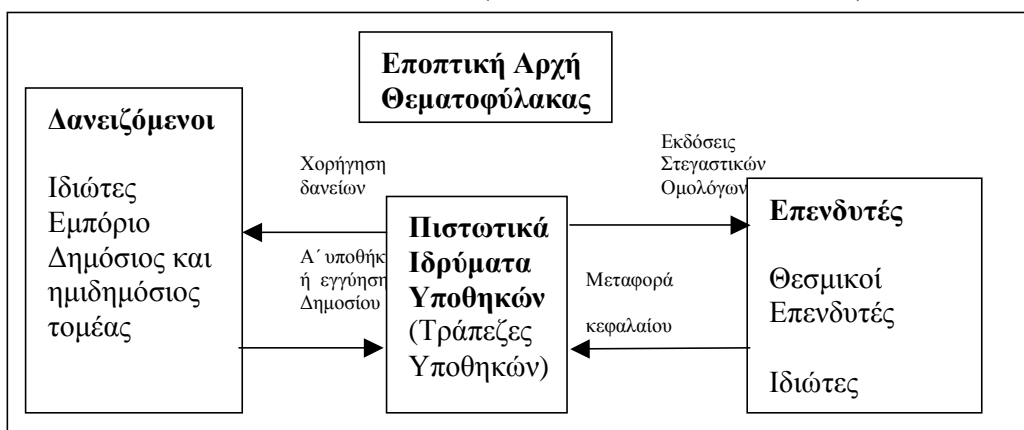
MORTGAGE BONDS (Στεγαστικά ομόλογα)

Ένα στεγαστικό ομόλογο (Mortgage bond) είναι ένας τίτλος που δίνει στον κάτοχο του μια αξίωση έναντι του εκδότη και που απολαμβάνει έναν βαθμό ειδικής ασφάλειας επειδή υποστηρίζεται από τα ενυπόθηκα δάνεια. Αυτή η πρόσθετη ασφάλεια μειώνει σημαντικά τον κίνδυνο για το ομολογιούχο και επομένως δεν θα απαιτήσει μια υψηλότερη απόδοση σε σχέση με ένα απλό ομόλογο που δεν υποστηρίζεται από ενυπόθηκα δάνεια. Η έκδοση των mortgage bonds επιτρέπει στους δανειστές να αντλούν κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά με ένα μειωμένο κόστος χρησιμοποιώντας έτσι μια συμφέρουσα οικονομικά μέθοδο χρηματοδότησης ενός ενυπόθηκου δανείου. Τα στεγαστικά ομόλογα είναι ουσιαστικά εξασφαλισμένοι τίτλοι χρέους που εκδίδονται από τα πιστωτικά ιδρύματα υποθηκών και άλλα πιστωτικά ιδρύματα και που υποστηρίζονται από ορισμένους τύπους απαιτήσεων, συνήθως ενυπόθηκα δάνεια για κατοικίες και μη, τα οποία παραμένουν στον ισολογισμό του εκδότη.

Τα Στεγαστικά Ομόλογα (Mortgage bonds) είναι ένα χαρακτηριστικό μακροχρόνιο προϊόν σταθερού εισοδήματος. Η αγορά Mortgage bonds είναι μια σημαντική πηγή κεφαλαίων για τα πιστωτικά ιδρύματα που χορηγούν ενυπόθηκα δάνεια. Βρίσκοντας το μακροπρόθεσμο αυτό κεφάλαιο καλύπτει στην πραγματικότητα ένα ουσιαστικό συστατικό της δανειοδότησης υποθηκών με σταθερό επιτόκιο λαμβάνοντας υπόψη τη μακροπρόθεσμη φύση του.

Στο **γράφημα 6** επεξηγεται πώς τα mortgage bonds συνδέονται με την χρηματοδότηση της κατοικίας.

Γράφημα 6
MORTGAGE BONDS (ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ)



1. Τα Mortgage Bonds στην ευρωπαϊκή αγορά

Η έκδοση στεγαστικών ομολόγων είναι ο δεύτερος πλέον σημαντικός τύπος χρηματοδότησης μετά τη μέθοδο των λιανικών καταθέσεων. Το ύψος του χρέους σε στεγαστικά ομόλογα στην Ευρωπαϊκή Ένωση έφτανε το τέλος του 1999 σε 530 δις. ευρώ και σε 1.477 δις ευρώ το τέλος του 2000. Από την άποψη του μεγέθους, αυτή η μορφή χρηματοδότησης αντιπροσωπεύει τη μεγαλύτερη κατηγορία τίτλων στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές μετά από τις κυβερνητικές εκδόσεις.

Το ύψος των στεγαστικών ομολόγων αντιπροσώπευε το 19% των υπολοίπων σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια στο τέλος του 1998. Στο τέλος του 1999 τρεις χώρες κατέχουν το 88% του συνόλου της αγοράς στεγαστικών ομολόγων . Της Γερμανίας το «Hypotheken Pfandbriefe» προηγείται με 44,4%, ακολουθεί η Δανία με 28,8% και τη Σουηδία με 15,2%.

Η γερμανική αγορά «Hypotheken Pfandbriefe» υπολογίζεται σε 236 δισεκατομμύρια ευρώ (1999) και κυριαρχεί στην ευρωπαϊκή αγορά τίτλων σταθερής απόδοσης. Στη Δανία, ο ενυπόθηκος δανεισμός από τις τράπεζες υποθηκών είναι σχεδόν πλήρως χρηματοδοτούμενος μέσω των στεγαστικών ομολόγων. Για τη Σουηδία, τα στεγαστικά ομόλογα αντιπροσωπεύουν το 70% της συνολικής χρηματοδότησης.

Το υπόλοιπο 12% της αγοράς των στεγαστικών ομολόγων στην Ευρώπη μοιράζεται μεταξύ οκτώ χωρών. Τα στεγαστικά ομόλογα χρησιμοποιούνται ενεργά στην Αυστρία και αποτελούν τη δεύτερη κατά σειρά πηγή χρηματοδότησης στη Γαλλία και την Ισπανία (αν και αντιπροσωπεύουν μόνο 21% και 6% αντίστοιχα της συνολικής χρηματοδότησης υποθηκών πολύ πίσω από τις καταθέσεις). Στις Κάτω Χώρες και τη Νορβηγία εκδίδονται στεγαστικά ομόλογα αλλά χρηματοδοτούν ένα σχετικά μικρό τμήμα του δανεισμού (7% και 1% αντίστοιχα). Τα σχετικά μεγέθη των αγορών των στεγαστικών ομολόγων στην Ευρώπη είναι εντούτοις είναι πιθανόν να αλλάξουν στο άμεσο μέλλον δεδομένου ότι διάφορες χώρες έχουν πάρει μέτρα για να προωθήσουν αυτό το όργανο χρηματοδότησης, που εμπνέεται κατά ένα μεγάλο μέρος από την επιτυχία του Pfandbrief στη Γερμανία. Το ισπανικό «cedula hipotecaria» εισήχθη το 1981 από το νόμο που αφορούσε στην αγορά ενυποθήκων δανείων αλλά άρχισε να αυξάνεται μόλις πρόσφατα.

Ο **πίνακας 9** δίνει μια ένδειξη της σημασίας των στεγαστικών ομολόγων ως μηχανισμός χρηματοδότησης για τους ευρωπαϊκούς δανειστές και τις κεφαλαιαγορές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9
Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ
(υπόλοιπα τέλους 1999 σε εκατ. ευρώ)

ΧΩΡΑ	ΥΠΟΛΟΙΠΟ	% ΕΠΙ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ
DK	153.118	28.8%
De (4)	235.797	44.4%
ES (3)	7.771	1.5%
FR	35.216	6.6%
LU (3)	37	0.0%
NL	1.171	0.2%
AT (4)	4.959	0.9%
PT (3)	100	0.0%
FI (3)	1.163	0.2%
SE (2)	80.694	15.2%
NO	10.894	2.1%
Σύνολο	530. 883	100.00%

- 1) ο όρος «mortgage bonds» χρησιμοποιείται εδώ για να αναφερθεί στο «Pfandbriefe» της Γερμανίας και τέτοιου τύπου εκδόσεις έχουμε από τα κράτη μέλη της ΕΕ όπως π.χ. «obligation foncieres» στη Γαλλία, τα «cedulas hipotecarias» στην Ισπανία και άλλα.
- 2) Αναφέρεται στα ομόλογα υποθηκών που εκδίδονται στις εγχώριες και ξένες αγορές.
- 3) Ποσά στα τέλη του 1998
- 4) Αποκλειστικά offentliche Pfandbriefe

Πηγή: Ευρωπαϊκή ομοσπονδία υποθηκών και εθνικές πηγές.

2. Θεσμικό πλαίσιο

Σε διάφορα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ειδικότερα στη Γερμανία και την Αυστρία, τα στεγαστικά ομόλογα έχουν τέτοια ασφάλεια που συγκρίνονται με τα δάνεια του δημοσίου («offentlicher Pfandbriefe»). Τα στεγαστικά ομόλογα εκδόθηκαν αρχικά κατά τη διάρκεια του 18^{ου} αιώνα. Παρά τη μακρά ευρωπαϊκή παράδοσή τους δεν υπάρχει σήμερα κανένας κοινός προσδιορισμός. Τα σχέδια για μια Οδηγία που θα καθορίζει την έκδοση των τίτλων που είναι εγγυημένοι με υποθήκες σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης εγκαταλείφθηκαν από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 1985. Ακολούθησε η δημοσίευση του White Paper για την εσωτερική αγορά όπου τέθηκε η αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης ως εναλλακτική λύση στην

εναρμόνιση. Εντούτοις ο ειδικός χαρακτήρας των στεγαστικών ομολόγων διατηρήθηκε όπως αναφέρεται στην Οδηγία του 1988 (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities – UCITS). Το άρθρο 22, παράγραφος 4 της Οδηγίας αυτής αναγνωρίζει ότι οι διαφορετικοί τύποι ομολόγων υποθηκών θα πρέπει να έχουν τα εξής κοινά χαρακτηριστικά:

- 1) να εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα
- 2) να υπάγονται στην εποπτεία των δημοσίων αρχών
- 3) να υπάρχει ικανοποιητική κάλυψη των απαιτήσεων που παράγονται από τα ομόλογα
- 4) να έχουν προνομιακή αντιμετώπιση οι ομολογιούχοι σε περίπτωση χρεοκοπίας του εκδότη.

Τα στεγαστικά ομόλογα που εκπληρώνουν αυτά τα κοινά χαρακτηριστικά πρέπει να γνωστοποιούνται από τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (άρθρο 20). Αυτό έχει γίνει από τη Γερμανία, τη Δανία, την Αυστρία, τη Γαλλία, την Ισπανία και το Λουξεμβούργο. Το ίδιο εφαρμόζεται και στα ιταλικά στεγαστικά ομόλογα, (το ιταλικό στεγαστικό ομόλογο, «fondiaria obbligazione», αποβλήθηκε τον Σεπτέμβριο του 1993, χωρίς την αντικατάσταση από οποιοδήποτε άλλο συγκεκριμένο όργανο χρηματοδότησης των ενυπόθηκων δανείων).

Τα στεγαστικά ομόλογα που εκδίδονται στην Πορτογαλία, τις Κάτω Χώρες, τη Σουηδία και τη Νορβηγία δεν ακολουθούν αυτά τα κοινά χαρακτηριστικά. Νοικό πλαίσιο για τα στεγαστικά ομόλογα υπάρχουν στη Γερμανία, τη Δανία, την Αυστρία, τη Γαλλία, την Ισπανία, το Λουξεμβούργο τη Φινλανδία την Ιρλανδία και το Βέλγιο. Στην Ελλάδα, στεγαστικά ομόλογα εκδόθηκαν μόλις το 1989 από την Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας που έληξαν τον Φεβρουάριο του 1997. Στο Ηνωμένο Βασίλειο δεν υπάρχουν στεγαστικά ομόλογα.

3. Ποιοι εκδίδουν τα Mortgage Bonds

Τα Στεγαστικά Ομόλογα εκδίδονται γενικά από τις ειδικές στεγαστικές τράπεζες ρυθμιζόμενα από το νόμο. Είναι χρηματοοικονομικοί τίτλοι που έχουν ως επιβλητική εγγύηση αντίστοιχη δέσμη ενυπόθηκων δανείων και αντιπροσωπεύουν τις εγγυημένες αξιώσεις έναντι ιδιαίτερα ασφαλών πιστώσεων που παρέχουν τα πιστωτικά ιδρύματα. Επιπλέον υπάρχουν όρια στη σχέση LTV (loan-to-value) των

δανείων που συμπεριλαμβάνονται στις «ομάδες» (pools) και σε μερικές περιπτώσεις επίσης οι τεχνικές αξιολόγησης καθορίζονται αυστηρά.

Στη Γερμανία, παραδείγματος χάριν, τα στεγαστικά ομόλογα περιλαμβάνουν δομές ασφαλείς για τον επενδυτή όπως:

- Κάλυψη του κεφαλαίου (δηλαδή το σύνολο των ομολόγων σε κυκλοφορία πρέπει να καλύπτεται στην ονομαστική τους αξία πάντα από ενυπόθηκα δάνεια ίδιας αξίας και του ίδιου επιτοκίου)
- Προνομιακή κατάταξη σειρά σε περίπτωση πτώχευσης
- Μια διορισμένη εποπτική αρχή που πρέπει να εξασφαλίσει ότι η νομική κάλυψη διατηρείται πάντα
- Ο τίτλος «Hypothekenpfandbrief» είναι εγγυημένος, έτσι αποτρέπει άλλα πιστωτικά ιδρύματα που προσφέρουν λιγότερο ασφαλείς τύπους ομολόγων με την επωνυμία του ίδιου ονόματος.

Ο ειδικός χαρακτήρας των Mortgage Bonds καλύπτεται από το ευρωπαϊκό δίκαιο μέσω της οδηγίας UCITS του 1988, η οποία επιτρέπει τα στεγαστικά ομόλογα για να προσφέρουν κέρδη από τις αυξανόμενες επενδυτικές ευκαιρίες και πλεονεκτήματα στη στάθμιση του δείκτη φερεγγυότητας. Η οδηγία UCITS αναγνωρίζει ότι οι διαφορετικοί τύποι στεγαστικών ομολόγων πρέπει να έχουν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά

- Τα στεγαστικά ομόλογα πρέπει να εκδίδονται στη βάση των νομικών διατάξεων της προστασίας των κατόχων των ομολόγων αυτών
- πρέπει να υπάγονται στην ειδική επίβλεψη των δημοσίων αρχών
- Τα ποσά που εισπράττονται από την έκδοση των ομολόγων πρέπει σύμφωνα με τις νομικές διατάξεις, να τοποθετηθούν σε περιουσιακά στοιχεία που παρέχουν ικανοποιητική κάλυψη για τις υποχρεώσεις που παράγονται από πώληση των ομολόγων για όλη τους τη διάρκεια και,
- σε περίπτωση πτώχευσης του εκδότη, κατά προτεραιότητα εξοφλείται το οφειλόμενο κεφάλαιο και τόκοι των ομολόγων.

Η εκπλήρωση αυτών των κοινών χαρακτηριστικών και της ανακοίνωσης στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (European Commission) παρατηρούνται στη Γερμανία, Δανία, Αυστρία, Γαλλία, Ισπανία, Ιταλία και το Λουξεμβούργο.

4. Τα Mortgage Bonds ως πηγή χρηματοδότησης των στεγαστικών δανείων

Η έκδοση των στεγαστικών ομολόγων στην αγορά κεφαλαίου είναι μια σημαντική και εξειδικευμένη μέθοδος για τη χρηματοδότηση των ενυποθήκων στεγαστικών δανείων. Στη Δανία, τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια χρηματοδοτούνται πλήρως μέσω των στεγαστικών ομολόγων. Στη Σουηδία, το 70% των πιστώσεων για ενυπόθηκα δάνεια καλύπτεται από τα στεγαστικά ομόλογα. Το σύστημα είναι επακριβώς προσδιορισμένο στη Γερμανία και την Αυστρία. Η γερμανική αγορά «Hypotheken-Pfandbrief», που ανέρχεται σε 232 δις ευρώ (υπόλοιπο στα μέσα του 1999), είναι η μεγαλύτερη αγορά ομολόγων σταθερού εισοδήματος στην Ευρώπη.

Τα στεγαστικά ομόλογα αποτελούν τη δεύτερη πηγή χρηματοδότησης στη Γαλλία και την Ισπανία, αλλά αντιπροσωπεύουν μόνο 17% και 6% αντίστοιχα της συνολικής χρηματοδότησης στεγαστικών δανείων πολύ πίσω από τις καταθέσεις. Στην Ολλανδία και τη Νορβηγία εκδίδονται τέτοια ομόλογα αλλά χρηματοδοτούν ένα σχετικά μικρό μέρος των δανείων (7% και 1% αντίστοιχα).

Τα στεγαστικά ομόλογα είναι η σημαντικότερη πηγή χρηματοδότησης των στεγαστικών τραπεζών. Οι συμπληρωματικές τεχνικές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται από αυτά τα ειδικευμένα πιστωτικά ιδρύματα περιλαμβάνουν τα τραπεζικά ομόλογα, τα δάνεια από άλλα ιδρύματα και τις καταθέσεις. Στη Σουηδία, τα στεγαστικά ομόλογα εκδίδονται από στεγαστικές τράπεζες. Στην Αυστρία και την Πορτογαλία, εκδίδονται από τις εμπορικές/universal τράπεζες και τα Ταμειυτήρια. Στην Ισπανία, μπορούν να εκδοθούν από τις εμπορικές τράπεζες, τα Ταμειυτήρια, τους πιστωτικούς συνεταιρισμούς και τα εξειδικευμένα χρηματοοικονομικά ιδρύματα (όλα τα πιστωτικά ιδρύματα), με τους δυο πρώτους τύπους ιδρυμάτων να έχουν πραγματοποιήσει την περισσότερη εκδοτική δραστηριότητα μέχρι σήμερα.

Στον **πίνακα 10** γίνεται σύγκριση των χαρακτηριστικών των στεγαστικών ομολόγων σε ένα αριθμό κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10

Σύγκριση μεταξύ των στεγαστικών ομολόγων στην Ευρώπη

	Γερμανία	Γαλλία	Ισπανία	Λουξεμβούργο	Δανία
Όνομα οργάνου χρέους	Öffentliche Pfandbriefe Hypothekendarlehen	Obligation Foncières	Cedulas Hipotecarias	Lettres de Gage	New Realkreditobligationer (δηλ χωρίς τα κεφαλαιακά κέντρα)
Εκδότης χρέους	ιδιωτικές τράπεζες και Landesbanken	Ένα νέο πιστωτικό ίδρυμα «Societes de Credit Foncier» (SCF)	Ειδικό δανειστής υποθηκών ταμειυτήρια και κοινοπραξία πιστωτών	Στεγαστικές τράπεζες (Banques d'emission de Lettres de gage)	Νέα πιστωτικά ιδρύματα
Κατανομή απαιτήσεων	Οι απαιτήσεις κάλυψης παραμένουν στο SCF αλλά παραμένοντας υποστηρίζουν τις ειδικότερες ομάδες απαιτήσεων	Οι επίλεξιμες απαιτήσεις μεταφέρονται στον Ενοσημότοκο από τη μητρική	Οι απαιτήσεις κάλυψης παραμένουν στον ισολογισμό αλλά παραμένοντας υποστηρίζουν τις ειδικότερες ομάδες απαιτήσεων	Οι απαιτήσεις κάλυψης παραμένουν στον ισολογισμό αλλά παραμένοντας υποστηρίζουν τις ειδικότερες ομάδες απαιτήσεων	Οι απαιτήσεις κάλυψης παραμένουν στον ισολογισμό

	Γερμανία	Γαλλία	Ισπανία	Λουξεμβούργο	Δανία
Επιτρεπόμενες επιχειρηματικές δραστηριότητες/επιλέξιμες απαιτήσεις	Κυρίως δημόσιος τομέας και ενυπόθηκος δανεισμός για κατοικία και καταστήματα κυρίως στη Γερμανία μερικές «βοηθητικές» δραστηριότητες	Μόνο δημόσιος τομέας των ενυπόθηκα δάνεια για κατοικία και εμπόριο και εγγυημένα δάνεια που χορηγήθηκαν μέσα στο ΕΕΑ καθώς επίσης και μερίδια των γαλλικών αμοιβαίων κεφαλαίων	Κανένας περιορισμός	Κυρίως δημόσιος τομέας και ενυπόθηκα δάνεια για κατοικία και εμπόριο και εγγυημένα δάνεια που χορηγήθηκαν εντός του ΟΟΣΑ μερικές «δευτερεύουσες» δραστηριότητες	Όλοι οι τύποι ενυπόθηκου δανεισμού μερικές «βοηθητικές» δραστηριότητες
ως ποσοστό των επιλέξιμων απαιτήσεων	Μέχρι το 10%	μέχρι το 20% (μέχρι 30% με την ειδική έγκριση από την εποπτική αρχή)	Μη εφαρμόσιμος δεδομένου ότι δεν υπάρχει κανένας περιορισμός απαιτήσεων	Μέχρι το 20%	Αντικατάσταση απαιτήσεων δεν επιτρέπεται
Ξένες απαιτήσεις	Μέχρι το 10% της υποθήκης μια άλλη χώρα της ΕΕ ή ενός συμβαλλόμενου κράτους της ευρωζώνης ή στην Ελβετία. Τα δάνεια για ακίνητα σε άλλες χώρες του ΟΟΣΑ στην Ευρώπη δεν πρέπει να υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαια της τράπεζας	Από κάθε χώρα της ευρωζώνης. Σε αντίθεση με τον γερμανικό νόμο που απαγορεύει τον δανεισμό σε χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης	Προς το παρόν δεν έχει προβλεφθεί	Από κάθε χώρα του ΟΟΣΑ	Κανένας περιορισμός
Οι μέγιστο όριο του λόγου δόση/εμπορική αξία ακινήτου (loan-to-value)	60% αλλά μπορεί να φτάσει σε 80% και 93% για τα δάνεια προγραμματίων στέγασης	60% LTV για εμπορικά ακίνητα 60%-80% LTV για κατοικία (μέχρι 80% υπό τον όρο ότι τμήμα του δανείου > 60% χρηματοδοτείται από μη προνομιακό χρέος)	70% LTV για τα ενυπόθηκα δάνεια 80% LTV για ενυπόθηκα δάνεια κατοικίας	60% της «εκτιμώμενης εμπορικής αξίας» της ιδιοκτησίας που υποθηκεύεται	80% LTV ενυπόθηκα δάνεια για κατοικία 60% LTV για βιομηχανικά και εμπορικά ακίνητα 70% LTV για τα ενυπόθηκα εγχευτικά
Ειδική εποπτεία	Ο επίτροπος και ένας ανεξάρτητος θεματοφύλακας	Ο επίτροπος η Επιτροπή Bancaire και ένας ειδικός θεματοφύλακας	Ο επίτοπος η τράπεζα της Ισπανίας	Ο επίτοπος η Κεντρική τράπεζα του Λουξεμβούργου και ένας ειδικός θεματοφύλακας	Ο επίτοπος Finanslsynet
Προστασία έναντι της αναντιστοιχίας	Μερική αντιστοίχιση τόκου και διάρκειας απαιτούμενου βάσει της τραπεζικής πρακτικής για τις υποθήκες Δεδομένου ότι αυτό εφαρμόζεται στο Pfandbriefe και στις αντίστοιχες ομάδες περιουσιακών στοιχείων, οι τράπεζες υποθηκών δεν αυτοπεριορίζονται από στο να κάνουν κακό συνδυασμό.	Μη υποχρεωτικός αν και ο νόμος απαιτεί ο ειδικός επίτοπος να ενημερώνει και τη Διοίκηση του SCF και την Επιτροπή Bancaire του εάν ένα σε ένα SCF εμφανιστεί κίνδυνος πολύ κακού συνδυασμού	Όχι πολύ ακριβής	Ταίριασμα τόκου και διάρκειας απαιτείται από το νόμο	Πολύ ακριβής. Η αποκαλούμενη «αρχή ισορροπίας» περιορίζει το ποσοστό τόκου συνδυάζοντάς το όχι περισσότερο του 1%. Το ταίριασμα της διάρκειας απαιτείται. Οι οφειλέτες πρέπει να αντισταθμίσουν την απόδοση των ομολογιούχων σε περίπτωση πρόορης εξόφλησης των υποχρεώσεών τους
Κίνδυνος που προέρχεται από την πρόορη εξόφληση των υποκαείμενων δανείων	Όχι	Ναι	Ναι	Ναι	Όχι
Υπάρχει πιθανότητα πτώχευσης τονκεδοτών;	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι
Υπάρχει πιθανότητα πτώχευσης από τη μητρική;	Ναι	Ναι	Όχι	Όχι	Ναι
Η υποχρεωτική (ελάχιστη) υπερεγγυοδοσία	Ο νόμος απαιτεί το ποσό απαιτήσεων να είναι κάθε στιγμή υψηλότερο από την ονομαστική αξία των συνολικών υποχρεώσεων	Ο νόμος απαιτεί το ποσό απαιτήσεων να είναι κάθε στιγμή υψηλότερο από την ονομαστική αξία των συνολικών υποχρεώσεων	10%	Ο νόμος απαιτεί το ποσό απαιτήσεων να είναι κάθε στιγμή υψηλότερο από την ονομαστική αξία των συνολικών υποχρεώσεων	8% του σταθμισμένου κινδύνου του ενεργητικού
Η υπερεγγυοδοσία χάνεται στην περίπτωση πτώχευσης;	Ναι, λόγω σύμπτωσης	Ναι, λόγω σύμπτωσης	Όχι	Ναι, λόγω σύμπτωσης	Όχι
Σε περίπτωση αφερεγγυότητας η πρότη αξίωση είναι	Σε όλες τις υποθήκες που καθορίζονται για τις ομοειδείς απαιτήσεις	Όλες οι απαιτήσεις του SCF	Όλες οι υποθήκες υπέρ του εκδότη	Σε όλες τις υποθήκες που καθορίζονται για τις ομοειδείς απαιτήσεις	Όλες οι υποθήκες συν το 8% της υπερεγγυοδοσίας έναντι των μη επιλεγμένων απαιτήσεων
Οι εξωτερικοί μηχανισμοί υποστήριξης (εάν υπάρχουν)	Σε περίπτωση ανεπαρκών εισπράξεων από τις ομάδες απαιτήσεων για να καλύψουν τις αξιώσεις τους, οι επενδυτές στο Pfandbriefe κατατάσσονται όμοια με τους κατά προτεραιότητα κάλυψη κατόχων χρέους. Επιπλέον, η μητρική τράπεζα μπορεί να επεκτείνει μερικώς με άλλη μορφή την υποστήριξή της.	Καμία επίσημη εγγορευτική προσφυγή στις απαιτήσεις του SCF αλλά αναμένουμε ότι η Επιτροπή Bancaire θα ασκούσε κάποια πίεση στους μετόχους για να καλύψουν το SCF	Σε περίπτωση ανεπαρκών εισπράξεων από τις ομάδες απαιτήσεων για να καλύψουν τις αξιώσεις τους, οι επενδυτές στο ceduleas κατατάσσονται όμοια με τους κατά προτεραιότητα κάλυψη κατόχων χρέους	Σε περίπτωση ανεπαρκών εισπράξεων από τις ομάδες απαιτήσεων για να καλύψουν τις αξιώσεις τους, οι επενδυτές σε lettres de gage κατατάσσονται όμοια με τους κατά προτεραιότητα κάλυψη κατόχων χρέους. Επιπλέον, η μητρική τράπεζα μπορεί να επεκτείνει μερικώς με άλλη μορφή την υποστήριξή της.	Σε περίπτωση ανεπαρκών εισπράξεων από τις ομάδες απαιτήσεων για να καλύψουν τις αξιώσεις τους, οι ομολογιούχοι υποθηκών κατατάσσονται μπροστά από τους κατά προτεραιότητα κάλυψη κατόχων χρέους. Επιπλέον, η μητρική τράπεζα μπορεί να επεκτείνει μερικώς με άλλη μορφή την υποστήριξή της (π.χ. εγγύηση από το «καλύτερο τμήμα» των ενυπόθηκων δανείων - σύμφωνα με τον τύπο οφειλετών)

Πηγή: Moody's

Σημείωση: Η Moody's καθορίζει έναν εξασφαλισμένο στεγαστικό ομόλογο τέτοιο ώστε να είναι ένα πλήρως εγγυημένο εργαλείο δανεισμού, που εξασφαλίζεται από μια ομάδα συγκεκριμένα-προσδιορισμένων, επιλεγμένων ενυπόθηκων δανείων έναντι

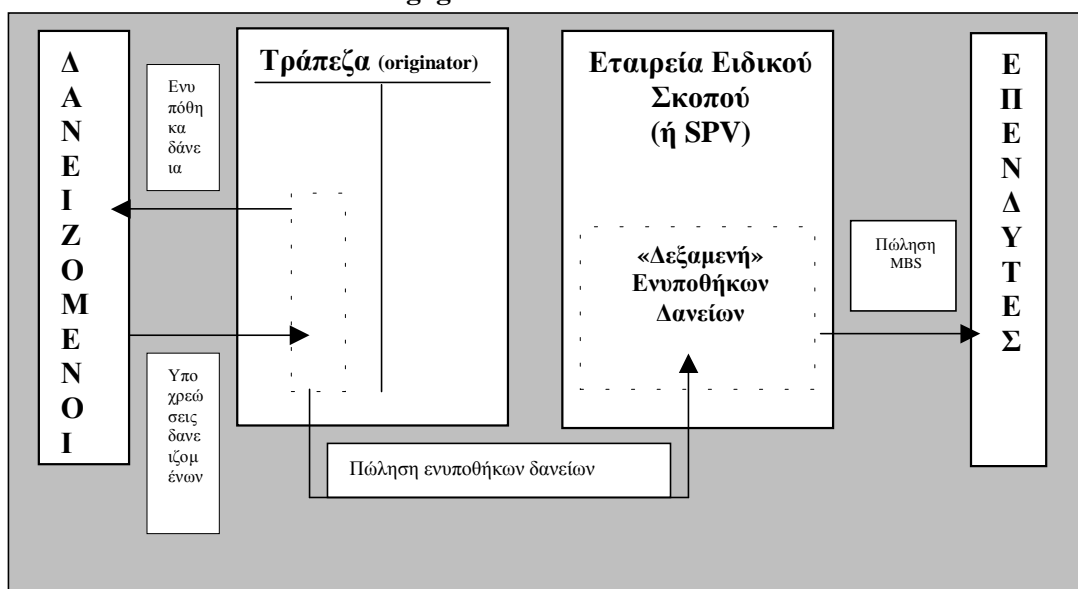
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6ο

MORTGAGE BACKED SECURITIES (MBS)

Η διαδικασία παραγωγής ενός νέου ενυπόθηκου δανείου ακολουθεί τρεις φάσεις: δημιουργία του δανείου, ομαδοποίηση ή κτίσιμο των δανείων και η χρηματοδότηση των δανείων. Η τιτλοποίηση εντούτοις, «ξετυλίγει» αυτήν την διαδικασία. Το πιστωτικό ίδρυμα δημιουργεί μια νομική οντότητα που είναι γνωστή ως εταιρία ειδικού σκοπού (SPV) και πωλεί τα ενυπόθηκα δάνεια που έχει δημιουργήσει («εισπρακτέα») στο SPV. Ο σκοπός του SPV είναι η απομόνωση των εισπρακτέων και των συνδεμένων ροών μετρητών από το δημιουργό και να εκτελεστούν ορισμένες άλλες πολύ σχετικές διαδικασίες (όπως το αναδιάρθρωση των χρηματοροών και της πιστωτικής επέκτασης). Το SPV εκδίδει τους τίτλους που πωλούνται στους επενδυτές. (Εάν το Ίδρυμα δημιουργός συνεχίζει να συμμετέχει, είναι συνήθως ως «υπηρεσία», δηλ. συλλέκτης των πληρωμών του κεφαλαίου και του τόκου καθώς και επεξεργαστής άλλων σχετικών λειτουργιών back-office) Αυτή η διαδικασία εμφανίζεται στο **γράφημα 7**.

Γράφημα 7

Mortgage Basket Securities



Στην περίπτωση των Mortgage Bonds, το Πιστωτικό Ίδρυμα (originator) κρατά τις απαιτήσεις του στον ισολογισμό του και διατηρεί την τελική ευθύνη για τον πιστωτικό κίνδυνο του ομολόγου. Τα στεγαστικά δάνεια και τα ομόλογα παραμένουν στον ισολογισμό του πιστωτικού ιδρύματος που δημιούργησε τα δάνεια. Η χρήση των MBS, αντιθέτως, περιλαμβάνει την πώληση των ενυποθήκων δανείων και της πλήρους αφαίρεσής τους από τον ισολογισμό. (σε μερικές περιπτώσεις, οι απαιτήσεις που υποστηρίζουν τους τίτλους δεν εμφανίζονται ποτέ στον ισολογισμό του δημιουργού - τράπεζας.) Το Πιστωτικό Ίδρυμα διατηρεί κάποιο υπερβάλλοντα τόκο από τα δάνεια πάνω από το συνολικό του κόστος συμπεριλαμβανομένου του κόστους της τιτλοποίησης υπό μορφή προμήθειας εξυπηρέτησης ή άλλης μορφής εισοδήματος, απομακρύνει τα δάνεια και όποια συνδεμένη κεφαλαιακή επάρκεια ή κινδύνου από τον ισολογισμό.

Κατά συνέπεια, η έκδοση των mortgage-backed securities (MBS) είναι μια από τις δύο μεθόδους για να χρηματοδοτήσει τα δάνεια υποθηκών μέσω της κεφαλαιαγοράς. Τα MBS εντούτοις έχουν αναπτυχθεί σε πολύ μικρό βαθμό στην Ευρώπη απ' ό,τι στις Ηνωμένες Πολιτείες. Το ανεξόφλητο υπόλοιπο των MBS στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τη Νορβηγία υπολογίζεται σε 16 δις. ευρώ που αντιπροσωπεύει λιγότερο από 1% του συνόλου των ενυποθήκων δανείων για κατοικία (τέλος 1998). Σε διάφορες ευρωπαϊκές χώρες, εντούτοις, ειδικότερα στο Ηνωμένο Βασίλειο (δεύτερη μεγαλύτερη αγορά σε ενυπόθηκο δανεισμό για κατοικίες μετά από τη Γερμανία) και την Ιρλανδία και λιγότερο την Ισπανία και Γαλλία, υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι η χρησιμοποίηση της εκτός ισολογισμού τιτλοποίησης για την χρηματοδότηση του χαρτοφυλακίου των δανείων τους είναι δημοφιλέστερη.

1. Αξιολόγηση ενός MBS

Η απόφαση του επενδυτή εάν θα αγοράσει τον τίτλο είναι χωριστή από την πιστωτική κατάσταση του ιδρύματος που έχει την αρχική απαίτηση. Η απόφαση εξαρτάται από την αξιολόγηση του επενδυτή ως προς τη δυναμικότητα των υποβαλλόμενων απαιτήσεων που «γεννούν» τις χρηματορροές και χρειάζονται για να καλυφθούν οι συμβατικές πληρωμές του κουπονιού και το βαθμό προστασίας που ενσωματώνεται στη δομή του ίδιου του τίτλου. Η εκτίμηση του MBS επομένως θα εξαρτηθεί από την ποιότητα των υποβαλλόμενων απαιτήσεων σε ενυπόθηκα δάνεια, η δύναμη της δομής τιτλοποίησης που είναι οργάνωση (που λαμβάνει υπόψη τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα όπως η πιστωτικά επέκταση, η υπερεγγύηση και η δομή

του κεφαλαίου) εκτός από άλλες νομικές εκτιμήσεις. Το κεφάλαιο πληρώνεται συνήθως σε μηνιαία βάση. Οι απαιτήσεις ομαδοποιούνται κανονικά μαζί σε μεγάλα ομοιογενή σύνολα (pools), για τις οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν ιστορικά στοιχεία για να υπολογίσουν οι πιθανότητες αθέτησης. Τα μεμονωμένα συστατικά του προς τιτλοποίηση συνόλου ενυποθήκων δανείων, δεν μπορούν συνήθως να υποκατασταθούν.

2. Η ανάπτυξη των MBSs

Αρχικά, η τιτλοποίηση αναπτύχθηκε για να βοηθήσει την χρηματοδότηση των ενυποθήκων δανείων στις ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '70 όπου τα MBS έγιναν τα κύρια όργανα στις κεφαλαιαγορές. Πολλοί περίμεναν αυτή την τεχνική για να εξαπλωθεί σε πολλές άλλες χώρες.

Αυτό είναι ως ένα βαθμό είναι αλήθεια για το Ηνωμένο Βασίλειο, το οποίο είναι η μεγαλύτερη αγορά MBS στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, οι νέες εκδόσεις MBS το 1999 έφτασαν συνολικά τα 8,2 δις ευρώ που αντιπροσωπεύει το 4,5% του ακαθάριστου δανεισμού σε ενυπόθηκα δάνεια την ίδια περίοδο. Τα MBS γίνονται δημοφιλέστερα ως μια μέθοδος μετακίνησης των απαιτήσεων από τον ισολογισμό μειώνοντας έτσι το ποσό του διατηρούμενου κεφαλαίου. Δεδομένου ότι η αγορά ενυποθήκων δανείων γίνεται πολύ ανταγωνιστική στο Ηνωμένο Βασίλειο η χρήση των MBS είναι πιθανό να γίνει πιο κοινή.

Αλλού στην Ευρώπη, η τιτλοποίηση των ενυποθήκων δανείων είναι σχετικά ενεργή στην Ισπανία (3,2% του ενυπόθηκου δανεισμού τον Μάρτιο του 1999) και τη Γαλλία. Άλλες χώρες που εκδίδουν MBS είναι η Ολλανδία, το Βέλγιο και η Γερμανία αλλά η δραστηριότητα παραμένει περιορισμένη. Τα MBS δεν έχουν εκδοθεί στην Ελλάδα, Αυστρία και στις τέσσερις Σκανδιναβικές χώρες.

3. Ποιοι δημιουργούν τα MBSs

Τα MBSs γενικώς δημιουργούνται από τις εμπορικές/universal τράπεζες. Στην Ιρλανδία και το UK μπορούν να δημιουργηθούν από την στεγαστικές τράπεζες. Στην Ισπανία, τα MBS δημιουργήθηκε πρώτιστα από τα «Εξειδικευμένα Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα» (EFC). Αυτή η κατάσταση σήμερα έχει αλλάξει. Οι εμπορικές/ universal τράπεζες και τα Ταμειυτήρια τιτλοποιούν μεγάλα ποσά το 1999 .

Ενώ η τιτλοποίηση των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων χρησιμοποιείται τακτικά σε διάφορες χώρες, έχει παραμείνει σχετικά ανενεργή στις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Στην πλειοψηφία των χωρών, τα πιστωτικά ιδρύματα συνδυάζουν όλο και περισσότερο τη βραχυπρόθεσμη λιανική χρηματοδότησης τους μέσω των καταθέσεων με ειδικά παράγωγα προϊόντα για να χρηματοδοτήσουν τα πιο μακροπρόθεσμα σταθερού επιτοκίου ενυπόθηκα δάνεια με σκοπό τη μείωση κινδύνου της αγοράς. Εξαιρέσεις είναι Δανία και Γαλλία όπου η υψηλή ζήτηση για τα ενυπόθηκα δάνεια συνδέεται με τα χαμηλά επιτόκια στις καταθέσεις.

Μεγάλη έμφαση στις χονδρικές αγορές ως εναλλακτικές μέθοδοι χρηματοδότησης των δανείων είναι πιθανή μεσομακροπρόθεσμα. Στο Ηνωμένο Βασίλειο (δεύτερη μεγαλύτερη αγορά ενυποθήκων δανείων μετά τη Γερμανία) και την Ιρλανδία, η εκτός ισολογισμού τιτλοποίηση γίνεται δημοφιλέστερη για την χρηματοδότηση του χαρτοφυλακίου ενυπόθηκων δανείων. Ενώ η χρήση των ομολόγων ήδη έντονα καθιερώνεται σε διάφορες χώρες (Γερμανία, Δανία, Αυστρία και Σουηδία), διάφορες άλλες χώρες έχουν πάρει πρόσφατα τα μέτρα για να προωθήσουν αυτό το όργανο χρηματοδότησης, που εμπνέεται κατά ένα μεγάλο μέρος από την επιτυχία του Pfandbrief στη Γερμανία.

4. Συγκριτικά στοιχεία Mortgage Bonds Mortgage-Backed Securities

Τα στεγαστικά ομόλογα (Mortgage Bonds) και τα MBSs είναι όργανα που καλύπτουν τις απαιτήσεις χρηματοδότησης των ενυποθήκων δανείων με διαφορετικούς τρόπους. Η επιλογή θα εξαρτηθεί από τις ανάγκες του δανειστή και θα επηρεαστεί έντονα από το ιστορικό το νομικό και το ρυθμιστικό πλαίσιο τη δομή της αγοράς ενυποθήκων δανείων της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται ο δανειστής. Σε διάφορες χώρες στεγαστικά ομόλογα (Mortgage Bonds) και τα MBS θεωρούνται ως εναλλακτικά και συμπληρωματικά όργανα χρηματοδότησης, τα οποία έχουν ως στόχο μέσω της συνύπαρξης των δύο αυτών διαφορετικών τρόπων στην αξιοποίηση και προσέγγιση των κεφαλαιαγορών. Αυτό είναι η περίπτωση, παραδείγματος χάριν, της Ισπανίας, της Γερμανίας και της Γαλλίας.

Στον παρακάτω **πίνακα 11** γίνεται σύγκριση χαρακτηριστικών των Mortgage Bonds και των Mortgage Backed Securities.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11

Σύγκριση Mortgages Bonds και Mortgage Backed Securities

	Mortgage Bonds	Mortgage Backed Securities
Παραγωγή ενυπόθηκων δανείων	Διαδικασία πακέτο	Διαδικασία μη πακεταρίσματος
Τύπος τιτλοποίησης (Μεταχείριση ισολογισμού)	Οι απαιτήσεις παραμένουν στον ισολογισμό του Ιδρύματος «παραγωγού» (Τιτλοποίηση εντός ισολογισμού)	Γενικώς οι απαιτήσεις μεταφέρονται από τον ισολογισμό του Πιστωτικού Ιδρύματος «παραγωγού» (Τιτλοποίηση εκτός ισολογισμού)
Πηγή πληρωμής κεφαλαίου και τόκου	Χρηματοροή εκδότη	Χρηματοροή εγγύησης - παρακαταθήκης
<u>Έκθεση σε κίνδυνο</u>		
• Πιστωτικός κίνδυνος	Εκδότη	Επενδυτή
• Κίνδυνος προπληρωμής	Εκδότη	Επενδυτή
• Κίνδυνος αγοράς	Εκδότη	Επενδυτή
Προστασία επενδυτή σε περίπτωση πτώχευσης του εκδότη	Προνόμιο πτώχευσης: Ο ομολογιούχος έχει προτεραιότητα στις αξιώσεις επί του ενεργητικού σε περίπτωση πτώχευσης του εκδότη	Η πιθανότητα πτώχευσης συμπεριλαμβάνεται στη δομή του MBS. (Η πτώχευση του Πιστωτικού Ιδρύματος (originator) δεν έχει καμία επίπτωση στην εξυπηρέτηση του MBS
Η πιστωτική ποιότητα	Εκτός από την ποιότητα των απαιτήσεων, εξαρτάται κυρίως από τη ευρωστία του Πιστωτικού Ιδρύματος (δημιουργού) και το ισχύον νομικό πλαίσιο	Εκτός από την ποιότητα των απαιτήσεων, εξαρτάται κυρίως από την ποιότητα κατά τη δημιουργία του
Υπερ εγγύηση	Καθορίζεται από το νόμο	Συνήθως απαιτείται για υψηλό credit rating

	Mortgage Bonds	Mortgage Backed Securities
Επίπεδο κεφαλαιακής δομής	Μειωμένο εγγενώς στο σύστημα (π.χ. απαίτηση να γίνουν σεβαστοί ορισμένες LTV αναλογίες)	Μια δομή που κάνει διάκριση μεταξύ των senior και μειωμένης εξασφάλισης τίτλων είναι απαραίτητο να έχει δημιουργηθεί
Εγγύηση	Η εγγύηση (εάν δίνεται) θα παρασχεθεί από το Ίδρυμα που παρέχει την ενυπόθηκη πίστωση	Η εγγύηση δίδεται από το τρίτο μέρος όπως ασφαλιστική εταιρία ή τράπεζα («ενίσχυση της πίστωσης»)
Δομή συνόλου (pool) εγγυήσεων	<ol style="list-style-type: none"> 1. Μεμονωμένα συστατικά του συνόλου των απαιτήσεων είναι υποκαταστάσιμα. 2. Κυρίως οι ετερογενείς απαιτήσεις 3. Οι επιλέξιμες απαιτήσεις καθορίζονται από το νόμο (π.χ. απαίτηση να γίνουν σεβαστές ορισμένες αναλογίες loan-to-loan ratios, LTV- και αξιόπιστες μέθοδοι εκτίμησης των ακινήτων) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Μεμονωμένα συστατικά του συνόλου (γενικά) των απαιτήσεων να είναι μη υποκαταστάσιμα. 2. Κυρίως οι ετερογενείς απαιτήσεις 3. Οι επιλέξιμες απαιτήσεις δεν είναι απαραίτητο να καθορίζονται από το νόμο
Πληρωμή τόκου	Συνήθως ετησίως	Συνήθως μηνιαίως
Αποληρωμή κεφαλαίου	Στο τέλος	Χρεολυσία και προπληρωμή

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο

ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΕ ΗΠΑ ΚΑΙ ΕΕ

Η αμερικανική αγορά έχει χαρακτηριστεί από διάφορους παράγοντες που συνέβαλλαν στην αύξηση της τιτλοποίησης και αυτό, στη συνέχεια, έχει μειώσει ουσιαστικά την ανάγκη για τους δανειολήπτες να κρατήσουν τα κεφάλαια. Στον **πίνακα 12** βλέπουμε τις βασικές διαφορές στις αγορές ενυποθήκων δανείων μεταξύ των ΗΠΑ και της Ευρώπης, και τις επιπτώσεις τους όσον αφορά τον κανονισμό επάρκειας

ΠΙΝΑΚΑΣ 12

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΓΟΡΩΝ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΗΠΑ: Στοιχεία 1998 (σε δις Ευρώ)

	ΗΠΑ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ
Χρέος σε ενυπόθηκα δάνεια κατοικιών	3.751	2 700
Ως ποσοστό του ΑΕΠ	53%	36%
Χρέος MBS (ΗΠΑ) και ενυπόθηκων τίτλων (ΕU)	2.041 *	500 **
Ως ποσοστό χρέους σε ενυπόθηκα δάνεια	54%	19%
Ως ποσοστό του ΑΕΠ	29%	7%
Επίπεδο ιδιόκτητων κατοικιών	66%	63%
Αριθμός ενυποθήκων δανείων	5,7 εκατομμυρίων	4,0 εκατομμυρίων *
Πληθυσμός	267 εκατομμύρια	375 εκατομμύρια
ΑΕΠ	7.055	7.470

* MBS που εκδίδονται από GNMA, FHLMC, FNMA και τους ιδιωτικούς φορείς

** εκτός τίτλων ενυποθήκων δανείων του Δημόσιου τομέα

Πηγή: Η EUROSTAT, ΟΟΣΑ, MBAA, EMF

Ο ρόλος των αμερικάνικων υπηρεσιών

- **Η κρίση αποταμίευσης και δανείων**

Για να καταλάβουμε την αμερικανική αγορά ενυποθήκων δανείων, θα πρέπει να θυμηθούμε την κρίση στις Ενώσεις αποταμίευσης και δανείων, ή " Αποταμιευτικά Ιδρύματα," κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80. Τα thrifts ήταν υπαγόμενα σε ένα περιοριστικό καθεστώς ως αποτέλεσμα της βασικής τραπεζικής τακτικής να δανείζονται απότομα και να δανείζουν πολύ. Μεταξύ της δεκαετίας του '30 και της δεκαετίας του '70 τα thrifts χρηματοδότησαν τα μακροπρόθεσμα σταθερού επιτοκίου δάνεια υποθηκών βάσει του μεταβλητού επιτοκίου καταθέσεων.

Αυτό το σύστημα λειτουργούσε καλά σε περιόδους σταθερών επιτοκίων αλλά αυτό άλλαξε από τα τέλη του 1979 και μετά, ακολούθησε μια πολύ απότομη αύξηση των επιτοκίων. Έγινε γρήγορα σαφές ότι το παραδοσιακό thrift σύστημα δεν θα μπορούσε να συνεχίσει σε φάση υψηλών και κυμαινόμενων επιτοκίων.

- **Η έλλειψη κεφαλαίου**

Εκείνα τα thrifts που επέζησαν, από την πίεση στα spreads και τη ρευστότητα, ως αποτέλεσμα της πίεσης να πληρώσουν τα αυξανόμενα επιτόκια καταθέσεων ενώ κρατούσαν ένα χαρτοφυλάκιο δανείων σταθερού επιτοκίου, γρήγορα κατανόησαν ότι τα δάνεια σταθερού επιτοκίου που θα έκαναν στο μέλλον δεν πρέπει να κρατηθούν στον ισολογισμό αλλά αντ' αυτού να πωληθούν στη δευτερογενή αγορά. Πράγματι, πολλά από τα κεφάλαιά τους έφυγαν κατά την διάρκεια των πολύ υψηλών επιτοκίων μεταξύ του 1979 και του 1981. Αυτό δημιούργησε ένα σαφές κίνητρο για τα thrifts να μεταφέρουν τα δάνεια από τον ισολογισμό τους και να επιτρέψουν σε άλλα ισχυρά κεφαλαιουχικά ιδρύματα να τα αγοράσουν .

Στην Ευρώπη, τα ιδρύματα δεν έχουν υποφέρει γενικά μια έλλειψη κεφαλαίων. Πράγματι, το αντίθετο – η υψηλή ρευστότητα των ιδρυμάτων - είναι ο κανόνας σε πολλές περιπτώσεις. Η υψηλή ρευστότητα δεν σημαίνει ότι τα κεφάλαια στην Ευρώπη χρησιμοποιούνται τόσο αποτελεσματικά όσο στις ΗΠΑ.

- **Το μοντέλο των αμερικάνικων τραπεζών ενυποθήκων δανείων**

Η κρίση κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 έδωσαν μια ευκαιρία για έναν νέο τύπο δανειστών, οι αμερικάνικες τράπεζες ενυποθήκων δανείων, οι οποίες δημιούργησαν και «αποθήκευαν» δάνεια για μια μικρή περίοδο πριν τα

μεταπωλήσουν. Το 1990 οι τράπεζες ενυποθήκων δανείων κατείχαν γύρω στο 35% ενυποθήκων δανείων για κατοικία, το 1996 το ποσοστό είχε αυξηθεί στο 55% περίπου. Αυτά τα ιδρύματα είναι αρκετά διαφορετικά από τους Οργανισμούς με το ίδιο όνομα στην Ευρώπη.

Στις ΗΠΑ δημιουργούνται και τυποποιούνται τα ενυπόθηκα δάνεια, κρατώντας τα στον ισολογισμό τους για μια μικρή χρονική περίοδο πριν πουληθούν στη δευτερογενή αγορά. Τυπικά, αυτό είναι μια επιχείρηση χαμηλής έντασης κεφαλαίου. Στην Ευρώπη οι τράπεζες ενυποθήκων δανείων είναι χαρτοφυλακίων δανειστών, που χρηματοδοτούν τα ενυπόθηκα δάνειά τους μέσω της έκδοσης ενυπόθηκων ομολόγων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13

ΣΥΝΟΨΗ ΤΩΝ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ ΕΝΥΠΟΘΗΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΣΕ ΕΕ ΚΑΙ Η.Π.Α.

ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ	ΕΥΡΩΠΗ
<u>Η ενυπόθηκη αγορά στις ΗΠΑ</u>	<u>Η ενυπόθηκη αγορά στην Ευρωπαϊκή Ένωση</u>
1. Η ενυπόθηκη αγορά στις ΗΠΑ κυριαρχείται από τις τράπεζες υποθηκών	1. Υπάρχει μια μεγάλη ποικιλομορφία των ενυπόθηκων δανειστών στην Ευρώπη δεδομένου ότι τα συστήματα χρηματοδότησης κατοικίας έχουν εξελίξει μέσα στα εθνικά όρια.
2. Η αύξηση των τραπεζών υποθηκών προκλήθηκε από την κρίση αποταμίευσης και δανείων όπου η έλλειψη κεφαλαίων έπεισαν τα ιδρύματα να μετακινήσουν τα δάνεια από τον ισολογισμό τους μέσω της τιτλοποίησης.	2. Τα ενυπόθηκα δάνεια παραμένουν στους ισολογισμούς των τραπεζών και είναι υψηλής έντασης κεφαλαίου (στάθμισης 50% ή 100%).

<p>3. Οι τράπεζες υποθηκών πωλούν τα δάνειά τους στη δευτερογενή αγορά, πρώτιστα στις αμερικανικές κυβερνητικές επιχειρήσεις που επωφελούνται από τον χαμηλό δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας από τις τράπεζες (περίπου 1/3 των κεφαλαιακών απαιτήσεων της Ε Ε).</p>	<p>3. Οι ευρωπαϊκές "τράπεζες υποθηκών" είναι δανειστές χαρτοφυλακίων, που σχετίζουν στενά, τη χρηματοδότηση του ενυπόθηκου ενεργητικού τους σε μεγάλο βαθμό μέσω της έκδοσης ενυπόθηκων ομολόγων (στον επίσημο ισολογισμό).</p>
<p>4. Οι τράπεζες υποθηκών δεν χρειάζεται να είναι επαρκείς σε κεφάλαια για να δημιουργήσουν τους απαραίτητους συνδυασμούς για ένα επιτυχή δανεισμό.</p>	<p>4. Στην Ευρώπη, ένα ίδρυμα πρέπει να είναι επαρκής στη χρηματοδότηση του δανείου για τη διάρκεια ζωής του δανείου (εάν επιθυμεί να συνεχίσει να το κρατά).</p>

ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ	ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ
<p>Οι τράπεζες υποθηκών στις ΗΠΑ χρειάζονται τα ελάχιστα ίδια κεφάλαια για να κάνουν τις δραστηριότητές τους αφού μεγάλο μέρος των ενυπόθηκων δανείων τους πωλούνται σε επιχειρήσεις υποστηριζόμενες από την κυβέρνηση</p>	<p>οι ευρωπαϊκοί ενυπόθηκοι δανειστές πρέπει να κρατήσουν κεφάλαια μεταξύ 4% και 8% για τα στεγαστικά τους δάνεια στον ισολογισμό τους. Αυτή η παρακράτηση μπορεί να είναι ουσιαστική δεδομένου ότι τα υπόλοιπα ενυπόθηκων δανείων για κατοικία ανέρχονται συνολικά σε 2,7 τρισεκατομμύρια ευρώ το 1998.</p>
<p>Οι κίνδυνοι πωλούνται στο τρίτο μέρος (επενδυτές)</p>	<p>Οι πιστωτικοί κίνδυνοι (συμπεριλαμβανομένου του κινδύνου προπληρωμής) παραμένουν στους ισολογισμούς των τραπεζών</p>
<p>οι κίνδυνοι διερευνώνται υπό εξωτερικής εποπτείας εξονυχιστικά</p>	<p>Οι κίνδυνοι ελέγχονται μέσω της τραπεζικής εποπτείας</p>

- **Η αυτονόητη εγγύηση των αμερικάνικων υπηρεσιών**

Στις ΗΠΑ κυβερνητικές υπηρεσίες διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο στη διαδικασία της τιτλοποίησης. Αγοράζουν «πακέτα» από ατομικά ενυπόθηκα δάνεια από ιδρύματα που χορηγούν δάνεια και είτε τα κρατάνε στους ισολογισμούς τους είτε τα τιτλοποιούν, πουλώντας τους τίτλους στη δευτερογενή αγορά. Υπάρχουν τρεις τέτοιες ενεργές Υπηρεσίες στη δευτερογενή αγορά στις ΗΠΑ. Η Government National Mortgage Association, διαφορετικά που είναι γνωστή ως GNMA ή Ginnie Mae, εγγυάται τα ομογενή σύνολα δανείων που δημιουργούνται από τις στεγαστικές τράπεζες. Τα δάνεια ασφαλιζονται από την Federal Housing Administration (FHA) και στοχεύουν τους αγοραστές χαμηλού και μέτριου-εισοδήματος. Η Ginnie Mae καλύπτεται πιστωτικά πλήρως από την αμερικάνικη κυβέρνηση, η οποία εγγυάται την έγκαιρη είσπραξη του κεφαλαίου και του τόκου. Τα αμερικάνικα ιδρύματα που αγοράζουν από την Ginnie Mae τους ενυπόθηκους τίτλους δεν χρειάζονται να δεσμεύσουν το κεφάλαιο για να υποστηρίξουν αυτές τις αγορές, δεδομένου ότι ο τίτλος της Ginnie Mae απολαμβάνει έναν σταθμισμένο μηδενικό κίνδυνο, όπως τα έντοκα γραμμάτια της αμερικάνικης κυβέρνησης.

Υπάρχουν άλλες δύο ομοσπονδιακές Υπηρεσίες στην αγορά, την Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC ή Freddie Mac, και την Federal National Mortgage Association, FNMA ή Fannie Mae. Σε πολλές περιπτώσεις μπορεί να είναι συμφέρον για ένα ίδρυμα που δανείζει να πωλήσει τα δάνεια σε μια από τις ομοσπονδιακές Υπηρεσίες και να επαναγοράσει ενισχυμένους πιστωτικά τίτλους που υποστηρίζονται από τα αρχικά δάνεια.

ΠΙΝΑΚΑΣ 14

ΚΡΑΤΙΚΗ ΕΓΓΥΗΣΗ: ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ	ΕΥΡΩΠΗ
<ul style="list-style-type: none"> • Οι Αμερικάνικες κυβερνητικές επιχειρήσεις (MAC Ginnie Mae, Fannie Mae και Freddie) διαδραματίζει έναν κεντρικό ρόλο. Αγοράζουν τα ενυπόθηκα δάνεια από τις τράπεζες υποθηκών και τα πωλούν στη δευτερογενή αγορά δανείων 	<ul style="list-style-type: none"> • Δεν υπάρχει καμία εθνική ή ευρωπαϊκή κυβερνητική Υπηρεσία για να βοηθήσει τους δανειστές να χρηματοδοτήσουν τα δάνειά τους. Τα ενυπόθηκα δάνεια πρέπει να χρηματοδοτηθούν βάσει της οικονομικής δύναμης των τραπεζών ή την εσωτερική ποιότητα των τίτλων

<ul style="list-style-type: none"> • Οι επιχειρήσεις αυτές οι απολαμβάνουν τις υπονοούμενες κυβερνητικές εγγυήσεις που μειώνει το κόστος χρηματοδότησης από κατά 50 bp περίπου 	<ul style="list-style-type: none"> • Ο νόμος της ΕΕ (άρθρο 87 και 88 της συνθήκης ΕΚ) θεωρεί παράνομη την κρατική ενίσχυση υπό μορφή εγγυήσεων ως ένα στοιχείο διαστρέβλωσης του ανταγωνισμού
<ul style="list-style-type: none"> • Αυτές έχουν μια πίστωση έκτακτης ανάγκης από το Υπουργείο Οικονομικών 8,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων (μέχρι τώρα αχρησιμοποίητη) 	<ul style="list-style-type: none"> • Υπάρχουν ιδιαίτερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που για τα ίδια εκδίδουν τίτλους ή κλείνουν συμφωνίες ρυθμίσεις στη Γαλλία, την Αυστρία, τη Σουηδία και την Ελβετία. Σε διάφορες χώρες η ύπαρξή τους απειλείται λόγω της διαφορετικής κατάταξης των ιδρυμάτων που παράγουν. Τα ιδιωτικά συγκεντρωτικά εκδοτικά ιδρύματα έχουν μερικές φορές δυσκολίες για να δημιουργήσουν αρκετή ρευστότητα.
<ul style="list-style-type: none"> • Η Fannie και Freddie να έχει κατά προσέγγιση 32 \$ του χρέους για κάθε δολάριο κεφαλαίου (συγκρινόμενο με 11,50 του χρέους ανά το δολάριο στις ιδιωτικές τράπεζες) 	
<ul style="list-style-type: none"> • Το καθαρό μέγεθος των επιχειρήσεων επιτρέπει τις οικονομίες κλίμακας. Το 50% του συνόλου του χρέους υποθηκών για κατοικία στο τέλος του 1997 έχει τιλοποιηθεί. Αυτό ανήλθε σε 2 τρισεκατομμύρια δολάρια περίπου από μια συνολική αγορά 4,1 τρισεκατομμυρίων δολαρίων 	

<p>ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ</p>	<p>ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ</p>
<p>Υπάρχει ένα στοιχείο κρατικής ενίσχυσης στην αμερικάνικη αγορά υποθηκών</p>	<p>Οι δανειστές υποθηκών της ΕΕ συνεπειών δεν απολαμβάνουν κανένα πλεονέκτημα χρηματοδότησης μέσω της κυβέρνησης</p>

αυτό το πλεονέκτημα μειώνει το κόστος χρηματοδότησης κατά 50bp περίπου	Οι ενυπόθηκοι τίτλοι εμπορεύονται 20 με 30 hr πάνω από τα κυβερνητικά ομόλογα.
	Στην Ευρωπαϊκή Ένωση οι τίτλοι που υποστηρίζονται από υποθήκες εμπορεύονται αυτή την περίοδο 75bp με 150bp πάνω από τα κυβερνητικά ομόλογα.

- **Επιπτώσεις στην κεφαλαιακή επάρκεια**

Για τις Υπηρεσίες που απολαμβάνουν μια υπονοούμενη εγγύηση της αμερικάνικης κυβέρνησης υπάρχει μια σκέψη, που δεν έχει ελεγχθεί μέχρι τώρα. Τι θα γινόταν δηλαδή αν οι Υπηρεσίες αυτές δεν είχαν την εγγύηση με τον ένα ή άλλο τρόπο από την Αμερικάνικη κυβέρνηση. Υπάρχουν εντούτοις κατά τα λοιπά, τυπικά ιδρύματα που κατέχουν μετοχές, όπου εμπορεύονται τα ίδια κεφάλαιά τους. Ομόλογα και mortgage-backed securities που εκδίδονται από Freddie MAC και Fannie Mae φέρουν μόνο έναν σταθμισμένο κίνδυνο 20% για τις αμερικάνικες τράπεζες, που συγκρίνονται με τη σε διεθνές επίπεδο επικρατούσα στάθμιση κινδύνου 50% για τα ενυπόθηκα δάνεια. Η Fannie Mae κατέχει περίπου 17% όλου του ενυπόθηκου χρέους (και επομένως περίπου 34% των τιτλοποιημένων δανείων), η MAC Freddie κατέχει 14% (28%), και Ginnie Mae, περίπου το 13% (26%). Περίπου 8% του ενυπόθηκου χρέους (20% των τιτλοποιημένων δανείων) που εκδόθηκαν τίτλοι από ομογενή δάνεια, εκδίδονται από τους ιδιωτικούς φορείς, που δεν υποστηρίζονται από τις ομοσπονδιακές Υπηρεσίες. (Αυτό δίνει μια ιδέα γιατί η δευτερογενής αγορά στις Ηνωμένες Πολιτείες είναι τόσο μεγάλη και ελκυστική.)

Στην πραγματικότητα, η δευτερογενής αγορά στηρίζεται από την κυβέρνηση, απολαμβάνει τις υπονοούμενες κυβερνητικές εγγυήσεις και επομένως παρέχει τις φτηνότερες πηγές χρηματοδότησης από άλλους μηχανισμούς. Οι άτυπες εκτιμήσεις αναφέρουν ότι η ομοσπονδιακή υποστήριξη για τη MAC Fannie Mae και Freddie, παραδείγματος χάριν, μειώνει το κόστος χρηματοδότησής τους κατά 50 bp περίπου.

Επιπλέον, ο συγκεκριμένος χαρακτήρας των ιδρυμάτων αυτών, τους επιτρέπει να αναπτύξουν σημαντικά τις οικονομίες κλίμακας. Επίσης, οι Υπηρεσίες αυτές επιτρέπεται για να λειτουργήσουν με σημαντικά χαμηλότερους δείκτες κεφαλαίου προς ενεργητικό από ότι οι τράπεζες. Δεν υπήχθησαν στο συγκεκριμένο κανονισμό κεφαλαιακής επάρκειας μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '90.

- **Η Αμερικάνικη και η Ευρωπαϊκή αγορά ενυπόθηκων δανείων: διαφορετικές όψεις σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών**

ΠΙΝΑΚΑΣ 15

Εποπτική μεταχείριση και χρηματοδοτικά όργανα

ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ	ΕΥΡΩΠΗ
<p><i>Δανεισμός υποθηκών</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Εκτός ισολογισμού <p><i>Χρηματοδότηση</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • MBS εκδόσεις από επιχειρήσεις υποστηριζόμενες από την Αμερικάνικη κυβέρνηση: στάθμιση 20% • MBS εκδόσεις από άλλα ιδρύματα: 20%(αν είναι AAA)(σύμφωνα με τους ισχύοντες κανονισμούς) 	<p><i>Δανεισμός υποθηκών</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Εντός ισολογισμού : σταθμισμένο κατά 50% ή 100% <p><i>Χρηματοδότηση</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • MBS: στάθμιση 50(οδηγία 98/32/ΕΚ) • Στεγαστικά Ομόλογα :στάθμιση 10% (οδηγία 89/647/ΕΟΚ) και στάθμιση 50% των ενυπόθηκων δανείων.

<p>Συνέπειες</p> <p>Τα όργανα χρηματοδότησης είναι ανέξοδα</p>	<p>Συνέπειες</p> <p>όργανα χρηματοδότησης είναι σχετικά δαπανηρά και υψηλής έντασης κεφαλαίου.</p>
--	--

- **Ο κίνδυνος πρόωρης πληρωμής**

Μια σημαντική διαφορά μεταξύ των αμερικανικών και ευρωπαϊκών αγορών είναι η μεγάλη σημασία που έχει ο κίνδυνος προπληρωμής στις Ηνωμένες Πολιτείες και της σχετική απουσία του στις ευρωπαϊκές αγορές. Στις ΗΠΑ οι οφειλέτες παίρνουν ενυπόθηκα δάνεια 30 ετών σταθερού επιτοκίου με ελάχιστη ή ανύπαρκτη ποινή εξαγοράς. Η δευτερογενής αγορά - που λειτουργεί κάτω από έναν κίνδυνο της μη είσπραξης της αναμενόμενης απόδοσης από τον οφειλέτη εάν προπληρώσει το δάνειό του – προσφέρει ένα αποτελεσματικό μηχανισμό για την τιμολόγηση του κινδύνου αυτού. Αυτό σημαίνει ότι ο κίνδυνος προπληρωμής "συμψηφίζεται" μεταξύ των δανειζομένων και έτσι οι δανειζόμενοι που δεν προπληρώνουν πληρώνουν για τους δανειζόμενους που προεξοφλούν τα δάνειά τους.

Στις ποινικές ρήτρες πρόωρης αποπληρωμής, υπάρχουν σημαντικές διαφορές στους εθνικούς νόμους. Στις ευρωπαϊκές χώρες για δάνειο με κυμαινόμενο επιτόκιο όπως για παράδειγμα στο Ηνωμένο Βασίλειο, ο κίνδυνος πρόωρης αποπληρωμής δεν υπάρχει. Σε άλλες χώρες, οι δανειστές που προσφέρουν προϊόντα σταθερού επιτοκίου επιτρέπεται για την κάλυψη των απωλειών τους να χρεώνουν την προεξόφληση του δανείου. Διάφορες χώρες έχουν εισαγάγει τους κανόνες που περιορίζουν τις ποινικές ρήτρες προεξόφλησης που χρεώνουν στους καταναλωτές. Αυτό έχει περιπλέξει τη διαδικασία χρηματοδότησης με αποτέλεσμα την μη τυποποίηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8ο

Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ - ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ -ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ

Στο παρελθόν μια σειρά από ατέλειες της αγοράς και η δυσμενής μακροοικονομική συγκυρία εμπόδιζαν γενικότερα τη δημιουργία ικανών δευτερογενών αγορών τίτλων και ειδικότερα την εμφάνιση του φαινομένου της τιτλοποίησης στην ελληνική οικονομία. Αυτές οι ατέλειες περιόριζαν την προσφορά και τη ζήτηση τόσο των τίτλων έναντι των χορηγήσεων όσο και άλλων μορφών τιτλοποίησης όπως των εταιρικών ομολόγων. Ο υψηλός πληθωρισμός και επιτόκια περιόριζαν την δυνατότητα τόσο του δημοσίου όσο και των ιδιωτικών επιχειρήσεων να εκδώσουν ομολογίες σταθερής απόδοσης. Έτσι είχε περιοριστεί η ανάπτυξη δευτερογενών αγορών και φυσικά η διαπραγμάτευση τίτλων σύμφωνα με τους κανόνες της αγοράς. Επίσης εκτός των παραπάνω η άνιση φορολογική αντιμετώπιση των ιδιωτικών τίτλων προς όφελος των δημοσίων, καθώς και η έλλειψη τεχνογνωσίας και υποδομής σε θέματα τιτλοποιήσεων είχαν πλήξει την προσφορά τίτλων χρέους από τον ιδιωτικό τομέα.

Στις νέες οικονομικές συνθήκες που έχουν διαμορφωθεί μετά και την επίτευξη των στόχων σύγκλισης με την υποχώρηση του πληθωρισμού σε επίπεδο χαμηλό (3,8%), τη μείωση των αναγκών του δημοσίου και την μείωση των επιτοκίων, δημιουργούν τις προϋποθέσεις και διευκολύνουν τις συναλλαγές τιτλοποιημένου χρέους στις δευτερογενείς αγορές.

Όπως έχουμε αναφέρει η τιτλοποίηση δίνει στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ευελιξία διαχείρισης του χαρτοφυλακίου τους, μειώνει το κόστος άντλησης των κεφαλαίων τους, αν αναλογιστεί κανείς το ύψος των υποχρεωτικών δεσμεύσεων επί των τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα, καθώς επίσης τους παρέχεται η δυνατότητα είσπραξης προμηθειών από της υπηρεσίες εξυπηρέτησης τέτοιων τίτλων (σε μια εποχή που οι τραπεζικές λειτουργίες προσανατολίζονται προς την παροχή μεγάλου φάσματος υπηρεσιών και την αύξηση των εσόδων τους μέσω της αύξησης των πάσης φύσεως προμηθειών). Επιπλέον, τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια με τις

προσφερόμενες εγγυήσεις, αποτελούν παράγοντα χαμηλού πιστωτικού κινδύνου για τους τίτλους που βασίζονται στα δάνεια αυτά.

Στην κατεύθυνση της δημιουργίας ενός κανονιστικού πλαισίου για την ενιαία ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά και την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών φορέων που παρέχουν υπηρεσίες, σε ατομική ή συλλογική βάση, καθώς και της προστασίας των επενδυτών που συναλλάσσονται με τους φορείς αυτούς έχουν ήδη εκδοθεί μέχρι σήμερα πέντε κοινοτικές Οδηγίες:

- ◆ η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών
- ◆ η Οδηγία 93/6/ΕΟΚ για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων
- ◆ η Οδηγία 97/9/ΕΚ σχετικά με τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών
- ◆ η Οδηγία 85/611/ΕΟΚ σχετικά με τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (Ν. 1969/91 ΦΕΚ 167 τεύχος Α΄, για την Ελλάδα)και
- ◆ η Οδηγία 91/308/ΕΟΚ για την πρόληψη της χρησιμοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες.

Στα πλαίσια της διαδικασίας εναρμόνισης των κανόνων που αφορούν στην κεφαλαιαγορά και της αναζήτησης τρόπων αύξησης των ιδίων κεφαλαίων εκ μέρους ορισμένων τραπεζών (αν και οι ελληνικές τράπεζες στα πλαίσια της ευρωζώνης έχουν με στοιχεία 2001 , πολύ καλή επίδοση 11,9% έναντι 7,7% του ευρωπαϊκού μέσου όρου), η ελληνική κυβέρνηση έδωσε στη δημοσιότητα για συζήτηση κείμενο που θα αποτελέσει νομοσχέδιο για την τιτλοποίηση απαιτήσεων, βάζοντας τα θεμέλια και δημιουργώντας το απαραίτητο νομικό πλαίσιο για τις τιτλοποιήσεις απαιτήσεων.

Ουσιαστικά μέσα στο κείμενο αυτό μεταφέρεται η συλλογιστική και ο μηχανισμός της τιτλοποίησης που έχει μέχρι σήμερα αποκρυσταλλωθεί από την διεθνή εμπειρία και πρακτική της τιτλοποίησης.

Βέβαια αν και ορισμένες συνθήκες για την επιτυχία του θεσμού αυτού υπάρχουν, θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα και προσοχή και σε άλλους παράγοντες όπως :

- ο εποπτικός έλεγχος ,μηχανισμοί και διαδικασίες,
- η εξάλειψη των συνθηκών χειραγώγησης της κεφαλαιαγοράς,

ο καθορισμός αυστηρού πλαισίου λειτουργίας των εταιριών που θα προβαίνουν στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτών τίτλων που θα στηρίζονται σε απαιτήσεις.

Αρνητικό ρόλο στην επιτυχία του νέου αυτού θεσμού, της τιτλοποίησης, αποτελεί το μικρό μέγεθος, βάθος και ρευστότητα της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η μη εξοικείωση των επενδυτών με το επενδυτικό αυτό μέσον. Από την άλλη μεριά όμως για τους επενδυτές θα είναι μια καλή ευκαιρία για τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε εγγυημένους τίτλους με καλές αποδόσεις (θα παίξει ρόλο η φορολογική τους αντιμετώπιση), μιας και οι αποδόσεις σήμερα των καταθέσεων είναι αρνητικές.

Αν δούμε την εικόνα που παρουσιάζει στον ευρωπαϊκό χώρο η τιτλοποίηση δανείων, όπως στα προηγούμενα κεφάλαια παρουσιάσαμε, η εκτός ισολογισμού τιτλοποίηση δεν θα λέγαμε ότι είναι τόσο επιτυχής. Λιγότερο του 2% του χρέους από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια έχουν τιτλοποιηθεί και οι λόγοι του φαινομένου συνοπτικά είναι:

1. Κεφαλαιακές απαιτήσεις

Η τιτλοποίηση στην Ευρώπη παραμένει σχετικά δαπανηρή. Πράγματι, η οδηγία 98/32/EK επιβάλλει μια στάθμιση 50% των mortgage-backed securities, μια λιγότερο ευνοϊκή στάθμιση από αυτή που απολαμβάνουν οι τίτλοι που εκδίδονται από τις αμερικανικές ομοσπονδιακές Υπηρεσίες.

2. Η ύπαρξη των ανταγωνιστικών εντός ισολογισμού μέσω χρηματοδότησης
Δίδοντας την ακριβή σχετικά δομή των εκδόσεων MBS στην Ευρώπη, διάφορες ευρωπαϊκές χώρες εισάγουν αυτήν την περίοδο τα MBB (Mortgage Backed Bonds), δηλ. τιτλοποίηση ενυποθήκων δανείων εντός του ισολογισμού. Λόγω της αξιοπιστίας και της νομικής δομής τους, οι τράπεζες στεγαστικών δανείων απολαμβάνουν ένα πλεονέκτημα χρηματοδότησης που μπορεί να είναι τουλάχιστον 20 έως 30 bp περισσότερο από τα κυβερνητικά ομόλογα. Χαρακτηριστικά, οι τίτλοι υποστηριζόμενοι από υποθήκες εμπορεύονται αυτήν την περίοδο με ένα μέσο περιθώριο 75bp έως 150 bp πάνω από τα Γερμανικά ομόλογα.

3. Οι κρατικές εγγυήσεις

Το άρθρο 92 και 93 της συνθήκης ΕΚ θεωρεί την κρατική ενίσχυση υπό μορφή εγγυήσεων ως ένα στοιχείο αθέμιτου ανταγωνισμού. Επομένως τα κράτη μέλη της ΕΕ

δεν επιτρέπεται να δημιουργήσουν εθνικές υπηρεσίες παρόμοιες με τις αμερικανικές ομοσπονδιακές υπηρεσίες.

4. Έλλειψη αξιόπιστων στοιχείων

Λόγω της ποικιλομορφίας των ευρωπαϊκών κανονισμών υπάρχει μια έλλειψη διαθέσιμων στοιχείων σε πολλά πεδία συμπεριλαμβανομένης της αξιολόγησης της ιδιοκτησίας, της αθέτησης των διαδικασιών αναγκαστικής εκτέλεσης και της πρόωρης αποπληρωμής. Αυτό καθιστά την τιμολόγηση των τίτλων πιο δύσκολη.

5. Νομικές πολυπλοκότητες και έλλειψη τυποποίησης

Ο χρόνος που μεσολαβεί για την κατάσχεση μπορεί να ποικίλει ουσιαστικά και ο κανονισμός προστασίας του επενδυτή μπορεί να μην επιτρέψει στο δανειστή ενυποθήκου δανείου την κατάσχεση. Επίσης η έλλειψη τυποποίησης στην Ευρώπη οδηγεί σε μια μεγάλη ποικιλία των προϊόντων όπως τα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου. Αυτά είναι δυσκολότερο να τιτλοποιηθούν δεδομένου ότι είναι απίθανο να προβλεφθεί απόδοση για τους κατόχους των τίτλων.

Τα προαναφερόμενα προβλήματα πιθανόν να συμβάλουν πέραν των ειδικών προβλημάτων που αφορούν στην ελληνική πραγματικότητα, σε μια πιθανή αποτυχία του εγχειρήματος έκδοσης τίτλων στηριγμένους σε ενυπόθηκα δάνεια μέσω του μηχανισμού της εκτός ισολογισμού τιτλοποίησης.

Απεναντίας η τιτλοποίηση εντός ισολογισμού, των πιστωτικών ιδρυμάτων, με την έκδοση MBB (Mortgage Backed Bonds), θεωρούμε ότι θα είναι επιτυχής ισχυουσών και των προϋποθέσεων που θέσαμε παραπάνω.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9ο

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα προϊόντα και οι τεχνικές που λειτουργούν στην αμερικανική αγορά δεν είναι ακόμα εύκολα μεταβιβάσιμα στις ευρωπαϊκές αγορές, ειδικά λόγω του κυρίαρχου ρόλου των ομοσπονδιακών υπηρεσιών. Εντούτοις, οι όροι στις αγορές της ΕΕ αλλάζουν γρήγορα. Ο έντονος ανταγωνισμός, μας αναγκάζει να εστιάσουμε ιδιαίτερα στην ανάγκη να χρησιμοποιηθεί το κεφάλαιο αποτελεσματικά, αλλάζοντας τους όρους χρηματοδότησης που δημιουργούνται από τα ιστορικά χαμηλά ποσοστά πληθωρισμού και επιτοκίων, και η εντεινόμενη τάση προς την ειδίκευση μπορεί να οδηγήσει στη δημιουργία μιας πολύ μεγαλύτερης δευτερογενούς αγοράς. Αντανακλώντας την ποικιλομορφία των ευρωπαϊκών αγορών ενυποθήκων δανείων, η δευτερογενής αυτή αγορά θα έχει μια διαφορετική μορφή από την αμερικανική αγορά και θα υπάρξει ανταγωνισμός μεταξύ των εντός και εκτός ισολογισμού χρηματοδοτικών μέσων που θα βασίζεται στην ποιότητα του εκδοτικού ιδρύματος και των τίτλων.

Στην ανάλυση που προηγήθηκε αναφέραμε τα πολλά πλεονεκτήματα που απορρέουν τόσο για την τράπεζα που τιτλοποιεί τα ενυπόθηκα δάνειά τη, όσο και τα οφέλη που απολαμβάνει ο επενδυτής.

Για την τράπεζα βασικά έχουμε , την αποδοτικότερη χρήση των κεφαλαίων της και την μεταφορά των κινδύνων που απορρέουν από τη διατήρηση στο ενεργητικό της για μεγάλο χρονικό διάστημα των δανείων που χορήγησε, με την μεταφορά τους εκτός ισολογισμού, και την πώλησή τους σε τρίτους. Επίσης αποκτάει μεγαλύτερη ρευστότητα και της δίδεται η δυνατότητα να διαχειριστεί τους κινδύνους του χαρτοφυλακίου της ευχερέστερα καθώς και να αποφύγει διάφορους ρυθμιστικούς φόρους.

Ο επενδυτής έχει πρόσβαση σε μια εκτιμημένη από ειδικούς αγορά, απολαμβάνει μια ελκυστική απόδοση και έχει την δυνατότητα μιας πιο ελεύθερης σύνθεση του χαρτοφυλακίου του. Δεν πρέπει να μας διαφεύγει το γεγονός ότι η αγορά των MBSs είναι μια από τις μεγαλύτερες αγορές του κόσμου ο δε συνολικός όγκος της υπερέβη τα 2,3 δις δολάρια στο τέλος του 1999.

Με την ανάπτυξη της ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, η τιτλοποίηση θα γίνεται ολοένα και πιο ελκυστική. Επιπλέον, η τιτλοποίηση θα μπορούσε επίσης να βοηθήσει στην επιβολή μιας ελάχιστης τυποποίησης των προϊόντων και των διαδικασιών για τη χορήγηση και τη διαχείριση των δανείων σε όλη την Ευρώπη και δίδει τη δυνατότητα στους εκδότες των τίτλων να ελέγχουν την ποιότητα των απαιτήσεων που πρόκειται να τιτλοποιηθούν.

ΑΝΑΦΟΡΕΣ

1. A. Saunders (1999) “Financial Institutions Management”
2. F. Fabozzi (1997) “The Handbook of Fixed Income securities”
3. E. Brigham – L. Garenski – M. Ehrhardt (1999) “Financial Management”
4. Ε. Συρράκος (2000) “Χρηματιστηριακά και Επιτοκιακά Παράγωγα”
5. Σ. Παντελιά (1995) “Τιτλοποίηση και Δευτερογενείς Αγορές Τραπεζικών Χορηγήσεων”
6. Σχέδιο νόμου (2002), “για Ομολογιακά δάνεια – Τιλοποίηση απαιτήσεων και Ακινήτων”
7. Δελτίο ΕΕΤ (Ιούλιος –Σεπτέμβριος 2002) “Το κανονιστικό πλαίσιο για την ενιαία ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά: Τάσεις και προοπτικές”
8. “Λεξικό της Σύγχρονης Οικονομίας Θεωρητικής και Εφαρμοσμένης” Εκδόσεις Σταφυλίδη
9. A. Heuson - W. Passmore - R. Sparks (2000) “Credit Scoring and Mortgage Securitization”
10. T. Baums “Asset Securitization in Europe”
11. “Recent Developments on European Mortgage Bonds and Capital Markets”
12. T. Albert - S. Smith “Corporate loan Securitization: Selected Legal and Regulatory Issues”
13. T. Kariya – F. Ushiyama – S. Pliska (2002) “A 3-Factor Valuation Model for Mortgage-Backed Securities (MBS)”
14. P. Duncan – D. Josior (1998) “Understanding Securitization”
15. D.Jaffee – B. Renand (1995) “Securitization in European Mortgage Markets”
16. European Mortgage Federation (2001) “The Proposal for a Directive on the Single Prospectus”
17. European Commission (2001) “Basel Capital Accord”
18. The Bond Market Association “European Securitization”
19. The Bond Market Association “Mortgage Securities (Pass-Through and Collateralized)”
20. European Mortgage Federation “The Mortgage Markets”
21. European Mortgage Federation “European Mortgages Markets : structure, funding and future development”

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Η ΟΡΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ (SECURITIZATION)

A

AMORTIZATION

[Απόσβεση, χρεολύσιο, εξόφληση δανείου]. 1. Η σταδιακή και ισόποση μείωση του κόστους των αυλών στοιχείων του Ενεργητικού, με κατά τη διάρκεια του χρήσιμου κύκλου ζωής του. 2. Η σταδιακή αποπληρωμή ενός δανείου με περιοδικές ισόποσες τοκοχρεολυτικές δόσεις (τριμηνιαίες, εξαμηνιαίες ή ετήσιες) 3. Η σταδιακή απόσβεση του premium ή του discount ενός ομολόγου που εκδίδει μία εταιρεία (δηλαδή της θετικής ή αρνητικής διαφοράς μεταξύ του επιτοκίου του ομολόγου και του επιτοκίου της αγοράς), είτε με τη μέθοδο του επιμερισμού σταθερού ποσού του premium ή discount για κάθε περίοδο ή με τον επιμερισμό σταθερού επιτοκίου καθ' όλη την διάρκεια ζωής του ομολόγου και μέχρι να εξισωθεί η λογιστική με την ονομαστική του αξία. Βλ. Allocation, Depreciation 4. Η σταδιακή απορρόφηση των διαφόρων εξόδων [προμήθεια διαχείρισης, έξοδα Agent, έξοδα και προμήθειες του ομίλου των δανειστριών τραπεζών (front-end fees)], τα οποία είναι πληρωτέα πριν από την εκταμίευση ενός απλού ή κοινοπρακτικού δανείου.

AMORTIZATION SCHEDULE

[Πίνακας τοκοχρεολυτικών δόσεων]. Ο πίνακας που απεικονίζει τις τοκοχρεολυτικές δόσεις σταδιακής αποπληρωμής ενός δανείου. Ο πίνακας δείχνει τι ποσόν από κάθε πληρωμή αντιπροσωπεύει τόκους, τι ποσόν αντιπροσωπεύει κεφάλαιο και το ανεξόφλητο υπόλοιπο του δανείου ανά πάσα στιγμή.

Η κάθε δόση περιλαμβάνει μέρος του τόκου και μέρος του κεφαλαίου, το δε μέρος του τόκου είναι το υψηλότερο τον πρώτο χρόνο και μειώνεται σταδιακά, όσο μειώνεται και το ποσό του κεφαλαίου. Παρατίθεται απλό amortization schedule, για κεφάλαιο \$ 1,000 προς επιτόκιο 6 % ετησίως.

ASSETS

[Ενεργητικό, περιουσιακά στοιχεία]. Τα πιθανά μελλοντικά οικονομικά οφέλη από υλικά ή άυλα πράγματα που αποκτώνται ή ελέγχονται από μία συγκεκριμένη επιχειρηματική οντότητα, σαν αποτέλεσμα προηγούμενων οικονομικών συναλλαγών ή γεγονότων. Χωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες, τα υλικά (tangible assets), τα οποία έχουν φυσική υπόσταση όπως οι κτιριακές εγκαταστάσεις, τα οικόπεδα, ο μηχανολογικός και άλλος εξοπλισμός, απαιτήσεις κατά τρίτων, ταμείο και σε άυλα (intangible assets), τα οποία δεν έχουν φυσική υπόσταση αλλά έχουν αξία για τον κάτοχό τους από τα δικαιώματα και τα προνόμια που παρέχουν (όπως δικαίωμα ευρεσιτεχνίας, πνευματικής ιδιοκτησίας, franchising, εμπορικό σήμα, φήμη κα)

ASSET BACKED SECURITIES

Τραπεζικά ομόλογα ή πιστοποιητικά τα οποία καλύπτονται από διάφορες μορφές τραπεζικών απαιτήσεων όπως καταναλωτικά δάνεια, συμβάσεις Leasing απαιτήσεις από πιστωτικές κάρτες κλπ. και δίνουν στον κατοχό τους αδιαίρετο δικαίωμα σε κάθε μορφή απαίτησης που καλύπτει το χρεόγραφο.

ASSUMPTION (of Mortgage, Liability, Debt)

[Ανάληψη υποχρέωσης]. Το ενυπόθηκο χρέος ή οποιαδήποτε άλλη μορφή οφειλής, η οποία αναλαμβάνεται από κάποιο τρίτο μέρος πλην του υπόχρεου, με τη σύμφωνη

γνώμη του πιστωτή, λόγω απόκτησης ιδιοκτησίας του περιουσιακού στοιχείου που έχει δεσμευθεί έναντι οφειλής.

ATTACHMENT

[Κατάσχεση, προσάρτηση]. 1. Η νομική διαδικασία με την οποία κατάσχεται ή τίθεται υπό επιτροπεία μία κινητή ή ακίνητη περιουσία μετά από δικαστική απόφαση, για εξασφάλιση αποπληρωμής οφειλής. Οι πληρωμές ή η πώληση των περιουσιακών στοιχείων επιτρέπονται μόνο μετά από απόφαση του αρμόδιου δικαστηρίου. 2 Το νομικό έγγραφο κατάσχεσης ή προσάρτησης. 3. Το προσάρτημα μιας δανειακής σύμβασης, ασφαλιστηρίου συμβολαίου ή συμφώνου, με πρόσθετους ειδικούς όρους.

AVAILABLE FUNDS

[Διαθέσιμα κεφάλαια]. Η ταμιακή ρευστότητα, τα κεφάλαια που έχει διαθέσιμα προς δανεισμό προς τους πελάτες της μίας τράπεζα. Η ρευστότητα αυτή επηρεάζεται από πολλούς λόγους πέραν των αυξομειώσεων των επιτοκίων, όπως πχ παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας για συγκράτηση του δανεισμού με διάφορα περιοριστικά μέτρα, όπως αύξηση των υποχρεωτικών αποθεμάτων, διατήρηση του προεξοφλητικού επιτοκίου σε υψηλά επίπεδα, ώστε να γίνει το χρήμα ακριβότερο κα.

AVERAGE LIFE

[Μέσος όρος ζωής]. Ο μέσος κύκλος ζωής ενός στοιχείου του Ενεργητικού. Λογιστικός όρος, που χρησιμοποιείται για τον καθορισμό του χρόνου απόσβεσης του και των διαδοχικών μειώσεων στο κόστος κτήσης του.

B

BALANCE

1 [Ισορροπία]. Ο κατάλληλος συνδυασμός ήχων ή χρωμάτων σε μια τηλεοπτική ή έντυπη διαφήμιση για να επιτευχθεί το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα. 2. [Υπόλοιπο]. Η διαφορά μεταξύ του συνόλου των χρεώσεων και πιστώσεων σε έναν λογαριασμό. 3. [Υπόλοιπο]. Γενικά είναι το υπόλοιπο ενός λογαριασμού, είτε αυτός είναι τραπεζικός λογαριασμός είτε ένας λογαριασμός πίστωσης που έχει ανοίξει ένας προμηθευτής για έναν πελάτη του. Το υπόλοιπο μπορεί να είναι και αρνητικό, όπου αυτό είναι δυνατόν να συμβεί.

BALANCE SHEET

[Ισολογισμός]. Αποτελεί μια από τις πιο σημαντικές λογιστικές καταστάσεις. Πρόκειται για μια συνολική εικόνα της επιχείρησης, έτσι όπως έχει διαμορφωθεί στο τέλος μιας λογιστικής περιόδου. Ο ισολογισμός καταstrώνεται με το σύστημα της διπλής λογιστικής εγγραφής, αποτελούμενος από ένα αριστερό και ένα δεξιό τμήμα, το ενεργητικό και το παθητικό (credit debit), που πρέπει να έχουν ακριβώς την ίδια αξία. Στο ενεργητικό καταγράφονται τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, πάγια και τρέχοντα (πάγιο και κυκλοφορούν ενεργητικό). Δεξιά, στο παθητικό παρουσιάζεται ο τρόπος που χρηματοδοτείται μια επιχείρηση, τα ίδια κεφάλαια και οι συνολικές υποχρεώσεις που έχει. Κάθε ανώνυμη εταιρεία και εταιρεία περιορισμένης

ευθύνης είναι υποχρεωμένη, στο τέλος κάθε λογιστικής περιόδου να δημοσιεύει τον ισολογισμό της, μαζί με τον ισολογισμό της προηγούμενης περιόδου, υπογεγραμμένο και σχολιασμένο από ορκωτούς λογιστές. Ο ισολογισμός ως πηγή πληροφόρησης έχει τους περιορισμούς του. Οι πιο σημαντικοί περιορισμοί είναι: α) ότι η αξία των περιουσιακών στοιχείων που αναγράφονται σ' αυτόν είναι η λογιστική αξία, που είναι ιστορική και μπορεί να μην ανταποκρίνεται στην τρέχουσα αγοραία αξία τους· β) ο ίδιος ο ισολογισμός είναι στατικός, δείχνει την εικόνα της επιχείρησης ακριβώς όπως ήταν την ημερομηνία που συντάχθηκε, αντίθετα, ο λογαριασμός αποτελεσμάτων παρουσιάζει στοιχεία για τη διαχρονική πορεία, τη δυναμική της επιχείρησης· γ) όπως σε όλες τις λογιστικές καταστάσεις, στον ισολογισμό ιδιαίτερα, με την πληθώρα των στοιχείων που ενσωματώνει, μπορεί να γίνουν επεμβάσεις στα όρια της νομιμότητας, που να αλλοιώνουν τον αντικειμενικό σκοπό του, που είναι η παρουσίαση μιας αντιπροσωπευτικής εικόνας της επιχείρησης. Οριακές λογιστικές πρακτικές όποτε αυτές είναι δυνατόν να εντοπιστούν, σχολιάζονται από τους ορκωτούς ελεγκτές σε ειδικό τμήμα, στο τέλος κάθε ισολογισμού.

BANK RATE

[Διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού τραπεζών]. Ο όρος αυτός αναφέρεται στο διατραπεζικό επιτόκιο με το οποίο οι τράπεζες δανείζονται πόρους από την κεντρική τράπεζα μιας χώρας. Το επιτόκιο αυτό αποτελεί σημαντικό οικονομικό μέγεθος και οι μεταβολές του προαναγγέλλουν γενικές μεταβολές των επιτοκίων. Αποτελεί σημαντικό και άμεσα διαθέσιμο εργαλείο άσκησης της νομισματικής πολιτικής από την κεντρική τράπεζα.

BANKRUPTCY

[Πτώχευση]. Πρόκειται για την οικονομική αδυναμία ενός ατόμου ή εταιρείας να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει προς τους πιστωτές. Απαραίτητη προϋπόθεση για να κηρυχθεί ένα άτομο ή εταιρεία σε πτώχευση, είναι η έκδοση σχετικής δικαστικής απόφασης. Η πτώχευση διακρίνεται σε αναγκαστική, όταν επιβάλλεται κατόπιν αιτήσεως ενός ή περισσοτέρων από τους πιστωτές, σε εθελοντική, όταν εκείνος ο οποίος αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του υποβάλλει σχετική δήλωση, και σε αυτεπάγγελτη, για λόγους δημοσίου συμφέροντος. Όταν υπάρχει δόλος στην πτώχευση μιας επιχείρησης τότε η πράξη αυτή χαρακτηρίζεται δόλια χρεοκοπία και διώκεται ποινικά. Στην Ελλάδα το αρμόδιο δικαστικό όργανο είναι το πολυμελές πρωτοδικείο. Η κήρυξη κατάστασης πτώχευσης αφορά το νομικό ή φυσικό πρόσωπο που έχει την εμπορική ιδιότητα ή που την είχε έως το διάστημα που έπαυσε τις πληρωμές. Το δικαστήριο διεκπεραιώνει όλη τη πτωχευτική διαδικασία. Η διαχείριση της περιουσίας του πτωχεύσαντος περιέρχεται σε διορισμένο από το δικαστήριο εισηγητή δικαστή, ο οποίος καλείται σύνδικος. Τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης ή του ατόμου δεσμεύονται κατά τη διεξαγωγή της διαδικασίας και παύει κάθε άλλη δικαστική δίωξη που αφορά οικονομικά αιτήματα. Η συσσώρευση τόκων επί των οφειλών σταματάει κατά την ημερομηνία που κηρύσσεται η πτώχευση. Ορίζεται επίσης, ένα χρονικό διάστημα πριν από την κήρυξη πτώχευσης, κατά το οποίο όλες οι συναλλαγές του πτωχεύσαντος θεωρούνται ύποπτες και μπορεί να ακυρωθούν. Οι πιστωτές οφείλουν να αποδείξουν τα δικαιώματά τους επί της πτωχευτικής περιουσίας. Η πτωχευτική διαδικασία μπορεί να λήξει συμβιβαστικά εάν οι πιστωτές αποδεχτούν τις προτάσεις του πτωχεύσαντος, με τη σύμφωνη γνώμη πάντοτε και του συνδίκου. Εάν δεν επιτευχθεί συμβιβασμός, τότε διενεργείται η εκκαθάριση της πτωχευτικής περιουσίας και η διανομή του προϊόντος

στους πιστωτές. Όσοι πιστωτές είχαν εμπράγματη εξασφάλιση δεν χάνουν τα δικαιώματά τους στα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν για την εξασφάλιση. Τέλος, στην Ελλάδα παραμένει υπό συζήτηση το εάν στη διαδικασία πτώχευσης θα υπόκεινται και μη έμποροι, απλοί ιδιώτες, όπως συμβαίνει σε άλλες χώρες.

BASE RATE

[Βασικό επιτόκιο]. 1. Το επιτόκιο με το οποίο η κεντρική τράπεζα δανείζει στις υπόλοιπες τράπεζες. Αυξομειώνοντας το ύψος του επιτοκίου η κεντρική τράπεζα μπορεί να ελέγχει την ρευστότητα της αγοράς. 2. Το επιτόκιο με βάση το οποίο υπολογίζει μια εμπορική τράπεζα το επιτόκιο των δανείων της. Συνήθως οι πελάτες δανείζονται με το επιτόκιο αυτό προσαυξημένο κατά ένα ποσοστό, για να καλυφθεί η έκθεση της τράπεζας στον κίνδυνο μη αποπληρωμής.

BASIS RISK

[Κίνδυνος βάσης]. Ονομάζεται ο κίνδυνος που μπορεί να ελλοχεύει στις προθεσμιακές αγορές όταν οι προθεσμιακές τιμές και οι τιμές άμεσης αγοράς και παράδοσης δεν είναι ορθά συσχετισμένες μεταξύ τους. Ως αποτέλεσμα αυτής της κατάστασης μπορεί να μεταβληθούν σημαντικά οι προθεσμιακές τιμές, επηρεάζοντας έτσι διάφορες επενδυτικές θέσεις.

BASIS SWAP

[Ανταλλαγή Βάσεως]. Καλείται έτσι μια συμφωνία ανταλλαγής κυμαινόμενων επιτοκίων, η οποία χρησιμοποιείται από τις τράπεζες ως αμυντική επενδυτική στρατηγική. Στόχος της είναι η κάλυψη από τον κίνδυνο που προέρχεται από την διαφορά μεταξύ των επιτοκίων που δανείζουν και των επιτοκίων με τα οποία χρηματοδοτούνται στις διεθνείς αγορές. Βλέπε και swap structures.

BASKET OPTION (WARRANT)

[Δικαίωμα έναντι καλαθιού τίτλων]. Είναι το χρηματοοικονομικό δικαίωμα (option) που εκδίδεται από χρηματοοικονομικό οργανισμό επί : α) ενός καλαθιού τουλάχιστον δύο μετοχών εκδόσεως άλλων εταιρειών και συνοδεύει την έκδοση ενός ομολογιακού τίτλου. Στην ημερομηνία εξάσκησης του δικαιώματος αυτού είτε γίνεται αγορά των μετοχών, είτε γίνεται απόδοση του μερίσματος ή τοκομεριδίου, είτε απλός χρηματικός διακανονισμός, ανάλογα με τους όρους έκδοσης του basket option warrant· β) ενός καλαθιού επιτοκίων, δεικτών ή ισοτιμιών. Στην ημερομηνία εξάσκησης του δικαιώματος αυτού γίνεται απλός χρηματικός διακανονισμός. Ως covered warrant, synthetic warrant, third party warrant χαρακτηρίζεται ένα εγγυημένο χρηματοοικονομικό δικαίωμα. Εκδίδεται από χρηματοοικονομικό οργανισμό επί ενός καλαθιού μετοχών εκδόσεως άλλων εταιρειών, που ήδη αυτός (ο εκδότης) κατέχει ως δικό του πιστοληπτικό κάλυμμα. Ως equity warrant χαρακτηρίζεται άλλο ένα εγγυημένο χρηματοοικονομικό δικαίωμα. Εκδίδεται από χρηματοοικονομικό οργανισμό επί ενός καλαθιού μίας μόνο μετοχής εκδόσεως άλλων εταιρειών ή του ίδιου του εκδότη, τις οποίες ήδη κατέχει ως δικό του πιστοληπτικό κάλυμμα.

BEAR

[Αρκούδα μτφρ.]. Είναι μεταφορικός χαρακτηρισμός ενός επενδυτή που αναμένει πτωτική πορεία των τιμών στην χρηματαγορά. Αντίθετο του bull (ταύρος). Η πιο συνηθισμένη στρατηγική με την οποία αυτός ο επενδυτής μπορεί να προσπαθήσει να επωφεληθεί, είναι πουλώντας χρεόγραφα που δεν έχει στην κατοχή του. Κατόπιν καλύπτει την επενδυτική του θέση αγοράζοντας τα χρεόγραφα που πρέπει να παραδώσει σε χαμηλότερες τιμές (εάν οι προσδοκίες του αποδειχθούν αληθινές).

BEAR BOND

[Αμυντικό ομόλογο]. Το ομόλογο του οποίου η αξία αναμένεται να ανέβει σε ένα περιβάλλον bear, όπου τα επιτόκια ανεβαίνουν. Αντίθετα βλέπε Bull bond.

BENCHMARK

[Σημείο αναφοράς]. Ονομάζεται ένα σημείο ελέγχου, μια τιμή με ιδιαίτερη σημασία πάνω στο διάστημα τιμών που μπορεί να λάβει ένα μέγεθος. Το σημείο αυτό μπορεί να λειτουργεί ως σήμα για να ενεργοποιούνται κάποιες αντιδράσεις, ή να έχει απλώς μια αυθαίρετη σημασία σε συγκρίσεις και αναλύσεις.

BID

[Πρόταση, προσφορά]. 1. Κατά τη διαπραγμάτευση μιας αγοράς ονομάζεται έτσι η τιμή που προσφέρει ο αγοραστής. 2. Στο χρηματιστήριο ονομάζεται έτσι η τιμή που προσφέρεται για την αγορά μιας ποσότητας ενός χρεογράφου. 3. Καλείται έτσι η προσφορά για την εξαγορά μιας εταιρείας.

BID and ASK

[Προσφέρω και ρωτώ]. Έκφραση που υποδηλώνει διαφορά μεταξύ της τιμής που προσφέρει ένας αγοραστής και της τιμής που ζητάει ένας πωλητής. Παρόλο που η έκφραση χρησιμοποιείται στην κυρίως στην αγορά χρήματος, αντιπροσωπεύει όλες τις περιπτώσεις στην οποία υπάρχει η διαδικασία της δημόσιας ή ιδιωτικής προσφοράς.

BULLET

[Τελευταία πληρωμή]. Η τελευταία δόση ενός δανείου, που συνήθως περιλαμβάνει και την αποπληρωμή του δανεισθέντος κεφαλαίου.

BUNDLE

[Δέμα]. Η πώληση δύο αγαθών σε μια τιμή. Σκοπός, με αυτόν τον τρόπο, είναι η πώληση ενός προϊόντος λόγω της μεγάλης ζήτησης για ένα άλλο, ή την αύξηση της ζήτησης και για τα δύο προϊόντα λόγω των πιθανών συνεργειών. Παράδειγμα είναι η πώληση λογισμικού μαζί με έναν Η/Υ σε μια τιμή.

BUNDLE of RIGHTS

[Δέση δικαιωμάτων]. Η θεωρία αξίωμα του νόμου με την οποία ο κάτοχος μιας ακίνητης περιουσίας έχει και όλα τα συναφή δικαιώματα σε αυτή. Δηλαδή το δικαίωμα της πώλησης, της χρήσης, της διαφοροποίησης κλπ.

BUSINESS RISK

[Επιχειρηματικός κίνδυνος]. Είναι ο ενδογενής κίνδυνος που αφορά την απόδοση μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας και προέρχεται από την ίδια τη φύση της (π.χ. από τον ανταγωνισμό, τον κίνδυνο μείωσης των πωλήσεων, την αποτυχία λήψης ορθών αποφάσεων κ.λπ.). Το άλλο συστατικό του συνολικού κινδύνου που αντιμετωπίζει κάθε επιχείρηση είναι ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο οποίος βρίσκεται έξω από τον έλεγχό της (π.χ. η κίνηση των επιτοκίων, η ισοτιμίες του συναλλάγματος κ.λπ.).

C

CALL OPTION

[Δικαίωμα μελλοντικής αγοράς]. Το δικαίωμα αγοράς ενός αριθμού μετοχών [συνήθως 100 μετοχές ανά δικαίωμα] ή ενός χρηματιστηριακού δείκτη σε μια προκαθορισμένη τιμή και μέχρι μια μελλοντική ημερομηνία. Τέτοια δικαιώματα αγοράζονται όταν η προσδοκία είναι ότι η τιμή της μετοχής θα πραγματοποιήσει σημαντική άνοδο. Συγχρόνως η αγορά ενός «δικαιώματος μελλοντικής αγοράς» δίδει το δικαίωμα στον αγοραστή να παραιτηθεί του δικαιώματος του εάν δεν επιβεβαιωθούν οι προσδοκίες του χάνοντας έτσι μόνον το κόστος αγοράς το δικαίωματος [Call Premium].

CALL PREMIUM

1. Options [Τιμή δικαιώματος μελλοντικής αγοράς]. Η τιμή που καταβάλλει ο αγοραστής ενός «δικαιώματος μελλοντικής αγοράς» για να αποκτήσει το δικαίωμα. Δηλαδή, το να αποκτήσει μετοχές, ή άλλους τίτλους, με προκαθορισμένη τιμή μέχρι μια μελλοντική ημερομηνία. 2. Bonds [Το κόστος προεξόφλησεως ομολογιών]. Για τις ομολογίες το ποσόν επιπλέον της ονομαστικής τιμής που πρέπει να καταβάλει ο εκδότης σε έναν επενδυτή για την πρόωρη εξαργύρωση της ομολογίας. Το άθροισμα του κόστους προεξόφλησης και της ονομαστικής αξίας μας δίδει την τιμή προεξόφλησης (Call Price).

CAPITAL ASSET PRICING MODEL

[Υπόδειγμα τιμολόγησης κεφαλαιακών τίτλων]. Οικονομικό υπόδειγμα που αναπτύχθηκε τη δεκαετία του 60 τυποποιώντας την ιδέα της θετικής σχέσης ανάμεσα στις προσδοκώμενες αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου και την ανάληψη επενδυτικού κινδύνου. Το υπόδειγμα παραδέχεται την ύπαρξη μιας θετικής γραμμικής συναρτησιακής σχέσης ανάμεσα στις προσδοκώμενες αποδόσεις ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου και του συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου αυτού. Ο συστηματικός κίνδυνος μετράται με την παράμετρο β και η εξίσωση προσδοκώμενων αποδόσεων έχει την εξής γενική μορφή: $R = R_f + \beta(R_m - R_f)$. Όπου R είναι η προσδοκώμενη απόδοση, R_f είναι η απόδοση χωρίς κίνδυνο π.χ το

επιτόκιο των ομολόγων του δημοσίου, B είναι η γνωστή παράμετρος που μας δίδει τον βαθμό που οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου που ενέχει εισοδηματικό κίνδυνο κινούνται στην ίδια κατεύθυνση με τις αποδόσεις της αγοράς και τέλος R_m είναι οι προσδοκώμενες αποδόσεις του τμήματος του χαρτοφυλακίου που ενέχει εισοδηματικό κίνδυνο. Άρα όσο μεγαλύτερη η τιμή του συντελεστή β και του όρου εντός της παρενθέσεως, που ονομάζεται «δείκτης κινδύνου», τόσο μεγαλύτερη η προσδοκώμενη αποδοτικότητα του χαρτοφυλακίου. Υπάρχει και ένα παρεμφερές υπόδειγμα, που ονομάζεται υπόδειγμα αγοραίου χαρτοφυλακίου, το οποίο παραδέχεται ότι οι αποδόσεις ενός τίτλου ή ενός χαρτοφυλακίου διαιρούνται στο συστηματικό μέρος που κινείται με βάση την αγορά και σε ένα μη συστηματικό μέρος που αποτυπώνεται σε έναν όρο που έχει την οικονομική έννοια «μη συστηματικού σφάλματος», «θορύβου» κλπ. Η γενική εξίσωση προσδοκώμενων αποδόσεων ενός τέτοιου υποδείγματος έχει την ακόλουθη μορφή: $R = \alpha + \beta R_m + u$. Όπου όλα τα κοινά σύμβολα έχουν την ίδια ερμηνεία με αυτήν της προηγούμενης εξίσωσης, ενώ ο όρος u συμβολίζει το μη συστηματικό σφάλμα και ο όρος α την απόδοση του χαρτοφυλακίου όταν η απόδοση του τμήματος του που ενέχει εισοδηματικό κίνδυνο είναι μηδέν. Αν εξαιρέσουμε τον όρο α , ο οποίος αναμένεται να τείνει στο μηδέν σύμφωνα με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, που επιχειρηματολογεί ότι σε μια αποτελεσματική αγορά τα κεφάλαια κατευθύνονται προς τους τίτλους με τις υψηλότερες αποδόσεις, το παραπάνω υπόδειγμα είναι τυπικά ανάλογο προς το υπόδειγμα «τιμολόγησης κεφαλαιακών τίτλων».

CLASSIFICATION of ASSETS

[Κατηγοριοποίηση στοιχείων ενεργητικού]. Διαδικασία ομαδοποίησης οικονομικών πόρων κάτω από τις κατάλληλες κατηγορίες. Οι κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού περιλαμβάνουν το τρέχον ενεργητικό [current assets], το πάγιο ενεργητικό [fixed assets], τα άυλα στοιχεία ενεργητικού [intangible assets] και τα μεταφερόμενα έξοδα [deferred costs]. Η κατηγοριοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού διευκολύνει την ανάλυση της χρηματοοικονομικής υγείας της επιχείρησης.

CMO

Σύντμηση CMO [Τίτλος καλυπτόμενος από εχέγγυα]. Τίτλοι που εκδίδουν επιχειρήσεις και οι οποίοι καλύπτονται από εχέγγυα που διαφοροποιούνται σε βραχυχρόνιες, μεσοπρόθεσμες και μακροχρόνιες υποθήκες.

COLLATERAL SECURITY

[Εχέγγυο]. Μη προσωπική εγγύηση που προαπαιτούν, μεταξύ εγγυήσεων άλλης μορφής, οι τράπεζες για την σύναψη δανείων με ιδιώτες και επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα οι τράπεζες συνήθως απαιτούν τριτεγγύηση του δανείου με την προσημείωση περιουσιακών στοιχείων ή την καταβολή μετρητών, που θα τους δώσει προνομιακή θέση σε περίπτωση ρευστοποίησης του περιουσιακού στοιχείου, λόγω αδυναμίας εκπληρώσεως των όρων αποπληρωμής του δανείου από το δανειολήπτη. Ο συνήθης τρόπος κατοχύρωσης της προνομιακής θέσης της τράπεζας σε περίπτωση ρευστοποίησης του περιουσιακού στοιχείου είναι η αναγραφή της ως προτιμώμενου ενυπόθηκου δανειστή του στοιχείου αυτού [preferred mortgagee]. Από εμπορικής πλευράς οι τράπεζες κατατάσσουν τα επενδυτικά σχέδια που τους υποβάλλονται για δανειακή χρηματοδότηση κατά βαθμό εισοδηματικού κινδύνου και στη συνέχεια αποφασίζουν ποιο ποσοστό του σχεδίου θα χρηματοδοτήσουν οι ίδιες και ποιο θα

πρέπει να καλύψει ο δανειολήπτης. Κατόπιν ζητούν εγγυήσεις για το τμήμα που θα χρηματοδοτήσουν οι ίδιες σε ποσοστό που να υπερβαίνει την τρέχουσα χρηματική του αξία και στο σημείο αυτό υπεισέρχεται η χρησιμοποίηση «εχεγγύων».

CLOSED END MORTGAGE

[Κλειστή ενυπόθηκη ομολογία]. Ομολογιακή ενυπόθηκη έκδοση όπου η συμφωνία εκδόσεως απαγορεύει την αποπληρωμή πριν την ολοκλήρωση του κύκλου ζωής της ομολογίας και την επαναχρησιμοποίηση του εχεγγύου χωρίς την άδεια των ομολογιούχων.

COLLATERAL SECURITY

[Εχέγγυο]. Μη προσωπική εγγύηση που προαπαιτούν, μεταξύ εγγυήσεων άλλης μορφής, οι τράπεζες για την σύναψη δανείων με ιδιώτες και επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα οι τράπεζες συνήθως απαιτούν τριτεγγύηση του δανείου με την προσημείωση περιουσιακών στοιχείων ή την καταβολή μετρητών, που θα τους δώσει προνομακή θέση σε περίπτωση ρευστοποίησης του περιουσιακού στοιχείου, λόγω αδυναμίας εκπληρώσεως των όρων αποπληρωμής του δανείου από το δανειολήπτη. Ο συνήθης τρόπος κατοχύρωσης της προνομακικής θέσης της τράπεζας σε περίπτωση ρευστοποίησης του περιουσιακού στοιχείου είναι η αναγραφή της ως προτιμώμενου ενυπόθηκου δανειστή του στοιχείου αυτού [preferred mortgagee]. Από εμπορικής πλευράς οι τράπεζες κατατάσσουν τα επενδυτικά σχέδια που τους υποβάλλονται για δανειακή χρηματοδότηση κατά βαθμό εισοδηματικού κινδύνου και στη συνέχεια αποφασίζουν ποιο ποσοστό του σχεδίου θα χρηματοδοτήσουν οι ίδιες και ποιο θα πρέπει να καλύψει ο δανειολήπτης. Κατόπιν ζητούν εγγυήσεις για το τμήμα που θα χρηματοδοτήσουν οι ίδιες σε ποσοστό που να υπερβαίνει την τρέχουσα χρηματική του αξία και στο σημείο αυτό υπεισέρχεται η χρησιμοποίηση «εχεγγύων».

COUPON

[Κουπόνι]. Από πρακτικής απόψεως είναι ένα ένταλμα για την πληρωμή τόκου σε τίτλους σταθερού εισοδήματος από τους οποίους πρέπει να αποκολληθεί. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω έχει επικρατήσει η χρησιμοποίηση του όρου και ως όρο που περιγράφει γενικά το ονομαστικό επιτόκιο μιας ομολογίας και διευκρινίζει τον πληρωτέο τόκο επί της ομολογίας σε κάθε χρονική περίοδο. Το κουπόνι μπορεί να διαφέρει από το επιτόκιο της εκδόσεως για τις ομολογίες εκείνες που εκδίδονται σε μια τιμή που περιλαμβάνει έκπτωση ή προσαύξηση επί της ονομαστικής τους αξίας.

CREDIT

[Πίστωση/ Χρέωση]. 1. Τα δάνεια, οι ομολογίες, τα υπόλοιπα ανοικτών λογαριασμών με εμπορικές επιχειρήσεις. 2. Διαθέσιμες αλλά αχρησιμοποίητες επιστολές πιστώσεων τραπεζών καθώς και ένα πλήθος υπηρεσιών καταναλωτικών πιστώσεων. 3. Αναπροσαρμογή των τιμών σε όφελος του πελάτη ή η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης 4. Στη λογιστική η εγγραφή που αυξάνει το ύψος του παθητικού, τα ίδια κεφάλαια των ιδιοκτητών, τα έσοδα και τα κέρδη και μειώνει το ενεργητικό και τα έξοδα.

CREDIT CREATION

[Πίστωση/ Χρέωση]. 1. Τα δάνεια, οι ομολογίες, τα υπόλοιπα ανοικτών λογαριασμών με εμπορικές επιχειρήσεις. 2. Διαθέσιμες αλλά αχρησιμοποίητες επιστολές πιστώσεων τραπεζών καθώς και ένα πλήθος υπηρεσιών καταναλωτικών πιστώσεων. 3. Αναπροσαρμογή των τιμών σε όφελος του πελάτη ή η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης 4. Στη λογιστική η εγγραφή που αυξάνει το ύψος του παθητικού, τα ίδια κεφάλαια των ιδιοκτητών, τα έσοδα και τα κέρδη και μειώνει το ενεργητικό και τα έξοδα.

CREDIT GUARANTEE

[Εγγύηση πιστώσεων]. Η εγγύηση που παρέχει μια υπηρεσία παροχής δανειακών εγγυήσεων σε ένα δανειολήπτη που παρ'όλο που είναι αξιόπιστος από κάθε άποψη αδυνατεί να λάβει τραπεζικό δάνειο επειδή δεν μπορεί να συγκεντρώσει τα απαιτούμενα εχέγγυα [βλ. ιδίου Collateral]. Η υπηρεσία χορήγησης δανειακών εγγυήσεων θα επιτρέψει σε έναν τέτοιο δανειολήπτη να λάβει τραπεζικό δάνειο παρέχοντας τα εχέγγυα για τον σκοπό αυτό.

CREDIT MULTIPLIER

[Πολλαπλασιαστής πιστώσεων]. Με τη στενή έννοια ο λόγος ανάμεσα στη μεταβολή του συνολικού τραπεζικού δανεισμού προς τη μεταβολή στα διαθέσιμα των τραπεζών που την προκάλεσε. Στη θεωρία της δημιουργίας πιστώσεων από τις τράπεζες εκφράζει τον λόγο της μεταβολής των τραπεζικών καταθέσεων, που είναι αποτέλεσμα της επέκτασης του δανεισμού, προς την μεταβολή στα διαθέσιμα των τραπεζών που την προκάλεσε. Για τον παραπάνω λόγο αναφέρεται και ως πολλαπλασιαστής τραπεζικών καταθέσεων [bank deposit multiplier]. Η τιμή του πολλαπλασιαστή εξαρτάται από τον λόγο των υποχρεωτικών διαθεσίμων των τραπεζών και το ύψος των διαρροών τίτλων χρηματικών διαθεσίμων από το τραπεζικό σύστημα. Η απλή μορφή του πολλαπλασιαστή δίδεται από τον τύπο $\Delta D = [1/(c+r)]\Delta R$ όπου ΔD είναι η μεταβολή στις καταθέσεις, ΔR είναι η μεταβολή στα διαθέσιμα, c είναι ο λόγος μετρητών προς καταθέσεις που επιθυμεί να διατηρεί το κοινό και r είναι ο λόγος υποχρεωτικών διαθεσίμων των τραπεζών. Ο πολλαπλασιαστής δίδεται από τον τύπο $1/(c+r)$.

CREDIT RATING

[Πιστοληπτική αξιολόγηση]. Η επίσημη αξιολόγηση του πιστοληπτικού παρελθόντος ενός ατόμου ή μιας επιχείρησης και της δυνατότητας του να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις του. Υπάρχουν σειρά από εταιρείες σε κάθε χώρα που διατηρούν στοιχεία αυτής της μορφής για ιδιώτες και επιχειρήσεις. Η αξιολόγηση των ομολογιών στις ΗΠΑ από τις ασφαλιστικές εταιρείες Standard & Poor's και Moody's είναι μια μορφή αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

CREDITORS

[Πιστωτές]. Φυσικά ή νομικά πρόσωπα που παρέχουν πιστώσεις οποιασδήποτε μορφής.

CURRENT YIELD

[Τρέχουσα απόδοση]. Ο ετήσιος τόκος που αποδίδει μια επένδυση προς την τρέχουσα τιμή του τίτλου. Στην περίπτωση μιας ομολογίας είναι η πραγματική εισοδηματική απόδοση και όχι η απόδοση με βάση το επιτόκιο του κουπονιού [coupon rate] ή την απόδοση στην ωρίμανση [maturity] του τίτλου. Παραδείγματος χάριν, εάν το επιτόκιο του κουπονιού είναι 10% και η ονομαστική αξία του τίτλου είναι 1000δρχ. αγοράζεται στην τιμή των 800δρχ. Το ετήσιο εισόδημα από την ομολογία είναι 100δρχ. Αλλά αφού η ομολογία αγοράστηκε για 800δρχ. η τρέχουσα απόδοση δεν είναι 10% αλλά 12.5%.

D

DEBT INSTRUMENT

[Όργανο (εργαλείο) χρέους]. Αναφέρεται στα διάφορα χρηματοοικονομικά όργανα (εργαλεία) που χρησιμοποιούνται σαν τίτλοι αναγνώρισης του χρέους του εκδότη (issuer) τους προς τον αγοραστή τους, όπως είναι, π.χ., τα ομόλογα.

DEBT SECURITY

[Τίτλος χρέους]. Είναι ένα χρεόγραφο με το οποίο ο χρεώστης εκδότης (debtor issuer) αναγνωρίζει ότι οφείλει το αναγραφόμενο ποσό - ονομαστική αξία (face value ή nominal value) του τίτλου - και τους αντίστοιχους τόκους που υπολογίζονται με βάση το ονομαστικό επιτόκιο (nominal interest rate) στον πιστωτή αγοραστή (creditor buyer) του.

DEBT SERVICE

[Εξυπηρέτηση χρέους]. Τα χρήματα αποπληρωμής ενός δανείου. Όταν περιλαμβάνει μόνο το κεφάλαιο και τον αντίστοιχο τόκο που αναφέρεται στη συμφωνία λέγεται scheduled debt service. Όταν περιλαμβάνει και τυχόν πρόστιμα, καθυστερήσεις, κ.λπ., λέγεται actual debt service.

DEBTOR

[Οφειλέτης]. Το φυσικό ή νομικό πρόσωπο το οποίο έχει δανειστεί κάποιο κεφάλαιο από τράπεζα (borrower) ή μέσω έκδοσης ομολόγων, ομολογιών ή debentures (issuer).

DEFAULT

[Αθέτηση, Παράλειψη]. Η αδυναμία να εκπληρώσει ένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο τις οικονομικές υποχρεώσεις του, που προέρχονται από μία οικονομική συμφωνία ή από κάποια δανειοληψία.

DERIVATIVES

[Παράγωγα (Derivative Security, Derivative Instrument)]. Στην Ελληνική αποδίδονται συνήθως σαν Χρηματοοικονομικά παράγωγα ή παράγωγα προϊόντα. Αποτελούν μία από τις πλέον σύγχρονες μεθόδους κάλυψης κινδύνων από εμπορικές ή επενδυτικές πράξεις. Δηλαδή είναι τα χρηματοοικονομικά εργαλεία διαχείρισης

κινδύνων συναλλάγματος και κινδύνων επιτοκίου που προκύπτουν από τις συναλλαγές και τις υποχρεώσεις που δημιουργούνται ή χρησιμοποιούνται ως κερδοσκοπικά ή επενδυτικά μέσα. Ονομάζονται έτσι διότι δεν αποτελούν χωριστή κατηγορία προϊόντων ,αλλά "παράγονται " ως αποτέλεσμα συγκεκριμένων συναλλαγών των οποίων το υποκείμενο (underlying) μέσο (δηλ. το αντικείμενο που μπορεί να αγορασθεί ή να πουληθεί) μπορεί να είναι μία μετοχή, ομολογία, εμπόρευμα, πολύτιμα μέταλλα, συνάλλαγμα, τραπεζικό δάνειο ή μόνο ο τόκος του, ένα προθεσμιακό συμβόλαιο, ή ακόμα και ένας χρηματιστηριακός δείκτης. Τα παράγωγα εμφανίζονται με πολλούς τύπους οι οποίοι συνεχώς πολλαπλασιάζονται. Οι βασικές κατηγορίες των παραγώγων προϊόντων που ισχύουν σήμερα είναι δύο : 1. Παράγωγα προϊόντα που στηρίζονται σε προθεσμιακές συναλλαγές όπως: α) προθεσμιακές πράξεις (forward contracts) β) Swaps γ) Προθεσμιακά συμβόλαια (Futures). 2. Παράγωγα προϊόντα που στηρίζονται σε συναλλαγές σε χρηματοοικονομικά δικαιώματα όπως: α) συμβόλαια χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων (options). β) Δικαιώματα επιτοκίου μέγιστης και ελάχιστης αξίας (caps, floors and collars) γ) Δικαιώματα επι swaps (swaptions) δ) Δικαιώματα επί προθεσμιακών συμβολαίων (options on futures). Τα παραπάνω προϊόντα χωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες: 1. σ' αυτά που προσφέρονται εκτός χρηματιστηρίων από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (OTC ή Over the counter derivatives) και 2. σε αυτά που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια (Exchange listed derivatives) Τα παράγωγα εκτός χρηματιστηρίου παρέχουν δυνατότητα προσαρμογής στους κινδύνους αγοράς με μεγαλύτερη ακρίβεια και μικρότερο κόστος από τα εντός χρηματιστηρίου.

DISCOUNT RATE

[Προεξοφλητικό επιτόκιο]. Το επιτόκιο που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση ενός δανείου. Το συνηθέστερα αναφερόμενο προεξοφλητικό επιτόκιο είναι το επίσημο προεξοφλητικό επιτόκιο, που καθορίζει η κεντρική τράπεζα μιας χώρας και με οποίο αγοράζει αποδεκτά αξιόγραφα της αγοράς ή δανείζει στις εμπορικές τράπεζες έναντι αποδεκτών εγγυήσεων (π.χ. κρατικών ομολόγων). Με τις κατά διαστήματα αναπροσαρμογές του προεξοφλητικού επιτοκίου, καθώς και με τις αυξομειώσεις των αναπροεξοφλητικών ορίων που ορίζονται για την κάθε τράπεζα, η κεντρική τράπεζα μπορεί να επηρεάσει σοβαρά το γενικό επίπεδο των επιτοκίων και την δανειοδοτική δυνατότητα του τραπεζικού συστήματος.

DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

[Προεξοφλημένη Ταμειακή Ροή]. [Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών]. Μέθοδος υπολογισμού της συνολικής απόδοσης μιας επενδυτικής πρότασης, χρησιμοποιώντας την παρούσα αξία (Present Value) των μελλοντικών, αναμενόμενων, αποδόσεων της. Λέγεται και Rate of Return Method.

E

EARNINGS

[Έσοδα]. Πρόκειται για τα έσοδα μιας επιχείρησης ή το συνολικό εισόδημα ενός εργαζομένου (συμπεριλαμβανομένων εκτάκτων αμοιβών (μπόνους), υπερωριών κ.λπ.). Γενικότερα ο όρος συμπεριλαμβάνει τις απολαβές από κάθε συναλλαγή ή δραστηριότητα. Λογιστικά, ο όρος υποδηλώνει τα κέρδη που απομένουν σε μια

εταιρεία μετά από την πληρωμή των τόκων και την καταβολή των μερισμάτων στους κατόχους προνομιούχων μετοχών. Τα κέρδη αυτά μοιράζονται οι κάτοχοι κοινών μετοχών ή παραμένουν στην εταιρεία ως παρακρατηθέντα κέρδη.

EFFECTIVE ANNUAL YIELD

Πραγματική ετήσια απόδοση. Η επιτοκιακή απόδοση ενός χρεογράφου, σε ετήσια βάση, λαμβάνοντας υπόψη την τυχόν δυνατότητα ανατοκισμού.

EFFECTIVE INTEREST RATE

Το ποσόν (το οποίο εκφράζεται ως ετήσιο ποσοστό) το οποίο αποτελεί τον πραγματικό τόκο μιας κατάθεσης ή ενός δανείου. Το επιτόκιο αυτό μπορεί να διαφέρει από το ονομαστικό επιτόκιο (nominal interest rate), ανάλογα με το χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής των τόκων, δηλ την συχνότητα εισπραξης τους κατά την διάρκεια της ζωής του δανείου. Για παράδειγμα, κατά την προεξόφληση ενός δανείου, κατά την οποία αφαιρείται προκαταβολικά το ποσόν του τόκου από το ποσόν του δανείου, το ποσόν που ο δανειζόμενος έχει στην διάθεση του είναι λιγότερο από το ονομαστικό ποσόν του δανείου, πάνω στο οποίο γίνεται και ο υπολογισμός των τόκων. Στην περίπτωση αυτή το πραγματικό επιτόκιο αποτελούν οι πληρωμές του τόκου που εκφράζονται σαν ένα ετήσιο επιτόκιο επί του ποσού που πραγματικά διατέθηκε στο δανειζόμενο και όχι επί του ονομαστικού ποσού.

F

FAIR CREDIT BILLING ACT (H.P.A.)

[Νόμος περί πρόσβασης σε αρχεία πιστωτικής αξιολόγησης]. (H.P.A.). Νομοθετικό διάταγμα το οποίο καθιστά τα αρχεία που αναλύουν την πιστοληπτική ικανότητα των Αμερικανών πολιτών προσβάσιμα στο κοινό.

FAIR MARKET VALUE ή FAIR VALUE

[Αγοραία αξία]. Η τιμή στην οποία γίνεται η αγοραπωλησία κάποιου αγαθού μεταξύ δύο προσώπων που φέρονται λογικά, κατέχουν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες που χρειάζονται για να προσδιορίσουν την αξία του προϊόντος και δε βρίσκονται υπό πίεση.

FARMERS HOME ADMINISTRATION (H.P.A.)

Κρατική υπηρεσία που σκοπό έχει την προώθηση προγραμμάτων για την απόκτηση στέγης και καλλιεργήσιμης γης, από οικογένειες χαμηλών εισοδημάτων που ζουν σε αμερικανικές αγροτικές περιοχές.

FEDERAL HOME LOAN BANK SYSTEM

[Ομοσπονδιακό σύστημα τραπεζών στεγαστικής πίστης]. (H.P.A.). Συνεργασία δώδεκα αμερικανικών τραπεζικών οργανισμών με σκοπό την προώθηση προγραμμάτων για την απόκτηση στέγης από οικογένειες χαμηλών και μεσαίων εισοδημάτων.

FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE CORPORATION

[Ομοσπονδιακή εταιρεία παροχής στεγαστικής πίστης]. Οργανισμός ο οποίος αγοράζει στεγαστικά δάνεια από τους δανειστές και δημιουργεί ένα χαρτοφυλάκιο τέτοιων δανείων. Με βάση τα δάνεια αυτά δημιουργεί χρεόγραφα, τα οποία στηρίζει με ορισμένες εγγυήσεις, και τα πουλάει στην αγορά.

FEDERAL HOUSING ADMINISTRATION (H.F.A.)

Οργανισμός που ασφαλίζει κεφάλαια που προορίζονται για υποθήκες. Δημιουργήθηκε το 1934 μετά την μεγάλη οικονομική κρίση για να συμβάλει στη δημιουργία μιας πιο σταθερής αγοράς υποθηκών.

FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION ή Fannie Mae (H.F.A.)

Κρατική υπηρεσία που λειτουργεί με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας, βασικός στόχος της οποίας είναι να διευκολύνει την απόκτηση στέγης με την παροχή δανείων χαμηλού κόστους.

FIRST MORTGAGE

[Πρώτη υποθήκη]. Η υποθήκη που έχει προτεραιότητα σε περίπτωση κατάσχεσης ενός ακινήτου.

FIRST MOVER ADVANTAGE

[Πλεονέκτημα του πρωτοεισερχόμενου]. Το θεωρητικό πλεονέκτημα που έχει ένας κατασκευαστής όταν μπαίνει πρώτος σε μια παρθένα από το προϊόν αγορά. Τα πλεονεκτήματα αφορούν την εύκολη αρχική διείσδυση, την κατάκτηση της πρώτης θέσης, τον καθορισμό των ορών του παιχνιδιού κτλ. Υπάρχουν όμως στοιχεία που αποδεικνύουν ότι το πλεονέκτημα αυτό δεν είναι δεδομένο. Σε αρκετές περιπτώσεις το πρώτο άνοιγμα της αγοράς σημαίνει και παραπάνω έξοδα, όπως έξοδα διαφήμισης για την δημιουργία της αγοράς, έξοδα έρευνας, λάθη τακτικής που πρέπει να διορθωθούν κτλ. Τα οφέλη από αυτά τα έξοδα τα έχουν και οι εταιρείες που ακολουθούν στην νέα αγορά.

FIXED ANNUITY

[Σταθερή δόση πληρωμής]. Μία σειρά πληρωμών ενός σταθερού ποσού ανά κάποιο σταθερό χρονικό διάστημα, π.χ. ανά ένα μήνα.

FIXED INTEREST SECURITIES

[Ομόλογα σταθερού επιτοκίου]. Ομόλογα που αποδίδουν ένα σταθερό εισόδημα καθ' όλη την διάρκεια τους παρόλο που η αγοραία τους αξία επηρεάζεται από το τρέχον ύψος των επιτοκίων.

FIXED RATE LOAN

[Δάνειο σταθερού επιτοκίου]. Δάνειο το οποίο έχει σταθερό και αμετάβλητο επιτόκιο καθ' όλη την διάρκειά του και ανεξαρτήτως των συνθηκών στην αγορά επιτοκίων.

FLOATING RATE LOAN

[Δάνειο μεταβλητού επιτοκίου]. Δάνειο του οποίου το επιτόκιο δεν είναι σταθερό καθ' όλη την διάρκειά του αλλά βασίζεται σε κάποιον δείκτη, όπως πχ τα επιτόκια των κρατικών ομολόγων.

FORWARD INTEREST RATE

[Μελλοντικό επιτόκιο]. Το επιτόκιο που θα έχει ένα δάνειο ή μια κατάθεση που ξεκινάει σε μια μελλοντική χρονική στιγμή και τελειώνει σε άλλη χρονική στιγμή.

G

GOVERNMENT MORTGAGE

Στεγαστικό δάνειο με την εγγύηση του κράτους.

GOVERNMENT NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION (GNMA)

Χρηματοπιστωτικός δημόσιος οργανισμός των Η.Π.Α. που συλλέγει τα χρέη από ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, τα ενοποιεί και τα προσφέρει ως εγγυημένους κρατικούς τίτλους διαφόρων τύπων στην κεφαλαιαγορά. βλέπε, GNMA pass-through.

GUARANTEE

[Εγγύηση]. Η υπόσχεση της αποζημίωσης για ένα ελάττωμα που μπορεί να παρουσιαστεί σε ένα προϊόν ή μια λανθασμένη ενέργεια. Ο όρος έχει αυστηρή νομική ερμηνεία και κάθε νομοθέτημα του εμπορικού δικαίου προσφέρει λεπτομερή περιγραφή της νομικής σημασίας του όρου.

GUARANTOR

[Εγγυητής]. Πρόσωπο (φυσικό ή νομικό) που έχει αναλάβει νόμιμη υποχρέωση να εκπληρώσει υποχρεώσεις που ο δανειστής αδυνατεί να εκπληρώσει . Βλ. guarantee.

I

INDIRECT LOAN

[Εμμεσο δάνειο]. Δάνειο που πωλήθηκε σε τρίτους (συνήθως χρηματοοικονομικό οργανισμό) και πλέον απολαμβάνουν του δικαιώματος είσπραξης τόσο του δανεισμένου κεφαλαίου, όσο και των τόκων που προέρχονται από αυτό.

INSURED LOAN

[Ασφαλισμένο δάνειο]. Ασφαλισμένο για την περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης πληρωμής δάνειο ή υποθήκης. Στις ΗΠΑ αρμόδιο για τέτοιου είδους ασφάλιση είναι

το Ομοσπονδιακό Γραφείο Στέγασης (Federal Housing Administration) ή οι ασφαλιστικές εταιρείες.

INTEREST

[Τόκος, συμφέρον]. 1) Το κόστος χρήσης ξένων κεφαλαίων υπολογιζόμενο ως ποσοστό τους σε μια δεδομένη χρονική περίοδο (επιτόκιο). Σημαντικότεροι παράγοντες καθορισμού του επιτοκίου είναι η προσφορά χρήματος, η ζήτηση δανειακών κεφαλαίων, τα επιτόκια στην αγορά συναλλάγματος κλπ. 2) Συμφέρον, όφελος, δικαίωμα επί ιδιοκτησίας.

INTEREST RATE

[Επιτόκιο]. Το κόστος της χρήσης του χρήματος, για μια ορισμένη χρονική περίοδο, εκφρασμένο σε ποσοστιαίους όρους. Το επιτόκιο αντικατοπτρίζει τόσο τις συνθήκες προσφοράς και ζήτησης χρήματος όσο και μια σειρά από άλλους παράγοντες: την αποζημίωση για την ανάληψη κινδύνου και για τον περιορισμό της ρευστότητας από πλευράς του δανειστή και τις προσδοκίες για την εξέλιξη του πληθωρισμού. Διακρίνουμε σε ονομαστικό επιτόκιο (το επιτόκιο που ανακοινώνεται) και πραγματικό επιτόκιο (μετά την αφαίρεση του ρυθμού του πληθωρισμού). Τα επιτόκια αποτελούν σημαντικότατο εργαλείο της νομισματικής πολιτικής μέσω τις επίδρασης που ασκούν στην προσφορά χρήματος.

INVESTMENT SECURITIES

[Επενδυτικά χρεόγραφα]. Περιουσιακό στοιχείο περιλαμβανόμενο στο ενεργητικό μέρος του ισολογισμού ενός τραπεζικού οργανισμού. Πρόκειται για τις μετοχές, τα ομόλογα ή και τους κρατικούς τίτλους που μια τράπεζα διατηρεί και αποτελούν αφ' ενός μεν στοιχείο κερδοφορίας δια μέσου των αποδόσεών τους, αφ' ετέρου δε άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία σε περίπτωση κινδύνου.

J

JUNK BOND

Ομόλογα με ιδιαίτερα χαμηλή αξιοπιστία. Ως τέτοια ονομάζονται ομόλογα με διαβάθμιση χαμηλότερη από Baa από τη Moody's ή BBB από τη Standard and Poors. Λόγω του αυξημένου κινδύνου που εμπεριέχουν προσφέρουν πολύ υψηλές αποδόσεις, προκειμένου να δελεάσουν το επενδυτικό κοινό. Γι αυτό ονομάζονται και high yield bonds.

L

LENDER

[Δανειστής]. Ιδιώτης, εταιρία ή οργανισμός που παρέχει στο δανειζόμενο ποσό χρημάτων ή άλλο προϊόν σε μορφή δανείου ή ενοικίασης, ώστε να βοηθηθεί η περαιτέρω ανάπτυξη και κατανάλωση.

LENDING PONTENTIAL of an INDIVIDUAL COMMERCIAL BANK

[Δανειστική δυνατότητα μιας εμπορικής τράπεζας]. Το ποσό κατά το οποίο μια εμπορική τράπεζα δύναται να αυξήσει τη νομισματική παροχή με νέα δάνεια προς το κοινό. Αυτό το ποσό είναι ίσο με τα πλεονάζοντα αποθεματικά της τράπεζας.

LIFE of LOAN CAP

[Διάρκεια ορίου δανείου]. Πρόβλεψη σύμβασης σε δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου, που περιορίζει το επιτόκιο σε κάποια συγκεκριμένα επίπεδα για μια χαριστική περίοδο.

LIQUIDITY

[Ρευστότητα]. Η μετατρεψιμότητα ενός οικονομικού στοιχείου σε μετρητά. Ο όρος επίσης προσδιορίζει το βαθμό της εμπορευσιμότητας κάποιων πακέτων μετοχών η διαπραγματεύση των οποίων (μέχρι κάποιο αριθμό τίτλων) δεν έχει ουσιαστικό αντίκτυπο στην αυξομείωση της τιμής τους, η οποία παραμένει ανεπηρέαστη. Κάτι τέτοιο αφορά κυρίως χρεόγραφα εταιρειών με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης που είναι και τα πιο περιζήτητα.

LIQUIDITY RISK

Ο υπολογισμένος κίνδυνος που ενέχει μια επένδυση να μπορέσει έγκαιρα να αποδοθεί σε μετρητά όταν οι περιστάσεις το απαιτούν και το τίμημα που εκ παραλλήλου με το εναλλακτικό κόστος (το τίμημα που πρέπει να αναληφθεί σε περίπτωση μη ρευστοποίησης της επένδυσης) περιλαμβάνει μια τέτοια ενέργεια.

LOAN

[Δάνειο]. Χορήγηση για προσυμφωνημένο χρονικό διάστημα συγκεκριμένης ποσότητας χρημάτων ή αντικειμένου από τον ιδιοκτήτη του προς χρήση από τον αντισυμβαλλόμενο. Στην συμφωνία προβλέπεται (το τυπικό έγγραφο καλείται promisory note προκειμένου για γραπτή συμφωνία) η αμοιβή (τόκος, interest) του χορηγού του δανείου, ο τρόπος καταβολής των τοκοχρεολυσίων (εφάπαξ ή σε δόσεις), ο χρόνος αποπληρωμής του καθώς και άλλα στοιχεία όπως πρόστιμα λόγω υπερημερίας κ.ο.κ. - Bank loan. Τραπεζικό δάνειο. - Bridging loan. Δάνειο που λαμβάνεται με σκοπό να χρησιμοποιηθεί επικουρικά για αγορά νέας κατοικίας σε συνδυασμό με το αντίτιμο της πώλησης της παλαιάς (που θα γίνει σε εύθετο χρόνο). - Government loan. Δημόσιο δάνειο, δάνειο που χορηγείται από την κρατική αρχή. - Home loan. Στεγαστικό δάνειο, δάνειο με σκοπό την αγορά κατοικίας. - Interest-free loan. Δάνειο στο οποίο δεν προβλέπεται καταβολή αμοιβής (τόκος) κατά την αποπληρωμή του. - Short/long term loan. Βραχυπρόθεσμο / μακροπρόθεσμο δάνειο. - Soft loan. Χαμηλότοκο ή άτοκο δάνειο. - Unsecured loan. Επισφαλές δάνειο.

LOAN AMORTIZATION

[Απόσβεση δανείου]. Επιστροφή του δανειζόμενου κεφαλαίου επαυξημένο κατά έναν προσυμφωνηθέντα τόκο σε χρόνο και με τρόπο (εφάπαξ ή σε περιοδικές καταβολές-δόσεις) που επίσης έχουν προσυμφωνηθεί.

LOAN COMMITMENT

Η τυπική δέσμευση που αναλαμβάνει ο χορηγός δανείου προς τον δανειζόμενο να είναι συνεπής προς τους προσυμφωνηθέντες όρους της σύμβασης που τον αφορούν (τόπος, χρόνος τρόπος παροχής του δανείου).

LOAN CREDITOR

Ο ρόλος του χορηγού δανείου (π.χ. τραπεζικό ίδρυμα) σαν οικονομικού αρωγού των επιχειρήσεων - δανειοληπτών.

LONG TERM DEBT

[Μακροπρόθεσμη οφειλή]. Υποχρέωση (συνήθως σε γραμμάτια) που καθίσταται ληξιπρόθεσμη και πρέπει να έχει εξοφληθεί, ενωρίτερα, σε ένα έτος ή και σε μακρύτερο χρονικό διάστημα. Με τον όρο αυτό συναντώνται επίσης οφειλές από τραπεζικά δάνεια και ομολογίες με ή χωρίς εμπράγματο δικαίωμα (mortgage bond ή debenture αντίστοιχα) επί συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων που καθίστανται ληξιπρόθεσμα σε μια χρονική ακτίνα δέκα ετών ή και περισσότερο.

M

MARGINAL LENDER

[Οριακός δανειστής]. Δανειστής που βρίσκεται στο μεταίχμιο των δυνατοτήτων του από την άποψη του να αποφασίσει ή όχι να δανείσει λόγω του ύψους του επιτοκίου. Ενώ το τρέχον επιτόκιο αν και σχετικά χαμηλό είναι αποδεκτό απ' αυτόν, μια έστω και πολύ μικρή μείωση του επιτοκίου δεν θα ήταν αποδεκτή απ' αυτόν και θα τον έκανε ν' αλλάξει την απόφασή του περί δανεισμού του κεφαλαίου του.

MATURITY

[Διάρκεια ισχύος, λήξη (χρονική στιγμή λήξης)]. Προσδιορίζει το χρονικό διάστημα για το οποίο ένα χρεόγραφο έχει ισχύ και πληρώνει τόκο στον κομιστή του. Μια συγγενική προσδιοριστική έννοια είναι η Residual Maturity η οποία προσδιορίζει το χρονικό διάστημα από την συγκεκριμένη χρονική στιγμή μέχρι την τελική αποπληρωμή ενός δανείου ή την λήξη ενός χρεογράφου.

MATURITY DAY

[Ημερομηνία λήξης]. Ημερομηνία λήξης ενός χρεογράφου. Το συγκεκριμένο χρεόγραφο αποσύρεται από την αγορά και ο εκδότης του πληρώνει την ονομαστική του αξία στον κομιστή.

MATURITY SCHEDULE

[Χρονοδιάγραμμα λήξης]. Είναι ένας κατάλογος - πρόγραμμα που περιέχει το ακριβές χρονοδιάγραμμα με τις ημερομηνίες και τα σχετικά χρηματικά ποσά, τα οποία πρέπει να καταβληθούν στο δικαιούχο κατά τη λήξη ενός ομολογιακού τίτλου ή άλλου είδους δανείου.

MATURITY VALUE

[Αξία κατά τη λήξη]. Το ποσό των χρημάτων που λαμβάνει ο κομιστής ενός χρεογράφου στη λήξη του, το οποίο συνήθως είναι ίσο με την ονομαστική του αξία, εκτός από ειδικές περιπτώσεις, όπως είναι οι κρατικές ομολογίες μηδενικού μερίσματος (Zero Coupon Bonds).

MATURITY YIELD

[Απόδοση στη λήξη]. (Ο αντίστοιχος αμερικανικός όρος είναι Yield to Maturity). Η συνολική απόδοση ενός χρεογράφου με σταθερή απόδοση, κατά τη διάρκειά του. Δηλαδή, η συνολική του απόδοση έως την ημερομηνία λήξης του.

MORTGAGE

[Υποθήκη]. Ειδικό δάνειο στο οποίο μπαίνει ως εγγύηση της αποπληρωμής του κάποιο ακίνητο περιουσιακό στοιχείο του δανειολήπτη (υποθήκη). Διάφορες ειδικές αλλά συνηθισμένες περιπτώσεις αυτού του δανείου, είναι οι παρακάτω. Endowment Mortgage. Είδος ενυπόθηκου δανείου κατά το οποίο ο δανειολήπτης πληρώνει τον τόκο και ένα ασφάλιστρο ενός ειδικού ασφαλιστικού συμβολαίου κατά την διάρκεια του δανείου. Κατά την ημερομηνία λήξης του, αποπληρώνει το κεφάλαιο του δανείου το οποίο του παρέχεται από το σχετικό ασφαλιστικό συμβόλαιο. Repayment Mortgage. Είδος ενυπόθηκου δανείου κατά το οποίο ο δανειολήπτης πληρώνει τον τόκο και το κεφάλαιο της υποθήκης καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου. Second Mortgage. Ειδική περίπτωση όπου μπαίνει δεύτερη υποθήκη σε ένα ήδη υποθηκευμένο περιουσιακό στοιχείο. Στο εξωτερικό είναι δυνατή και δεύτερη και τρίτη και γενικά πολλαπλή υποθήκευση του ίδιου περιουσιακού στοιχείου.

MORTGAGE BANK

[Τράπεζα υποθηκών]. Τραπεζικό ίδρυμα, το οποίο ειδικεύεται στη χορήγηση των ενυπόθηκων δανείων καθώς και στη διαχείριση τέτοιου είδους δανείων.

MORTGAGE BOND

[Ενυπόθηκο ομόλογο]. Είδος εμπορικού ομολόγου που χρησιμοποιεί για εγγύηση την υποθήκη κάποιου συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου. Οι διαβαθμίσεις των συγκεκριμένων ομολόγων ακολουθούν τις διαβαθμίσεις των υποθηκεύσεων. Το πρώτο mortgage bond καλύπτεται από την πρώτη υποθήκευση του περιουσιακού στοιχείου, το δεύτερο από την δεύτερη (του ίδιου περιουσιακού στοιχείου) και το γενικό (general mortgage bond) από οποιαδήποτε υποθήκευση πέρα από τη δεύτερη. Η συγκεκριμένη πρακτική δεν υποστηρίζεται ακόμη από το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Γενικά, ανάλογα χρεόγραφα που έχουν ως εγγύηση την υποθήκη κάποιου περιουσιακού στοιχείου λέγονται Mortgage Backed Securities.

MORTGAGE BROKER

[Μεσίτης υποθηκών]. Ο μεσίτης ο οποίος προωθεί ενυπόθηκα δάνεια σε υποψήφιους δανειολήπτες, έναντι αμοιβής.

MORTGAGE FAMINE

Η έλλειψη ρευστότητας στην αγορά με αποτέλεσμα να μην υπάρχουν τα κεφάλαια για να δοθούν ενυπόθηκα δάνεια σε υποψήφιους δανειολήπτες.

MORTGAGE INTEREST DEDUCTION

Η φορολογική απαλλαγή για την πληρωμή του τόκου ενός ενυπόθηκου δανείου.

MORTGAGE INTEREST RELIEF at SOURCE (MIRAS)

Τακτική πληρωμή των τόκων ενός ενυπόθηκου δανείου σύμφωνα με την οποία ο δανειολήπτης πληρώνει τον τόκο μείον το φόρο που αντιστοιχεί και για τον οποίο φυσικά δεν μπορεί να ζητήσει φορολογική απαλλαγή.

MORTGAGE LIFE INSURANCE

Είδος ασφαλιστικού συμβολαίου κατά το οποίο με τον θάνατο του ασφαλισμένου αποπληρώνεται το υπόλοιπο ενός ενυπόθηκου δανείου.

MORTGAGE POOL

Η συγκέντρωση συμβολαίων με κοινά χαρακτηριστικά που καλύπτονται από υποθήκη και προσφέρονται ως επενδυτικές τοποθετήσεις.

MORTGAGE QUEUE

Η κατά σειρά προτεραιότητας λίστα υποψηφίων δανειοληπτών ενυπόθηκων δανείων.

MORTGAGE REIT (ή MORTGAGE TRUST)

Είδος κεφαλαίου που επενδύεται σε υποθήκες, κατασκευαστικά και αναπτυξιακά δάνεια.

MORTGAGE SERVICINGS

Η εξυπηρέτηση και η διαχείριση των πληρωμών και των γενικών αναγκών ενός ενυπόθηκου δανείου.

MORTGAGEE

[Ενυπόθηκος δανειοδότης]. Ο δανειοδότης ενός ενυπόθηκου δανείου.

MORTGAGOR (or MORTGAGER)

[Ενυπόθηκος δανειολήπτης]. Ο δανειολήπτης ενός ενυπόθηκου δανείου και αυτός ο οποίος υποθηκεύει κάποιο περιουσιακό του στοιχείο.

N

NOMINAL YIELD

[Όνομαστική απόδοση]. Είναι το ετήσιο επιτόκιο που φέρει ένα χρεόγραφο το οποίο είναι καθορισμένο στη σύμβαση και τυπωμένο επάνω στο χρεόγραφο (βλ. Nominal Interest Rate).

O

OBLIGATION

[Υποχρέωση]. 1. Η υποχρέωση του αγοραστή για πληρωμή προϊόντων ή υπηρεσιών που αγοράστηκαν, 2. η υποχρέωση του δανειζόμενου για αποπληρωμή των δόσεων ενός δανείου κ.τ.λ.

OBLIGATION BOND

[Ομολογία υποχρέωσης]. Είδος ομολογίας που βασίζεται στην ύπαρξη ενός συνόλου αγαθών (assets) για την εγγύησή της. Ανήκει στην κατηγορία των ομολογιών υποθήκης (mortgage bonds).

OBLIGEE

[Πιστωτής]. Το πρόσωπο που δανείζει ή πουλάει κάτι σε κάποιον άλλον επί πιστώσει.

OBLIGOR

Αυτός που φέρει την υποχρέωση να εξοφλήσει ένα δάνειο σε μια τράπεζα, ή κάποιον πιστωτή (ιδιώτη ή οργανισμό), ο εκδότης μιας ομολογίας που υποχρεούται να πληρώσει τα τοκομερίδια.

OFF BALANCE SHEET ASSET

[Κεφαλαιακοί τίτλοι εκτός ισολογισμού]. Λογιστική πρακτική που ακολουθείται όταν κάποιο στοιχείο, εκτός ισολογισμού, αναμένεται να έχει θετική επίδραση στο μέλλον. Τα περιουσιακά στοιχεία εκτός ισολογισμού είναι πολύ δημοφιλής πρακτική για τις επιχειρήσεις διότι δεν υπόκεινται σε φορολόγηση, αφού δεν εμφανίζονται στις επίσημες χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Αναφέρονται στις τελευταίες όταν αφορούν περιπτώσεις εκτάκτων εσόδων, προεξοφλημένων εκπτώσεων ή συμβολαίων αγοράς με όρους διαφορετικούς από αυτούς που ισχύουν συνήθως.

OPTION

[Χρηματοοικονομικό δικαίωμα]. Το συμβόλαιο με το οποίο ο πωλητής του δικαιώματος (writer ή seller) παρέχει στον αγοραστή το δικαίωμα να αγοράσει ή να πωλήσει ένα προσδιορισμένο και σταθερό αριθμό μονάδων ενός συγκεκριμένου αντικειμένου σε καθορισμένη τιμή και μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Το αντικείμενο αναφέρεται συνήθως ως το "υποκείμενο" και μπορεί να είναι μία κοινή μετοχή, μια ομολογία, χρηματιστηριακός δείκτης, συνάλλαγμα, εμπορεύματα, ένα

προθεσμιακό συμβόλαιο. Τα συμβόλαια δικαιωμάτων διαπραγματεύονται εντός χρηματιστηρίων (exchange traded) αλλά και εκτός χρηματιστηρίου (over the counter). Ο πωλητής παρέχει το δικαίωμα αυτό στον αγοραστή έναντι συγκεκριμένου χρηματικού ποσού που καλείται τιμή του δικαιώματος (option premium) ο δε αγοραστής καταβάλλοντας αυτό το ποσό έχει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει ή να πωλήσει το υποκείμενο σε μία συγκεκριμένη και προκαθορισμένη τιμή που καλείται τιμή εκτέλεσης (strike price). Την υποχρέωση παράδοσης έχει ο πωλητής Η ημερομηνία μετά την οποία το δικαίωμα είναι άκυρο καλείται ημερομηνία εκπνοής ή λήξης (expiry date). Σε περίπτωση που ο αγοραστής δεν ασκήσει το δικαίωμα του κατά την ημερομηνία λήξης, ο πωλητής είναι υποχρεωμένος να παραδώσει την συμφωνηθείσα ποσότητα του υποκειμένου έναντι καταβολής του αντιτίμου της. Το premium αντιπροσωπεύει και το ανώτατο ποσό που μπορεί να χάσει ο αγοραστής και να κερδίσει ο πωλητής του δικαιώματος. Τα δικαιώματα είναι δύο βασικών ειδών: Δικαίωμα αγοράς (call) ενός υποκειμένου και δικαίωμα πώλησης (put) ενός υποκειμένου. Οι όροι αυτοί είναι αρκετά απλοί όταν το υποκείμενο είναι μη οικονομικό αγαθό (όπως π.χ. στομάχια χοίρων για τα οποία γίνονται ευρύτατες συναλλαγές σε options και futures στα κυριότερα αμερικανικά χρηματιστήρια εμπορευμάτων). Θα πρέπει να επισημανθεί ότι ένα call σε γερμ. μάρκα (έναντι του δολαρίου), μπορεί ταυτόχρονα να θεωρηθεί σαν ένα put δολαρίων (έναντι του γερμ. μάρκου). Υπάρχουν δύο τύποι δικαιωμάτων: το δικαίωμα Αμερικανικού τύπου (American option), το οποίο μπορεί να εκτελεσθεί οιαδήποτε στιγμή πριν από την λήξη του και το δικαίωμα Ευρωπαϊκού τύπου (European option), το οποίο μπορεί να εκτελεσθεί μόνον κατά την ημερομηνία λήξεως του. Πρόσφατη εξέλιξη είναι και τα δικαιώματα Ασιατικού τύπου (Asian option), όπου το δικαίωμα μπορεί να εκτελεσθεί με τιμή άσκησης τον μέσο όρο της τιμής του δικαιώματος μέσα σε μία ορισμένη περίοδο. Και στις δύο περιπτώσεις, η παράδοση του υποκειμένου πρέπει να γίνει εντός δύο εργασίμων ημερών από την ημερομηνία άσκησης. Οι αγοραστές και πωλητές δικαιωμάτων υποχρεούνται στην διατήρηση ενός ελαχίστου περιθωρίου ασφαλείας (margin requirements) για την ομαλή διεξαγωγή των συναλλαγών. Ανάλογα με τον τόπο διαπραγμάτευσης τους τα δικαιώματα, όπως και τα άλλα παράγωγα, σε εκτός χρηματιστηρίου (ή εκτός κύκλου) δικαιώματα και σε χρηματιστηριακά δικαιώματα. Τα έξω-χρηματιστηριακά options είναι τα δημοφιλέστερα λόγω της σχεδόν απεριόριστης ευελιξίας τους στη διακύμανση των τιμών άσκησης, των νομισμάτων και των λήξεων, σε αντίθεση με τα εντός χρηματιστηρίου δικαιώματα τα οποία είναι τυποποιημένα. Τα options τα διαπραγματεύονται ελεύθερα στα οργανωμένα χρηματιστήρια παραγώγων, ενώ τα εκτός κύκλου δικαιώματα είναι μη μεταβιβάσιμα αλλά μπορούν να πουληθούν στην τράπεζα από την οποία αγοράστηκαν ή μπορούν να ισοσκελισθούν με αντίστροφη πράξη. Στην πραγματικότητα τα δικαιώματα που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο αποτελούν δικαιώματα σε μελλοντικά συμβόλαια (options on futures). Η άσκηση ενός call δικαιώματος από θέση αγοράς (long) έχει σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία μιας θετικής (long) θέσης σε μελλοντικά συμβόλαια. Αντίθετα, ή άσκηση ενός put δικαιώματος καταλήγει στη δημιουργία μιας αρνητικής (short) θέσης σε μελλοντικά συμβόλαια. Τα options όπως προαναφέρθηκε είναι διαθέσιμα για πολλά προϊόντα, με τα δημοφιλέστερα σε συνάλλαγμα και χρεόγραφα. Ειδικά για το συνάλλαγμα, οι χρήστες των currency options δεν αγοράζουν ένα δικαίωμα απλά για να προστατευθούν από την άνοδο της τιμής του υποκειμένου (νομίσματος), αλλά πολλές μεγάλες επιχειρήσεις διαχειρίζονται ενεργά τα ανοίγματα τους σε συνάλλαγμα με την πώληση δικαιωμάτων για να κερδίσουν το έσοδο των premium. Ορισμένες επιχειρήσεις διατηρούν χαρτοφυλάκιο σε νομίσματα μεγαλύτερο από το χαρτοφυλάκιο μικρής τράπεζας και συνεισφέρουν δραστικά στην μείωση των spreads

μέσω του υψηλού ανταγωνισμού. Τα δικαιώματα ως προς το κόστος τους, δηλ. το premium, αναλύονται σε δύο μέρη: 1. την εσωτερική αξία (intrinsic value) η οποία είναι η διαφορά (εφόσον είναι θετική) μεταξύ της τιμής άσκησης και της τρέχουσας τιμής του υποκειμένου, δηλαδή η αξία του δικαιώματος εφόσον ασκηθεί. Για παράδειγμα έστω ένα δικαίωμα sterling call / \$ put με τιμή άσκησης 1,80 \$ ανά Stg και τρέχουσα τιμή (spot) 1,90 κατα την ημερομηνία λήξης του δικαιώματος. Η εσωτερική αξία του δικαιώματος στην περίπτωση αυτή είναι 0,10 \$ (1,90 - 1,80) και είναι θετική, διότι τυχόν άσκηση του δικαιώματος παράγει λίρες Αγγλίας σε χαμηλότερο επίπεδο τιμής από ότι η τρέχουσα τιμή της λίρας στην αγορά. Στην περίπτωση αυτή ο αγοραστής θα ασκούσε το δικαίωμα του. Αν η τιμή spot της λίρας Αγγλίας ήταν 1,75 το δικαίωμα δεν θα είχε θετική εσωτερική αξία, διότι ο χρήστης του δικαιώματος θα μπορούσε να αγοράσει λίρες στην αγορά με 1,75 αντί με 1,80 με την άσκηση του δικαιώματος. Στην περίπτωση αυτή το δικαίωμα θα έληγε χωρίς άσκηση και χωρίς εσωτερική αξία. Αντίθετα ένα δικαίωμα πώλησης (put) της Λίρας με τιμή στην τρέχουσα αγορά 1,75 θα είχε ασκηθεί λόγω της θετικής εσωτερικής αξίας του (0,05 \$). 2. Υπεραξία (time value), η οποία είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής του δικαιώματος και της εσωτερικής αξίας. Η υπεραξία δεν μπορεί ποτέ να είναι αρνητική, αντανακλά δε την πιθανότητα ότι ο αγοραστής του δικαιώματος θα έχει την ευκαιρία να ασκήσει το δικαίωμα του με κέρδος. Σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή, ένα option είναι, ως προς την αξία του: α) In the money, δηλ. πάνω από το χρηματικό του ισοδύναμο, όταν το δικαίωμα έχει εσωτερική αξία, β) at the money, δηλ. ίσο με το χρηματικό του ισοδύναμο, όταν η τιμή εκτέλεσης του δικαιώματος ισούται με την τρέχουσα τιμή του υποκειμένου και γ) out of the money, δηλ. κάτω από το χρηματικό του ισοδύναμο, όταν η τιμή εκτέλεσης του δικαιώματος είναι υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή του υποκειμένου και κατά συνέπεια δεν έχει εσωτερική αξία. Παράδειγμα: Εάν η προθεσμιακή τιμή ενός μηνός του δολαρίου Αυστραλίας προς το δολάριο ΗΠΑ είναι A\$/US\$ = US\$ 0,75, τότε το δικαίωμα αγοράς (call) λήξης ενός μηνός US\$ A\$ προς 0,75 είναι at-the-money, το δικαίωμα αγοράς US\$ A\$ 0,70 είναι 5c in-the-money και το δικαίωμα US\$ 0,78 A\$ είναι 3c out-of-the-money. Ο αγοραστής του δικαιώματος έχει τρεις εναλλακτικές λύσεις: 1. Να αφήσει το δικαίωμα να λήξει. Τα δικαιώματα με τιμή εκτέλεσης πάνω από τη τρέχουσα τιμή του υποκειμένου και ελάχιστο χρόνο ζωής ουσιαστικά δεν έχουν καμία αξία. 2. Να ασκήσει το δικαίωμα του, εισπράττοντας την εσωτερική του αξία αλλά χάνοντας την εναπομένουσα υπεραξία, αν το ασκήσει πριν από την λήξη του. 3. Να πουλήσει τα δικαιώματα, μεταφέροντας τα σε κάποιον άλλον και να εισπράξει την αγοραία τιμή (premium), η οποία θα αντανακλά την εσωτερική αξία και την υπεραξία της option.

OPTION PRICE

Είναι η τιμή στην οποία είναι διαπραγματεύσιμο από τους χρηματιστηριακούς εκπροσώπους ένα δικαίωμα στις αγορές δικαιωμάτων. Αυτές οι τρέχουσες τιμές των δικαιωμάτων αναγράφονται καθημερινά στον οικονομικό τύπο.

OPTION PRICING

Η αποτίμηση ενός δικαιώματος σε συνάλλαγμα ή μετοχές δηλ. ο καθορισμός της τιμής του premium. Για τα δικαιώματα που τα διαπραγματεύονται εκτός χρηματιστηρίου (OTC), γίνεται κυρίως με βάση την φόρμουλα των Black-Scholes (1973), ένα σύνθετο μαθηματικό μοντέλο αποτίμησης δικαιώματος αγοράς και πώλησης ευρωπαϊκού τύπου, το οποίο συνεκτιμά όλα τα γνωστά χαρακτηριστικά ενός

δικαιώματος δηλ.: 1. Αν είναι call ή put. 2. Το "ζεύγος" των νομισμάτων. 3. Την τιμή άσκησης του δικαιώματος (strike rate). 4. Το ποσόν. 5. Τον τύπο του δικαιώματος (American ή European). 6. Την χρονική διάρκεια μέχρι την ημερομηνία εκπνοής καθώς και την ημερομηνία εκπνοής (λήξεως) του δικαιώματος. 7. Την τρέχουσα τιμή του υποκειμένου (spot rate). 8. Τα επιτόκια που ισχύουν για κάθε νόμισμα ή για το ένα από τα δύο συν την τιμή του για ανταλλαγή επιτοκίων (swap rate). 9. Την συχνότητα της διακύμανσης (volatility) του υποκειμένου. (νομισμάτων ή μετοχής). 10. Την πληρωμή ή όχι μερίσματος (μόνο για την αποτίμηση ορίων μετοχής) και το ποσόν. Από τα παραπάνω, τα σημεία 1 έως 6 και 10 επιλέγονται, τα σημεία 7 και 8 είναι διαθέσιμα από τις αντίστοιχες αγορές και μόνο το σημείο 9 αποτελεί ενδημικό παράγοντα ενός δικαιώματος. Καθώς αντιπροσωπεύει την προβλεπόμενη ή αναμενόμενη διακύμανση του υποκειμένου (είτε αυτό είναι νόμισμα είτε μετοχή) κατά την διάρκεια ζωής του δικαιώματος, είναι ο μόνος άγνωστος και πολύ σημαντικός παράγων στον καθορισμό της τιμής ενός δικαιώματος. Προφανώς, όσο μεγαλύτερη είναι η συχνότητα διακύμανσης δηλαδή η αστάθεια της τιμής του υποκειμένου τόσο υψηλότερη είναι και η τιμή του δικαιώματος αγοράς ή πώλησης του ενώ όσο χαμηλότερη συχνότητα διακύμανσης παρουσιάζει τόσο χαμηλότερη είναι και η τιμή του δικαιώματος. Τα δικαιώματα αμερικανικού τύπου, είναι δυσκολότερα ως προς την αποτίμηση τους, λόγω της πιθανότητας άσκησης του δικαιώματος πριν από τη λήξη. Για τον λόγο αυτό χρησιμοποιούνται διάφορες προσαρμογές του παραπάνω μαθηματικού μοντέλου που βασίζονται στην μαθηματική μέθοδο των διωνύμων για την εξαγωγή της τιμής του δικαιώματος. Η τιμή των δικαιωμάτων που διαπραγματεύονται εντός χρηματιστηρίου (exchange listed ή exchange traded options) είναι απλά η αγοραία τιμή που καθορίζεται με βάση την προσφορά και την ζήτηση και είναι δυνατόν να μην αντικατοπτρίζει την σωστή εικόνα.

ORIGINATION FEE

[Αντίτιμο δημιουργίας]. Χρηματικό πόσο που πληρώνει ο δανειζόμενος για την κάλυψη των δαπανών που σχετίζονται με την έκδοση του δανείου π.χ. η αμοιβή του δικηγόρου που συντάσσει τη δανειακή συμφωνία.

OUTSTANDING

1. Debt. Χρέος που δεν έχει ακόμη εξοφληθεί. 2. Outstanding Stock. Μετοχές εταιρείας που κατέχουν ιδιώτες επενδυτές. 3. Outstanding Cheque. Επιταγή που δεν έχει ακόμη κοιμισθεί για εξόφληση.

OUTSTANDING BALANCE

[Πιστωτικό υπόλοιπο σε εκκρεμότητα]. Ο όρος αυτός χρησιμοποιείται για κάποιον λογαριασμό ο οποίος είναι πιστωτικός για μικρό χρονικό διάστημα.

OWE

[Οφείλω]. Ο όρος αυτός χρησιμοποιείται όταν κάποιο άτομο ή επιχείρηση έχει υποχρέωση είτε να πληρώσει ένα χρέος είτε να πραγματοποιήσει κάποια υπόσχεση.

P

PACKAGE

[Πακέτο]. Σε περίπτωση ενυπόθηκου δανείου (mortgage loan) χρησιμοποιείται συχνά ο όρος package mortgage. Όταν υπάρχει ενυπόθηκο δάνειο για την αγορά σπιτιού και για την αγορά διαρκών καταναλωτικών αγαθών (π.χ. ηλεκτρικές συσκευές) που πρόκειται να χρησιμοποιηθούν μέσα στο σπίτι, τότε μεταξύ δανειστή και δανειζόμενου συνάπτεται ένα ενυπόθηκο δάνειο ("δάνειο πακέτο", package mortgage) αντί για δύο.

PACKAGE MORTGAGE

[Ενυπόθηκο "δάνειο πακέτο"]. Η μορφή δανειοδότησης για την απόκτηση κατοικίας με εγγυήσεις (mortgage), που συμπεριλαμβάνει τη χρηματοδότηση αγοράς οικιακού εξοπλισμού και άλλων συμπληρωματικών ή απαραίτητων για τη στέγαση και διαμονή αγαθών. Βλ. Chattel Mortgage, Wraparound Mortgage.

PASS-THROUGH SECURITY

[Τιτλοποιημένο χρέος ή, μεταφράζοντας κατά λέξη, υποβαλλόμενος τίτλος]. Πρόκειται για σύνολο χρεών το οποίο, με τη διαμεσολάβηση κάποιου χρηματοοικονομικού οργανισμού, τιτλοποιείται και διανέμεται με τη μορφή κάποιου τίτλου (π.χ. ομόλογα) στο επενδυτικό κοινό. Είναι μία από τις κλασικές διαδικασίες της τιτλοποίησης (securitisation). Οι τίτλοι που προκύπτουν απ' αυτή τη διαδικασία είναι συνήθως διαπραγματεύσιμοι σε (οργανωμένες ή μη) αγορές.

PAYBACK

[Επιστρέφω δανεικά, αποπληρωμή, ανταμοιβή]. Η εξόφληση χρέους, η απόδοση οφειλόμενου ποσού. Επίσης, η απόδοση επένδυσης, τοποθέτησης χρημάτων σε τίτλους κ.λ.π. Στο marketing, η χρονική περίοδος που απαιτείται μέχρι να καλυφθούν, από τα κέρδη των πωλήσεων, τα έξοδα εισόδου στην αγορά, διαφήμισης και προώθησης ενός νέου προϊόντος (υπηρεσίας).

PAYBACK (or PAYOFF) PERIOD

[Περίοδος επανάκτησης ή αποπληρωμής κεφαλαίου]. Είναι η χρονική περίοδος σε έτη που απαιτείται από ένα επενδυτικό σχέδιο (ανάλογα με τα αυξανόμενα κέρδη που προκύπτουν απ' αυτό) για να αποπληρώσει το σύνολο των κεφαλαίων που καταβλήθηκαν για τη δημιουργία του. Είναι μια απλή και παραδοσιακή μέθοδος αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί με δύο τρόπους: είτε για την έγκριση ή απόρριψη ενός επενδυτικού σχεδίου, ανάλογα με το αν η περίοδος αποπληρωμής (επανάκτησης) του αρχικού κεφαλαίου είναι μέσα σε κάποιο προκαθορισμένο όριο (π.χ. 3 έτη), είτε συγκριτικά για την επιλογή ενός από πολλά επενδυτικά σχέδια προς αξιολόγηση (σ' αυτή την περίπτωση τα σχέδια ανάλογα με το πόσο γρήγορα αποπληρώνουν το αρχικό κεφάλαιό τους επιλέγεται αυτό με την ταχύτερη περίοδο αποπληρωμής). Για το σωστό υπολογισμό της περιόδου αποπληρωμής (επανάκτησης) και προκειμένου να λαμβάνεται υπ' όψη η χρονική αξία του χρήματος, πρέπει όλες οι ταμειακές ροές που προκύπτουν από το επενδυτικό σχέδιο να ανάγονται στην ίδια χρονική στιγμή: συνήθως η αναγωγή γίνεται στο αρχικό έτος, οπότε μιλάμε για παρούσες αξίες (present values, βλέπε παρακάτω). Σ'

αυτή την περίπτωση η μέθοδος αποκαλείται προεξοφλημένη περίοδος αποπληρωμής (discounted payback period). Το κύριο πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου αξιολόγησης είναι η απλότητα και η ταχύτητα υπολογισμού και κατανόησης του αποτελέσματος. Αυτοί είναι και οι κύριοι λόγοι της τόσο διαδεδομένης χρήσης της, είτε μόνη της είτε παράλληλα με κάποια άλλη μέθοδο αξιολόγησης. Παρουσιάζει όμως και σοβαρά μειονεκτήματα. Κυριότερο απ' αυτά είναι ότι δεν εξετάζει καθόλου τι γίνεται μετά την περίοδο αποπληρωμής του αρχικά καταβληθέντος κεφαλαίου. Έτσι, περισσότερο τής ταιριάζει η ονομασία "μέθοδος έγκρισης ή απόρριψης επενδύσεων" παρά αυτή της "μεθόδου αξιολόγησης επενδύσεων". Επίσης, σε πολλά επενδυτικά σχέδια υπάρχει σύγχυση γύρω από την έννοια του αρχικού κεφαλαίου, λόγω των εναλλασσόμενων εκροών και εισροών που παρουσιάζουν, οπότε η εφαρμογή αυτής της μεθόδου είναι πολύ δύσκολη.

PAYMENT CAP

[Είδος κάλυψης πληρωμής]. Όρος σε συμβόλαιο μακρόχρονου δανείου (π.χ. ενυπόθηκου δανείου για αγορά κατοικίας, mortgage), που διασφαλίζει τον παραλήπτη από απότομες μελλοντικές αυξήσεις στις δόσεις εξόφλησης, θέτοντας ένα ανώτερο επιτρεπόμενο όριο για αυτές. Η περίπτωση που δεν υπάρχει τέτοιος όρος και συμβαίει απότομη αύξηση της πιο πάνω μορφής, αναφέρεται ως payment shock.

PENSION MORTGAGE

[Συνταξιοδοτική υποθήκη]. Ενυπόθηκο δάνειο σύμφωνα με το οποίο ο δανειστής αποπληρώνει μόνο τους τόκους και επίσης συμβάλλει σε ένα συνταξιοδοτικό σχέδιο (pension plan, βλέπε πιο κάτω). Το σχέδιο αυτό είναι έτσι σχεδιασμένο ώστε αφενός μεν να αποπληρώσει το κεφάλαιο του ενυπόθηκου δανείου, όταν έρθει η ημερομηνία λήξης του και αφετέρου να παράσχει μια σύνταξη στο δανειστή όταν έρθει η ηλικία συνταξιοδότησής του. Αυτού του είδους το συνταξιοδοτικό σχέδιο χρησιμοποιείται συχνότερα από τους αυτοαπασχολούμενους.

PLEDGE

[Δεσμεύομαι, Υποθηκεύω]. Είναι η πράξη που διενεργεί κάποιος οφειλέτης όταν μεταβιβάζει την κυριότητα επί της ιδιοκτησίας του ως δευτερεύουσα εγγύηση (collateral) ότι θα εκπληρώσει την υποχρέωσή του. Με την ίδια σημασία χρησιμοποιείται και ο όρος hypothecate (υποθηκεύω). Εφιστάται η προσοχή στο ότι, όταν χρησιμοποιεί κάποιος τους δύο αυτούς συνώνυμους όρους εννοεί ότι μεταβιβάζεται μόνο η κυριότητα αλλά όχι ο τίτλος ιδιοκτησίας. Αντίθετα, στην περίπτωση που μεταβιβάζεται και ο τίτλος ιδιοκτησίας χρησιμοποιείται ο όρος: assign (εκχωρώ).

POOL

[Συνεταιρισμός]. Χρησιμοποιείται περιφραστικά για να εκφράσει την συνένωση ομοειδών μονάδων για την επίτευξη κάποιου συγκεκριμένου σκοπού. Για παράδειγμα, pool of funds (σύνολο κεφαλαίων), pool of companies (σύνολο εταιρειών), κλπ. Οι συνενούμενες ομοειδείς μονάδες μπορεί να είναι επιχειρήσεις (βιομηχανίες, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες), οργανισμοί (διεθνείς, δημόσιοι, ιδιωτικοί ή συνεταιριστικοί), παραγωγικοί συντελεστές (κεφάλαια) ή φυσικά πρόσωπα (αποταμιευτές, επενδυτές). Ο επιδιωκόμενος σκοπός μπορεί να είναι η

αύξηση των κερδών, η βελτίωση κάποιου παρεχόμενου προϊόντος ή υπηρεσίας, η αύξηση της οικονομικής ισχύος, κλπ.

PREMIUM

[Ειδική Αμοιβή, Ασφάλιστρο]. Ο όρος αυτός χρησιμοποιείται γενικά με τη σημασία της ειδικής αμοιβής, η οποία προσφέρεται σε κάποιο άτομο ως κίνητρο προκειμένου να το υποκινήσει να εκτελέσει κάποιο έργο ή να προβεί σε μια ενέργεια. Στα Χρηματοοικονομικά όμως χρησιμοποιείται και σε ορισμένες ειδικές περιπτώσεις με μια ιδιαίτερη σημασία. Αυτές οι ειδικές χρήσεις του όρου είναι οι ακόλουθες: α) Στα ασφαλιστήρια συμβόλαια (insurance policies), premium είναι το ασφάλιστρο, η αμοιβή δηλαδή που καταβάλλει περιοδικά (συνήθως ανά έτος) ο ασφαλιζόμενος στην ασφαλιστική του εταιρεία προκειμένου η τελευταία να του παράσχει την ασφαλιστική της κάλυψη. β) Σε διαπραγματευόμενους στη χρηματιστηριακή αγορά τίτλους (μετοχές, ομόλογα) χρησιμοποιείται για να αποδώσει τη διαφορά ανάμεσα στην τρέχουσα αγοραία (χρηματιστηριακή) τιμή του τίτλου και στην ονομαστική του τιμή. Αυτή η διαφορά αντιστοιχεί στο κέρδος της προστιθέμενης αξίας που καρπώνεται ο κάτοχος του τίτλου. Στην περίπτωση αυτή χρησιμοποιείται η έκφραση at a premium of ... (σε μια πρόσθετη αμοιβή των ...). Για παράδειγμα, securities X are traded at a premium of \$ 10 (η διαπραγμάτευση των τίτλων X γίνεται σε μια πρόσθετη αμοιβή των 10 δολαρίων): αυτό μπορεί να συμβεί αν, π.χ., η ονομαστική αξία του τίτλου X είναι 40 δολάρια και η τελευταία αγοραπωλησία στην αγορά έγινε στην τιμή των 50 δολαρίων. γ) Στην περίπτωση των μετοχών, επίσης, με τον όρο premium μπορεί να χαρακτηριστεί και η διαφορά της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής μιας μετοχής από το μέσο όρο της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής των ομοειδών μετοχών (π.χ. του ίδιου κλάδου) με τις οποίες αυτή συγκρίνεται. δ) Στην περίπτωση των προθεσμιακών συμβολαίων δικαιωμάτων (options) με τον όρο premium χαρακτηρίζεται η αμοιβή που πληρώνει ο αγοραστής του δικαιώματος στον πωλητή προκειμένου να μπορεί να κάνει χρήση του δικαιώματος αυτού (είναι, δηλαδή, το κόστος του συμβολαίου δικαιώματος). Το ύψος αυτής της αμοιβής εξαρτάται από τις επικρατούσες κάθε φορά στην αγορά συνθήκες προσφοράς και ζήτησης. ε) Στην περίπτωση των προθεσμιακών αγορών, επίσης, ιδιαίτερα αυτών του συναλλάγματος, με τον όρο premium χαρακτηρίζεται συχνά η διαφορά ανάμεσα στην τρέχουσα τιμή (spot price) και στην προθεσμιακή τιμή (forward price). στ) Σε νεοεισαχθέντες προς διαπραγμάτευση στη χρηματιστηριακή αγορά τίτλους, με τον όρο premium χαρακτηρίζεται η διαφορά ανάμεσα στην τρέχουσα τιμή διαπραγμάτευσης και στην τιμή της δημόσιας προσφοράς (public offer price) τους στο ευρύ επενδυτικό κοινό. ζ) Στην περίπτωση εξαγοράς (takeover) μιας εταιρείας από μια άλλη, με τον όρο premium χαρακτηρίζεται το επιπλέον τίμημα, πέραν της αγοραίας αξίας της εξαγοραζόμενης εταιρείας, που πληρώνει η εξαγοράζουσα εταιρεία.

PREPAYMENT

[Προπληρωμή]. Χρησιμοποιείται γενικά για την ενέργεια κάποιου οφειλέτη, ο οποίος πληρώνει την οφειλή του πριν την κανονική της ημερομηνία. Στην περίπτωση τραπεζικού δανείου άλλοτε μεν είναι δυνατή η εξόφληση ολόκληρου του ποσού ή της συγκεκριμένης δόσης του δανείου πριν την κανονική ημερομηνία λήξης της οφειλής άλλοτε όμως δεν είναι δυνατή χωρίς την πληρωμή μιας ειδικής προμήθειας στην τράπεζα: η προμήθεια αυτή, χάρη στην οποία καθίσταται δυνατή η πρόωγη πληρωμή του δανείου, αποκαλείται ποινή προπληρωμής (prepayment penalty). Η λογιστική αντιμετώπιση της προπληρωμής κάποιου ποσού είναι ο χωρισμός της πράξης σε δύο

διαφορετικές χρονικές στιγμές: αυτή (χρονική στιγμή A) της πρόωρης είσπραξης (ή, αντίστοιχα, καταβολής) του ποσού και αυτή (χρονική στιγμή B) της δημιουργίας του εσόδου (ή, αντίστοιχα, του εξόδου) οπότε θα έπρεπε κανονικά να γινόταν η πληρωμή. Στη χρονική στιγμή A δημιουργείται ένας λογαριασμός του Ισολογισμού: είτε χρεώνεται ένας λογαριασμός του Ενεργητικού που εκφράζει την απαίτηση από την προκαταβολή είτε, αντίστοιχα, πιστώνεται ένας λογαριασμός του Παθητικού που εκφράζει την υποχρέωση από την προείσπραξη. Στη χρονική στιγμή B κλείνει, χρεούμενος ή πιστούμενος ανάλογα, αυτός ο λογαριασμός του Ισολογισμού είτε με χρέωση του αντίστοιχου λογαριασμού του εξόδου είτε με πίστωση του αντίστοιχου λογαριασμού του εσόδου. Βλ. σαν παράδειγμα και Prepaid interests.

PREPAYMENT PENALTY

[Ποινή προπληρωμής]. Είναι η προμήθεια που πληρώνει ο δανειζόμενος στην τράπεζα που του έχει χορηγήσει το δάνειο όταν αποπληρώνει ολόκληρο το ποσό ή μια συγκεκριμένη δόση σε χρόνο νωρίτερο του προβλεπόμενου (πριν την κανονική του λήξη). Βλ. και Prepayment.,

PRINCIPAL

[Αρχικό κεφάλαιο]. Είναι το ονομαστικό κεφάλαιο (αρχικό κεφάλαιο της έκδοσης) ενός ομόλογου επί του οποίου υπολογίζεται ο τόκος (δηλαδή η ετήσια απόδοση ή το κουπόνι). Χρησιμοποιείται επίσης με την ίδια σημασία και στην περίπτωση της τραπεζικής κατάθεσης ή του δανεισμού χρημάτων. Η ίδια σημασία ισχύει και στην περίπτωση μιας επένδυσης για το αρχικά επενδεδυμένο ποσό, χωρίς να υπολογίζονται οι προκύπτουσες απ' αυτό αποδόσεις.

PRINCIPAL ONLY SECURITY (PO SECURITY)

[Τίτλος μόνο αρχικού κεφαλαίου]. Συχνά, ιδιαίτερα στα μεγάλα χρηματιστήρια και στους μακροπρόθεσμης διάρκειας ομολογιακούς (ή και ενυπόθηκους) τίτλους, διαχωρίζεται το αρχικό κεφάλαιο (όσον αφορά την αποπληρωμή του) από τη ροή των τόκων (όπως και οι τόκοι των διαφόρων χρονικών περιόδων) και προσφέρονται ως ξεχωριστοί τίτλοι στους επενδυτές. Δημιουργούνται, δηλαδή, παράγωγα προϊόντα με βάση τον πρωτογενή ομολογιακό τίτλο με συνέπεια και τη ξεχωριστή διαπραγμάτευση καθενός από αυτά στο χρηματιστήριο. Σε αυτή την περίπτωση χρησιμοποιούνται και οι όροι: interest only (IO) security για τους παραγόμενους τίτλους που περιλαμβάνουν μόνο τις ροές των τόκων και principal only (ή PO) security για τους παραγόμενους τίτλους που περιλαμβάνουν μόνο τις αποπληρωμές του αρχικού κεφαλαίου (ή κύριου ποσού). Ένας τίτλος PO (τίτλος μόνο αρχικού κεφαλαίου) μπορεί να περιλαμβάνει τις αποπληρωμές του αρχικού κεφαλαίου ενός συνόλου αποτελούμενου από διάφορους ομολογιακούς ή και ενυπόθηκους τίτλους. Συχνά ένας τίτλος PO (τίτλος μόνο αρχικού κεφαλαίου) παίρνει τη μορφή του ομόλογου μηδενικού κουπονιού (zero coupon bond).

PRIVATE MORTGAGE INSURANCE (ή PMI)

[Ιδιωτική ενυπόθηκη ασφάλιση]. Είναι μια μορφή ασφάλισης, η οποία μπορεί να παρέχεται σ' ένα δανειστή ενός ενυπόθηκου δάνειου από μια ασφαλιστική εταιρεία. Η ασφάλιση αυτή μπορεί να τον εξασφαλίσει, εν όλω ή εν μέρει, από τη ζημιά που θα

μπορούσε να υποστεί σε περίπτωση μη ομαλής αποπληρωμής του δάνειου και σχετικής αδυναμίας ρευστοποίησης των υποθηκών.

PRO RATA

[Κατ'αναλογία]. Είναι μια Λατινικής προέλευσης έκφραση, η οποία χρησιμοποιείται σε διάφορες περιπτώσεις όπως είναι η κατανομή κάποιων πόρων σε συγκεκριμένες χρήσεις ή η διανομή κάποιου χρηματικού ποσού στους δικαιούχους σύμφωνα με μια ορισμένη αναλογία (το λόγο).

R

RESIDENCE

[Κατοικία]. Είναι το οίκημα που κάποιος χρησιμοποιεί ως μόνιμη κατοικία του. Από αυτό τον όρο προκύπτει και ο κάτοικος 'resident'. Αξίζει να σημειωθεί εδώ πως ο όρος αυτός δεν απευθύνεται σε άτομα μόνο αλλά και σε εταιρείες που βρίσκονται σε διάφορα σημεία του κόσμου. Έτσι, λοιπόν, μπορούμε να πούμε πως μια εταιρεία είναι 'resident' στην Ελλάδα διότι αυτή είναι η χώρα στην οποία διεξάγει τις εργασίες της.

REVERSE ANNUITY MORTGAGE (RAM)

[Αντίστροφη ράντα ενυπόθηκου δάνειου]. Δανεισμός που απευθύνεται σε ανθρώπους που θέλουν να συμπληρώσουν τη σύνταξη τους και κατέχουν σπίτι. Το σπίτι χρησιμοποιείται ως εγγύηση για την παροχή μηνιαίου εισοδήματος. Το χρέος που συσσωρεύεται θα καλυφθεί από την αξία του σπιτιού του δανειολήπτη.

RISK ADJUSTED ASSETS

[Στοιχεία προσαρμοσμένα στο κίνδυνο]. Υπολογισμός του συνόλου της αξίας των στοιχείων της τράπεζας σταθμίζοντας το καθένα με τον αντίστοιχο κίνδυνο. Έτσι τα μετρητά σταθμίζονται με μηδενικό συντελεστή, ενώ τα δάνεια ανάλογα με το κίνδυνο αθέτησης της υποχρέωσης σταθμίζονται με διαφορετικούς συντελεστές. Αφού υπολογιστούν τα αντίστοιχα γινόμενα (συντελεστής * αξία στοιχείου) αθροίζονται για το τελικό αποτέλεσμα.

RISK PREMIUM

Όταν ο επενδυτής τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε επενδύσεις που συνοδεύονται από υψηλό ρίσκο, τότε υπάρχει κάποια αποζημίωση χρηματική για αυτόν τον επενδυτή. Η αποζημίωση δίνεται διότι πήρε την απόφαση να πραγματοποιήσει την τοποθέτηση παρά το υψηλό ρίσκο. Δίνεται λοιπόν και ως κίνητρο αλλά και ως ένδειξη καλής θέλησης και εκτίμησης.

S

SECUNDRARY MORTGAGE MARKET

(ΗΠΑ). Ο κλάδος της χρηματαγοράς όπου γίνονται συναλλαγές σε ενυπόθηκα δάνεια και υποθηκευμένα χρεόγραφα. Μέσω αυτής της αγοράς οι αρχικοί δανειστές ρευστοποιούν δάνεια από το χαρτοφυλάκιο τους, εξασφαλίζοντας άμεσα κεφάλαια. Τα δάνεια αυτά αγοράζονται από κυβερνητικούς χρηματοπιστωτικούς φορείς (όπως η Federal Home Loan Mortgage Corporation), ή από επενδυτικές τράπεζες, οι οποίες με την σειρά τους, μετατρέπουν το αποθεματικό από τις υποθήκες σε χρεόγραφα που καλύπτονται από αυτές και τα μεταπωλούν στους επενδυτές. Η δευτερογενής αγορά ενυπόθηκων δανείων περιλαμβάνει όλες τις παρεμφερείς πράξεις ενυπόθηκου δανεισμού, που δεν καλύπτονται από την αντίστοιχη πρωτογενή αγορά, η οποία καλύπτει πράξεις μεταξύ αγοραστών ακινήτων και των αντισυμβαλλομένων αρχικών δανειστών τους.

SECURITIES

[Οικονομικοί τίτλοι]. Όρος που χρησιμοποιείται για να περιγράψει μια σειρά από χρηματοοικονομικούς τίτλους. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται 1. τίτλοι ιδίων κεφαλαίων, δανειακοί τίτλοι κλπ. 2. Πολλές φορές ο όρος αναφέρεται και σε βραχυχρόνιους τίτλους, όμως ο γενικός κανόνας είναι να αναφέρεται σε μακροχρόνιους χρηματοοικονομικούς τίτλους (stocks, shares, bonds, notes). 3. Πιστοποιητικά που αποδεικνύουν ιδιοκτησία χρεογράφων. 4. Assented securities, χρεόγραφα των οποίων οι κάτοχοι έχουν συμφωνήσει για ορισμένες αλλαγές στους όρους ή στη νομική τους υπόσταση. 5. Assessable securities (ΗΠΑ), χρεόγραφα (όπως οι κοινές μετοχές ή ορισμένες κατηγορίες προνομιούχων μετοχών), για τα οποία οι μέτοχοι μπορεί να υποχρεωθούν να πληρώσουν ένα πόσον πάνω από την ονομαστική τους αξία για κάλυψη των υποχρεώσεων της εταιρείας. Μετά την ψήφιση σχετικών νόμων το 1930, δεν κυκλοφορούν πολλά χρεόγραφα που περιέχουν αυτή την υποχρέωση εκ μέρους του επενδυτή. 6. Giltedged securities ή government securities (Βρετ.), κρατικοί τίτλοι υψηλής φερεγγυότητας και κατά συνέπεια με ελάχιστο κίνδυνο όσον αφορά την κανονική πληρωμή των τόκων σε τακτές ημερομηνίες και την εξαργύρωση κατά την λήξη τους. 7. Listed securities, μετοχές που έχουν γίνει αποδεκτές για διαπραγμάτευση σε αναγνωρισμένο Χρηματιστήριο Αξιών και καλούνται εισηγμένες. 8. Σημαίνει ακόμα πράγματα που δίνονται κατατίθενται ή δεσμεύονται για να διασφαλίσουν την εκπλήρωση μιας υποχρέωσης. Υπό την στενή αυτή έννοια και η υποθήκη θεωρείται security.

SECURITISED MORTGAGE

Ενυπόθηκο δάνειο το οποίο έχει τιλοποιηθεί, δηλαδή έχει μετατραπεί σε μετοχή διαπραγματεύσιμη στη δευτερογενή κυρίως αγορά. Η τιλοποίηση υποθηκών ή δανείων είναι επωφελής για τις τράπεζες, διότι τους δίνει τη δυνατότητα να μετατρέψουν απαιτήσεις τους σε ταμειακά διαθέσιμα.

SECURITY

1) Μετοχή, τίτλος, αξία, ομολογία, πιστοποιητικό καταθέσεως. Τίτλος ιδιοκτησίας, ονομαστικός ή ανώνυμος, ελεύθερα διαπραγματεύσιμος στο Χρηματιστήριο που βεβαιώνει ποσοστό ιδιοκτησίας σε μία επιχείρηση, ή ιδιότητα πιστωτή εταιρείας ή Δημόσιου Οργανισμού (ομόλογο) ή δικαιώματα ιδιοκτησίας (χρηματοοικονομικά

δικαιώματα), σε δανειακά ή επενδεδυμένα κεφάλαια. 2) Περιουσιακό στοιχείο το οποίο δίνεται ως εγγύηση δανείου και το οποίο μπορεί να κατασχέσει δανειστής, σε περίπτωση που ο δανειζόμενος αρνηθεί ή αδυνατεί να πληρώσει το χρέος του. Ονομάζεται και collateral security.

SECURITIZATION

Μέθοδος διασποράς κινδύνου με την μετατροπή ενός δανείου ή υποθήκης σε εμπορεύσιμη μετοχή. Συνίσταται στη δημιουργία κεφαλαίου από τα δάνεια διαφόρων κατηγοριών και την εν συνεχεία αντικατάστασή τους με έκδοση ενός νέου τίτλου (π.χ. ενός ομολόγου), ο οποίος είναι εξίσου εμπορεύσιμος με οποιαδήποτε άλλη μετοχή και καλύπτεται από τα δάνεια.

SINGLE PAYMENT BOND

[Ομόλογο μονής πληρωμής]. Καλείται ένα ομόλογο μηδενικού τοκομεριδίου, το οποίο αποδίδει μια και μόνο πληρωμή (κεφάλαιο και τόκος), κατά τη λήξη του. Ο όρος είναι συνώνυμος του zero coupon bond.

SWAP

[Η ανταλλαγή (γενικά)]. Εννοιολογικά το swap είναι ένα χρηματοοικονομικό παράγωγο (derivative) διαπραγματεύσιμο εκτός οργανωμένου χρηματιστηρίου (Over the counter) και αποτελεί μία συναλλαγή, με βάση την οποία δύο μέρη συμφωνούν να ανταλλάξουν προκαθορισμένες σειρές πληρωμών σε μελλοντικές ημερομηνίες μέσα στο χρόνο. Αναπτύχθηκαν για να υπερπηδηθούν τα προβλήματα που δημιουργούσαν τα δικαιώματα ανταπαίτησης και τα πολύπλοκα δικαιολογητικά που χρειάζονται για χρηματοδοτήσεις από το εξωτερικό. Τα επέβαλαν διότι ασφυκτικοί πολλές φορές έλεγχοι συναλλάγματος ειδικά στον επαναπατρισμό κερδών των διεθνών εταιρειών και τραπεζών και διότι πλεονεκτούν στην διεξαγωγή συναλλαγών με όρους περισσότερο συμφέροντες από αυτούς που δικαιολογεί η πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας. Για διασφάλιση του μηχανισμού πληρωμής από τον αυξημένο οικονομικό κίνδυνο ο ένας των συμβαλλομένων να αθετήσει τις υποχρεώσεις του, η αγορά έχει εισάγει τον θεσμό του ενδιάμεσου (intermediary), μεταξύ των συναλλασσομένων, ρόλο που έχουν αναλάβει οι τράπεζες. Στα μέσα του 1985 ο ISDA (International Swap Dealers Association) εξέδωσε τυποποιημένους διαπραγματευτικούς όρους και υποστήριξη για όλου του είδους τα swaps και κυρίως για τα swaps επιτοκίου. Η τεχνική των swaps έγινε γενικά αποδεκτή μετά το ιστορικό swap συναλλάγματος που συνάφθηκε σε ελβ. φράγκο, γερ. μάρκο και δολάριο μεταξύ της IBM και της World Bank το 1981. Υπάρχουν πολλοί τύποι swaps που κυκλοφορούν στις διεθνείς αγορές και συνεχώς εφευρίσκονται και άλλοι. Παρόλα αυτά, μπορεί να ξεχωρίσει κανείς 2 βασικές κατηγορίες οι οποίες αποτελούν συνήθως και τα συστατικά των πιο σύνθετων swaps: 1) Cross - currency swap. Ένα currency swap είναι μία συμφωνία για την ανταλλαγή περιοδικών πληρωμών επιτοκίων σε δύο διαφορετικά νομίσματα και που βασίζονται σε ένα ονομαστικό (εικονικό) αρχικό ποσόν. Περιλαμβάνει δύο αλληλένδετες πράξεις σε συνάλλαγμα, την αγορά μιας ποσότητας ενός νομίσματος έναντι κάποιου άλλου με value date κάποια συγκεκριμένη ημερομηνία και την ταυτόχρονη πώληση της ίδιας ποσότητας με value date μία διαφορετική ημερομηνία. Συνήθως τα swaps συναλλάγματος περιλαμβάνουν μία άμεση και μία προθεσμιακή αγορά, αρκετές φορές όμως γίνονται και οι δύο πράξεις με value dates μελλοντικές ημερομηνίες, το δε καθαρό αποτέλεσμα τους είναι

το ίδιο με το αποτέλεσμα δύο συναλλαγών στην χρηματαγορά, δηλ. ανταλλαγή ταμειακών ροών αλλά και κινδύνου επιτοκίου. Γενικά τα currency swaps λειτουργούν κατά τον ίδιο τρόπο όπως και οι ανταλλαγές επιτοκίου (interest rate swaps), με μόνη την διαφορά ότι στα currency swaps το αρχικό κεφάλαιο ανταλλάσσεται στην αρχή και στην λήξη της συναλλαγής. Σε όλες τις περιπτώσεις χρησιμοποιείται η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία που ίσχυε όταν έκλεισε η συμφωνία. Το swap είναι παρόμοιο με μία προθεσμιακή πράξη σε συνάλλαγμα (forward foreign exchange transaction), με μόνη την διαφορά ότι είναι πιο αποτελεσματικό, εφόσον ο διαφορισμός επιτοκίων των δύο νομισμάτων διακανονίζεται περιοδικά αντί εφάπαξ κατά τη λήξη της συναλλαγής. Η αρχική και τελική ανταλλαγή των κεφαλαίων μπορεί να εξαιρεθεί με τον καθορισμό μεταξύ των συμβαλλομένων μιας spot συναλλαγής για την αγορά και την πώληση των νομισμάτων τους και την πληρωμή του ποσού της διαφοράς που αντιστοιχεί στην υποτίμηση ή ανατίμηση του νομίσματος στον αντισυμβαλλόμενο. Υπάρχουν δύο είδη currency swaps: α) σταθερού, σταθερού επιτοκίου (fixed-to-fixed) (π.χ. σταθερό επιτόκιο δολ. ΗΠΑ έναντι σταθερού επιτοκίου ελβ. Φράγκου). Στα σταθερού, σταθερού επιτοκίου currency swaps, οι πληρωμές σταθερού επιτοκίου σε ένα νόμισμα ανταλλάσσονται με πληρωμές σταθερού επιτοκίου σε ένα άλλο. β) σταθερού, κυμαινόμενου επιτοκίου (fixed - to - floating rate currency swap) (π.χ. κυμαινόμενο επιτόκιο δολ. ΗΠΑ έναντι σταθερού επιτοκίου γερμ. Μάρκου). Το απλούστερο παράδειγμα ενός swap του είδους αυτού χρησιμοποιείται από δανειζόμενους στην αγορά Ευρωομολόγων, για την μετατροπή της υποχρέωσης τους από ένα ξένο νόμισμα στο νόμισμα της χώρας τους. Οι συναλλαγές αυτού του είδους γίνονται για την εξασφάλιση φθηνότερου κόστους χρηματοδότησης (funding cost), από την απλή έκδοση ενός ομολόγου σε εγχώριο νόμισμα. Τα cross currency swaps χρησιμοποιούνται κυρίως σαν εργαλείο arbitrage μεταξύ των διαφόρων αγορών, στις οποίες υπάρχουν διαφορετικοί ρυθμιστικοί κανόνες και διαφορές στην προσφορά και ζήτηση για τα διάφορα νομίσματα, καθώς και για τη διαχείριση στοιχείων ενεργητικού - παθητικού (asset - liability management), όπως π.χ. για την εξασφάλιση εισπρακτέων εσόδων από κέρδη συναλλάγματος. Για παράδειγμα, αμερικανική εταιρεία με δανειακή υποχρέωση 7 ετών σε ένα αδύνατο νόμισμα π.χ. αυστραλιανό δολάριο, επιθυμεί να «κλειδώσει» την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία, χωρίς να εξοφλήσει τώρα το δάνειο και χωρίς να προβεί σε προθεσμιακή πράξη εξασφάλισης της, λόγω αμφίβολης ρευστότητας στο νόμισμα αυτό στην αγορά μετά από 7 χρόνια. Για να εξασφαλίσει τιμή, αγοράζει αυστραλιανά δολάρια στην spot αγορά και τα ανταλλάσσει με δολάρια ΗΠΑ μέσω ενός cross-currency swap 7 ετών, δηλ. ξαναπουλάει τα αυστ. δολ. spot αγοράζοντας δολ. ΗΠΑ και τα επαναγοράζει μετά από 7 χρόνια, πουλώντας τα δολ. ΗΠΑ. Και οι 3 ανταλλαγές των νομισμάτων (spot αγορά συν τις δύο ανταλλαγές του swap) θα γίνουν με την σημερινή συναλλαγματική ισοτιμία. Οι πράξεις swaps έχουν μεγάλη χρονική διάρκεια και φθάνουν συνήθως μέχρι 10 χρόνια, ενώ υπάρχουν και περιπτώσεις συναλλαγών μέχρι 30 χρόνια. 2) Interest rate swap. [Ανταλλαγές επιτοκίου]. Ένα swap επιτοκίου είναι η συμφωνία μεταξύ δύο μερών να ανταλλάξουν σειρά πληρωμών σταθερού επιτοκίου με πληρωμές κυμαινόμενου στο ίδιο νόμισμα επί ενός δοθέντος ποσού και εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την μετατροπή ενός ήδη υπάρχοντος βραχυχρόνιου δανείου ή περιουσιακού στοιχείου ή μπορεί να είναι ανεξάρτητο. Τα swaps λειτουργούν μόνον εφόσον μπορεί να διενεργηθεί κάποιου είδους arbitrage μεταξύ δύο αγορών. Σε ένα swap επιτοκίου ανταλλάσσονται μόνον πληρωμές που ανταποκρίνονται σε πληρωμές επιτοκίου επί ενός ονομαστικού (notional) κεφαλαίου αλλά όχι και πληρωμές του κεφαλαίου. Το χαρακτηριστικό αυτό είναι σημαντικό για την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου ενός swap. Τα swaps επιτοκίου αναπτύχθηκαν σαν ένας τρόπος

εκμετάλλευσης των διαφορών μεταξύ της αγοράς ομολόγων και της αγοράς βραχυχρόνιου δανεισμού. Το ένα μέρος καταβάλει πληρωμές σταθερού επιτοκίου και το άλλο πληρωμές κυμαινόμενου, αν και δεν αποκλείονται οι πληρωμές κυμαινόμενου ή σταθερού επιτοκίου και από τα δύο μέρη. Το συνηθέστερα χρησιμοποιούμενο επιτόκιο για τις πληρωμές κυμαινόμενου επιτοκίου (περισσότερο από το 75% των περιπτώσεων) είναι το επιτόκιο δανεισμού 6 μηνών στην διαπραγματευτική αγορά του Λονδίνου (6months LIBOR), παρόλο που περιστασιακά χρησιμοποιούνται και άλλα, όπως του US commercial paper, και των Treasury Bills. Χρησιμοποιούνται από επενδυτές που έχουν το συγκριτικό πλεονέκτημα άντλησης κεφαλαίων σε διαφορετικές αγορές, για την μείωση του κόστους χρηματοδότησης σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου, την εξασφάλιση ρευστότητας σε ένα νόμισμα έναντι νομίσματος στο οποίο υπάρχει περιστασιακή ρευστότητα και για την μετατροπή ενός δανείου σταθερού επιτοκίου σε κυμαινόμενο.

T

TERM MORTGAGE

[Προθεσμιακή υποθήκη]. Πρόκειται για είδος υποθήκης με περίοδο μέχρι τη λήξη μικρότερη των πέντε ετών, που δεν αποσβήνεται. Το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της είναι ότι οι πληρωμές της γίνονται με δόσεις για κάποιο χρονικό διάστημα, μετά το οποίο πρέπει να πληρωθεί ολόκληρο τον ποσό που απομένει.

THRIFTS

Ο όρος αυτός υποδηλώνει κάποια μικρά τοπικά αποταμειωτικά ιδρύματα στις Η.Π.Α. που δέχονται καταθέσεις από μικρούς αποταμειωτές. Τα κεφάλαια που συγκεντρώνουν τα αξιοποιούν κυρίως δανείζοντας ενυπόθηκα σε αγοραστές κατοικιών.

TRANCHE

1. Ονομάζεται έτσι ένας από τους διαφορετικούς συνδυασμούς χρονικής διάρκειας και απόδοσης ή κινδύνου, στους οποίους εκδίδεται ένας ομολογιακός τίτλος. 2. Καλείται έτσι η σταδιακή διάθεση στην αγορά μιας έκδοσης ομολόγων. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται ιδιαίτερα στη Μ. Βρετανία. 3. Είναι η χρηματοδότηση σε στάδια. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση ή και μια χώρα λαμβάνει σταδιακά τμήματα ενός δανείου με την προϋπόθεση ότι κάθε φορά έχει εκπληρώσει προκαθορισμένους στόχους. 4. Γενικά ο όρος αναφέρεται σε κάθε μεγάλο τμήμα, κομμάτι ενός μεγάλου ποσού.

TREASURIES

Καλούνται έτσι συνοπτικά όλοι οι κρατικοί τίτλοι, ομόλογα και γραμμάτια, στις Η.Π.Α.

TREASURY BOND

[Ομόλογο του δημοσίου]. Είναι το κρατικό ομόλογο, έχει μακρά διάρκεια, αποδίδει τοκομερίδια σε τακτά διαστήματα και κατά τη λήξη του αποδίδει την ονομαστική του

αξία. Στις Η.Π.Α. ονομάζονται έτσι μόνο οι κρατικοί τίτλοι, με ελάχιστη διάρκεια δέκα ετών. Οι τίτλοι ενδιάμεσης διάρκειας μεταξύ treasury bills και treasury bonds (μεταξύ ενός έτους και δέκα ετών) καλούνται treasury notes.

TREASURY NOTES

Καλείται έτσι ένας κρατικός ομολογιακός τίτλος που εκδίδεται στις Η.Π.Α. και έχει μεσοπρόθεσμη διάρκεια, μεταξύ ενός και δέκα ετών. Είναι μια ενδιάμεση κατηγορία μεταξύ των κρατικών γραμματίων (treasury bills) και ομολόγων (treasury bonds).

TREASURY SECURITIES

[Αξιόγραφα του δημοσίου]. Όρος που περιγράφει το σύνολο των αξιογράφων που εκδίδει το δημόσιο, προκειμένου να δανειστεί πόρους για την κάλυψη και στήριξη κρατικών δαπανών (βλ. Treasury bond, bill, certificate).

U

UNDERWRITE

[Ασφαλίζω, εγγυώμαι, προσυπογράφω, διαθέτω χρεόγραφα στο κοινό]. 1. ασφαλίζω έναντι αμοιβής. 2. (τράπεζα) Διάθεση χρεογράφων από τις τράπεζες επενδύσεων. Οι τράπεζες επενδύσεων αγοράζουν τίτλους από τις εταιρείες και τους πουλάνε στους επενδυτές. Οι τράπεζες κρατάνε για λογαριασμό τους την διαφορά της τιμής αγοράς και πώλησης που ονομάζεται floatation cost. 3. (τράπεζα) Ερευνώ σε βάθος τον κίνδυνο που αναλαμβάνει η τράπεζα από την σύναψη δανείου με συγκεκριμένους πελάτες.

V

VETERANS ADMINISTRATION (VA) MORTGAGE (Η.Π.Α.)

Προνομιακό χρηματοδοτικό πρόγραμμα που προσφέρεται σε όλα τα μέλη του σωματείου βετεράνων πολεμιστών (Veterans Administration), που υπάρχει στις Η.Π.Α., για την αγορά σπιτιού. Ουσιαστικά πρόκειται για παροχή εγγυήσεων εκ μέρους του σωματείου, προκειμένου να χορηγηθεί στεγαστικό δάνειο στα μέλη του ή στις συζύγους τους από τράπεζες ή άλλα χρηματοδοτικά ιδρύματα. Δεδομένης της μεγάλης αίγλης και κύρους που απολαμβάνει το σωματείο στην αμερικανική κοινωνία και του ειδικού καθεστώτος οργάνωσής του (λειτουργεί υπό την άμεση εποπτεία του Προέδρου των Η.Π.Α.), οι όροι παροχής των εν λόγω δανείων είναι ιδιαίτερα ευνοϊκοί. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν το μακρό χρονικό διάστημα αποπληρωμής (30 χρόνια) και η χαμηλή αμοιβή (επιτόκιο) των κεφαλαίων των δανείων, ο καθορισμός της οποίας είναι επίσης στην διακριτική ευχέρεια του σωματείου.

Υ

YANKEE BONDS

Προνομιακό χρηματοδοτικό πρόγραμμα που προσφέρεται σε όλα τα μέλη του σωματείου βετεράνων πολεμιστών (Veterans Administration), που υπάρχει στις Η.Π.Α., για την αγορά σπιτιού. Ουσιαστικά πρόκειται για παροχή εγγυήσεων εκ μέρους του σωματείου, προκειμένου να χορηγηθεί στεγαστικό δάνειο στα μέλη του ή στις συζύγους τους από τράπεζες ή άλλα χρηματοδοτικά ιδρύματα. Δεδομένης της μεγάλης αίγλης και κύρους που απολαμβάνει το σωματείο στην αμερικανική κοινωνία και του ειδικού καθεστώτος οργάνωσής του (λειτουργεί υπό την άμεση εποπτεία του Προέδρου των Η.Π.Α.), οι όροι παροχής των εν λόγω δανείων είναι ιδιαίτερα ευνοϊκοί. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν το μακρό χρονικό διάστημα αποπληρωμής (30 χρόνια) και η χαμηλή αμοιβή (επιτόκιο) των κεφαλαίων των δανείων, ο καθορισμός της οποίας είναι επίσης στην διακριτική ευχέρεια του σωματείου.

YIELD

[Απόδοση επένδυσης]. Η πρόσοδος από επένδυση, δάνειο ή φορολογία. Όσον αφορά την απόδοση επενδύσεων, αυτή εμφανίζεται με τις εξής μορφές: προκειμένου για ομολογίες, διακρίνουμε την περιοδική καταβολή τοκομεριδίων (coupons) η αξία των οποίων υπολογίζεται ως το πηλίκο του προβλεπόμενου επιτοκίου προς την τιμή απόκτησης του χρεογράφου (current yield or running yield or earnings yield or flat yield) - παράλληλα υπάρχει και η οριζόμενη ως μακροχρόνια απόδοση (yield to maturity) που εμφανίζεται ως ο τόκος επί της αγοραίας τιμής (purchase price) της ομολογίας συνυπολογιζομένων, της αξίας επανεξαγοράς της (redemption value) από τον εκδότη κατά την λήξη της (maturity) και του αποδιδόμενου τοκομεριδίου. Παρομοίως, προκύπτει και η μερισματική απόδοση (dividend yield) στην περίπτωση μετοχικών τίτλων (κοινών ή προνομιακών) που ορίζεται ως η ποσοστιαία σχέση των μερισμάτων μιας μετοχής προς την τρέχουσα αξία της. Πρέπει να σημειωθεί επίσης η χρήση του όρου για να εκφράσει τις κρατικές εισροές που προκύπτουν από την επιβολή κάποιου φόρου (tax). Τελικά, πρέπει να αναφερθεί η απόδοση δανείου (loan), που αφορά το ποσό το οποίο αναλαμβάνει να πληρώσει ο δανειολήπτης ως αμοιβή (τόκος) στον πιστωτή του. Υπολογίζεται ως το γινόμενο των ετήσιων προβλεπόμενων τόκων επί την συνολική χρονική περίοδο για την οποία έχει παρασχεθεί το δάνειο. Gross yield. Η προ φόρων, πρόσοδος από οικονομική δραστηριότητα (επένδυση).

YIELD CURVE

[Καμπύλη απόδοσης]. Πρόκειται για καμπύλη που συσχετίζει την απόδοση ιδίων χρεογράφων με την λήξη τους. Η απόδοση μετριέται στον κάθετο άξονα ενώ η λήξη του ομολόγου στον οριζόντιο. Επειδή τα μακράς διάρκειας ομόλογα είναι περισσότερο υποκείμενα σε μεταβολές στα επιτόκια και είναι λιγότερο ρευστοποιήσιμα, η συνήθης κλίση της καμπύλης απόδοσης είναι θετική και αύξουσα, δηλ. όσο μεγαλώνει ο χρόνος λήξης τόσο υψηλότερη απόδοση περιμένει να κερδίσει ο επενδυτής.

YIELD MATURITY (or YMT or REDEMPTION YIELD)

Η συνολική απόδοση την οποία αποκομίζει ένας επενδυτής από μια μακροπρόθεσμη επένδυση (ομολογία) μέχρι την λήξη της (maturity). Πρακτικά περιλαμβάνει υπολογισμό με την βοήθεια προεξοφλητικού επιτοκίου (discount rate) της Παρούσας Αξίας όλων των μελλοντικών περιοδικών καταβολών (τοκομεριδίων), που θα αποφέρει το ομόλογο στην διάρκεια της ζωής του, συν την αξία του αρχικού κεφαλαίου και τελικά την εξίσωση του αθροίσματος με την Παρούσα Αγοραία Αξία της ομολογίας (current market value).

Z

Z BOND

[Ομολογία κατηγορίας Z]. Μια από τις κατηγορίες ομολογιών (βλ. tranche) τις οποίες είναι δυνατόν να περιλαμβάνει ένα σύνθετο επενδυτικό προϊόν (όπως π.χ. collateralized mortgage obligation). Ο διαχωρισμός τους γίνεται με κριτήριο την διαφορετική διάρκεια ζωής (maturity) των χρεογράφων. Στην προκειμένη περίπτωση ο όρος αφορά τα ομόλογα της κατηγορίας Z (Z tranche) τα οποία μοιάζουν όσον αφορά την μορφή της απόδοσής τους (yield) με τα χρεόγραφα μηδενικού τοκομεριδίου (zero coupon securities). Αυτό σημαίνει ότι δεν αποδίδουν περιοδικές πληρωμές στον κάτοχό τους. Αυτός, αποζημιώνεται διαμέσου της είσπραξης ενός εφάπαξ ποσού που προέρχεται από την επανεξαγορά των ομολογιών από τον εκδότη κατά την λήξη τους. Βασική προϋπόθεση για την πραγματοποίηση της συγκεκριμένης πληρωμής είναι ότι προηγουμένως πρέπει να έχουν εξοφληθεί, κατά προτεραιότητα, οι ιδιοκτήτες ομολογιών από τις άλλες κατηγορίες (κατηγορίες A, B).

ZERO COUPON BONDS or PURE DISCOUNT

[Ομόλογα χωρίς περιοδικές πληρωμές]. Πρόκειται για χρεόγραφα που δεν προσφέρουν περιοδικές πληρωμές των τόκων αλλά οι τόκοι πληρώνονται στο τέλος με τη λήξη του ομολόγου. Η τιμή εξαγοράς του είναι προκαθορισμένη και γνωστή την ημέρα της έκδοσής του. Το κέρδος άρα από αυτό το χρεόγραφο είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής έκδοσης από την τιμή εξαγοράς του. Το πλεονέκτημα είναι η ανυπαρξία κινδύνου αυξομείωσης των επιτοκίων αγοράς γιατί ο τόκος είναι προκαθορισμένος. Για να επιτυγχάνεται θετικό κέρδος το ομόλογο εκδίδεται με έκπτωση έτσι ώστε η τιμή έκδοσης να είναι μικρότερη από την τιμή εξαγοράς του. Αν και ο τόκος πληρώνεται στη λήξη ο συσσωρευμένος τόκος είναι φορολογήσιμος σε ετήσια βάση και λαμβάνεται υπόψη σαν κανονικό εισόδημα. Η ζωή τέτοιων ομολόγων είναι μικρή (3,6 ή 12 μηνών).