

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

### Η ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ - ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

#### 4.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αγορά χρήματος ή χρηματαγορά είναι η αγορά όπου προσφέρονται και ζητούνται χρηματοπιστωτικοί τίτλοι (χρεόγραφα) που είναι στενά υποκατάστατα του χρήματος, έχουν μικρή χρονική διάρκεια λήξης και φέρουν μικρό κίνδυνο αποπληρωμής. Στην αγορά αυτή διαπραγματεύονται τίτλοι που σχετίζονται με την ρευστότητα των οικονομικών μονάδων.

Έτσι, στην αγορά χρήματος οι επιχειρήσεις και οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί (ακόμη και το Δημόσιο), μπορούν είτε να αντλήσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια κίνησης για να καλύψουν αντίστοιχα ταμειακά ελλείμματα ή να τοποθετήσουν προσωρινά (βραχυπρόθεσμα) τυχόν πλεονάσματα που έχουν κερδίζοντας τόκο.

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα (χρεόγραφα) που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά χρήματος έχουν τα ακόλουθα γενικά χαρακτηριστικά:

- Χρονική διάρκεια (ληκτότητα) μικρότερη του έτους (κυμαίνεται συνήθως από 24 ώρες μέχρι και ένα χρόνο).
- Η ρευστότητά τους είναι ευχερής – εύκολη.
- Παρουσιάζουν μικρό έως ανύπαρκτο κίνδυνο αθέτησης κυρίως διότι τα εκδίδουν δημόσιοι φορείς και επιχειρήσεις υψηλής φερεγγυότητας.

Η ιδιότητα του εκδότη τους και η μικρή χρονική διάρκειά τους εγγυώνται τη βέβαιη αποπληρωμή τους.

Οι συναλλαγές στην αγορά χρήματος δεν λαμβάνουν χώρα σε μια συγκεκριμένη τοποθεσία ή κτίριο. Αντί γι' αυτό, οι διαπραγματευτές (dealers) και οι χρηματιστές (brokers), συνήθως, διευθετούν αγορές και πωλήσεις μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά χρήματος μέσω τηλεφώνου ή άλλου τηλεπικοινωνιακού μέσου και ολοκληρώνουν αυτές μέσω ηλεκτρονικών συστημάτων. Λόγω αυτού του χαρακτηριστικού τα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος έχουν μια ενεργή δευτερογενή αγορά. Αυτό σημαίνει ότι αφού το χρεόγραφο έχει πωληθεί αρχικά από τον εκδότη τους, μετέπειτα είναι σχετικά εύκολο να βρει κανείς αγοραστή που θα αγοράσουν

αυτό στο μέλλον. Μια ενεργής δευτερογενής αγορά καθιστά τα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος πολύ ευέλικτα εργαλεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την κάλυψη βραχυπρόθεσμων αναγκών σε ρευστά.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό της αγοράς χρήματος είναι ότι αυτή είναι αγορά χονδρικής πώλησης (wholesale market). Αυτό σημαίνει ότι οι περισσότερες συναλλαγές είναι πολύ μεγάλες, συνήθως, υπερβαίνουν το ένα εκατομμύριο ευρώ. Το μέγεθος αυτών των συναλλαγών αποτρέπει τους περισσότερους ατομικούς επενδυτές να συμμετέχουν απευθείας στις αγορές χρήματος. Αντί γι' αυτό, οι διαπραγματευτές (dealers) και οι χρηματιστές (brokers) προβαίνουν σε ενέργειες στις αίθουσες συναλλαγών των μεγάλων τραπεζών και μεσιτικούς οίκους φέρουν τους πελάτες τους σε επικοινωνία. Αυτοί οι χρηματιστές μπορεί να αγοράσουν ή να πωλήσουν χρεόγραφα αξίας 50 ή 100 εκατ. ευρώ μόλις σε λίγα δευτερόλεπτα, μια συναλλαγή, βέβαια, που δεν μπορούν να κάνουν οι άτολμοι και μικροί επενδυτές.

Η ευελιξία και η καινοτομία είναι δύο σημαντικά χαρακτηριστικά οποιασδήποτε χρηματοπιστωτικής αγοράς και φυσικά και της αγοράς χρήματος. Παρά το χαρακτήρα της χονδρικής πώλησης της αγοράς χρήματος καινοτόμα χρεόγραφα και καινοτόμες μέθοδοι συναλλαγών έχουν αναπτυχθεί για να δώσουν τη δυνατότητα στους μικρούς επενδυτές να έχουν πρόσβαση στα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος. Θα εξετάσουμε αυτά τα χρεόγραφα και τα χαρακτηριστικά τους αμέσως παρακάτω.

## **4.2. ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ**

Τα κυριότερα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος τα οποία θα εξετάσουμε στο κεφάλαιο αυτό είναι τα εξής:

- α)** Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου (Treasury Bills).
- β)** Διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (Negotiable Certificates of Deposit).
- γ)** Εμπορικά Ομόλογα (Commercial Papers).
- δ)** Χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής ή εγγυητικές επιστολές (Banker's Acceptances).
- ε)** Συμφωνίες επαναγοράς (Repurchase Agreements ή Repos).
- στ)** Διατραπεζικά Κεφάλαια (Federal Funds).

### **4.2.1. Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου (Treasury Bills)**

#### **4.2.1.1. Εισαγωγή**

Τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου (Treasury Bills) εκδίδονται από το Δημόσιο (Κράτος) κάθε χώρας και η διαχείρισή τους γίνεται από την Κεντρική Τράπεζα. Θεωρούνται γενικά ως χρεόγραφα μηδενικού κινδύνου

επειδή το Κράτος εγγυάται να πληρώσει την ονομαστική αξία τους. Ένα άλλο ελκυστικό χαρακτηριστικό των Ε.Γ.Δ. είναι ότι είναι χρεόγραφα άμεσης ρευστοποίησης με μια σημαντικά αναπτυγμένη (ενεργό) δευτερογενή αγορά, που σημαίνει ότι οι κάτοχοι των χρεογράφων αυτών μπορούν εύκολα να μετατρέψουν αυτά σε μετρητά όποτε προκύψει ανάγκη.

Τα Ε.Γ.Δ. είναι προεξοφλητικά χρεόγραφα (discount securities), δηλαδή στην έκδοσή τους τα χρεόγραφα αυτά πωλούνται με μία έκπτωση της ονομαστικής αξίας τους. Το μέγεθος της έκπτωσης προσδιορίζει την απόδοση (τους τόκους) για το χρονικό διάστημα διακράτησης των χρεογράφων αυτών.

#### **4.2.1.2. Τρόποι Διάθεσης των Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου**

Τα Ε.Γ.Δ. μπορεί να διατεθούν (πωληθούν) με διάφορους τρόπους στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, οι βασικότεροι είναι οι εξής: α) Δημόσια έκδοση (public issue), β) Έκδοση με προσφορές (tender issue), γ) Έκδοση με δημοπρασία (auction issue), δ) Απ' ευθείας διάθεση στο κοινό (direct placement) και ε) Συμπληρωματική έκδοση της υπάρχουσας έκδοσης (additional tranches of existing issue). Παρακάτω περιγράφουμε αυτές τις τεχνικές με συντομία.

##### **1. Δημόσια Έκδοση (Public Issue)**

Η Κεντρική Τράπεζα προσφέρει Ε.Γ.Δ. σε μια ορισμένη τιμή και ελπίζει ότι οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θα αγοράσουν επαρκή έντοκα γραμμάτια ώστε να απομείνουν λίγα ή και καθόλου απούλητα έντοκα γραμμάτια.

##### **2. Έκδοση με Προσφορά (Tender Issue)**

Η Κεντρική Τράπεζα προσδιορίζει μια ελάχιστη τιμή προσφοράς και προσκαλεί προσφορές για αγορά σε αυτή την ελάχιστη τιμή ή πάνω αυτής. Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και οι επενδυτές προσφέρουν τιμές για την αγορά των εντόκων γραμματίων και με βάση αυτές τις προσφερόμενες τιμές υπολογίζεται η ελάχιστη τιμή στην οποία μπορεί να πωληθεί (διατεθεί) η έκδοση. Όσοι προσέφεραν τιμές πάνω από την (υπολογιζόμενη) ελάχιστη τιμή τους παρέχεται το δικαίωμα για πλήρη κατανομή και το υπόλοιπο της έκδοσης κατανέμεται με μια προκαθορισμένη αναλογία σε εκείνους που προσφέρουν στην συγκεκριμένη τιμή προσφοράς.

##### **3. Έκδοση με Δημοπρασία (Auction Issue)**

Η Κεντρική Τράπεζα προσκαλεί προσφορές για την αγορά των εντόκων γραμματίων και δεν προσδιορίζει ελάχιστη τιμή (διατηρεί, όμως, το δικαίωμα σε εξαιρετικές περιπτώσεις να μειώσει το μέγεθος της έκδοσης). Η έκδοση πωλείται σε εκείνους που προσέφεραν την υψηλότερη τιμή έως ότου όλο το απόθεμα της έκδοσης πουληθεί. Το πρόβλημα που αντιμε-

τωπίζουν οι συμμετέχοντες στη δημοπρασία σε τέτοιες περιπτώσεις είναι ότι μπορεί να διαπιστώσουν ότι προσέφεραν και αγόρασαν σε υψηλότερες τιμές σε σύγκριση με τους άλλους συμμετέχοντες στη δημοπρασία, και ότι όταν η συναλλαγή (η πώληση) των εντόκων γραμματίων λαμβάνει χώρα διαπιστώνουν ότι πωλούν με σημαντική έκπτωση (χαμηλότερη τιμή) σε σχέση με την τιμή προσφοράς (αγοράς). Αυτό θα αποθάρρυνε τους συμμετέχοντες στη δημοπρασία και με τον σκοπό να μειώσει τον κίνδυνο αυτό η Τράπεζα επιτρέπει η συναλλαγή στα έντοκα γραμμάτια να λάβει χώρα προ τη έκδοσης, έτσι ώστε οι επενδυτές να έχουν μια τιμή αναφοράς ως οδηγό πάνω στην οποία θα βασίζονται τις προσφορές τους. Υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα της μεθόδου της δημοπρασίας, το Δημόσιο (Κράτος) μπορεί να είναι βέβαιο ότι θα πωλήσει όλα τα έντοκα γραμμάτια της έκδοσης και ότι τα έσοδα θα αυξηθούν με την πώληση των χρεογράφων αυτών σε διαφορετικές τιμές.

#### **4. Απ' ευθείας Διάθεση στο Κοινό (Direct placement)**

Η Κεντρική Τράπεζα διαπραγματεύεται απ' ευθείας με τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για να πωλήσει τα έντοκα γραμμάτια στην συμφωνημένη τιμή. Έπειτα οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί διανέμουν (πωλούν) τα έντοκα γραμμάτια στους πελάτες και άλλους επενδυτές.

#### **5. Συμπληρωματικές εκδόσεις στις ήδη Υπάρχουσες Εκδόσεις (Additional Tranches of Existing Issues)**

Η Κεντρική Τράπεζα προσφέρει συμπληρωματική έκδοση για τα χρεόγραφα που ήδη εμπορεύονται ενεργά στην αγορά. Τέτοιες εκδόσεις μπορεί να είναι χρήσιμες σε περιπτώσεις που οι απαιτήσεις χρηματοδότησης του Δημοσίου είναι σχετικά μικρής κλίμακας και η ύπαρξη μιας ήδη ενεργούς αγοράς σημαίνει ότι η κατάλληλη τιμολόγηση και η επιτυχία της έκδοσης είναι εξασφαλισμένη.

Η ακριβής μέθοδος (τεχνική) που χρησιμοποιείται για την έκδοση Εντόκων Γραμματίων εξαρτάται από πολυάριθμους παράγοντες όπως π.χ. το ποσό των κεφαλαίων που πρόκειται να αντληθεί, οι συνθήκες της αγοράς και ο βαθμός της βεβαιότητας της πώλησης που απαιτείται.

### **4.2.1.3. Κίνδυνος των Εντόκων Γραμματίων Δημοσίου**

Τα Ε.Γ.Δ. έχουν κατ' ουσία μηδενικό κίνδυνο αθέτησης της εξόφλησής τους, ακόμη και αν το Δημόσιο έχει έλλειψη από ρευστά θα μπορούσε να τυπώσει περισσότερο χρήμα για να εξοφλήσει τα έντοκα γραμμάτια στην ημερομηνία λήξης τους.

Ο κίνδυνος από απροσδόκητες μεταβολές στον πληθωρισμό επίσης είναι πολύ χαμηλός, λόγω της βραχυπρόθεσμης ημερομηνίας λήξης τους. Η αγορά για τα Ε.Γ.Δ. είναι εξαιρετικά **βαθεία** και **ρευστή**. **Βαθεία αγορά**

(deep market) είναι η αγορά με πολλούς διαφορετικούς αγοραστές και πωλητές. **Ρευστή αγορά** (liquid market) είναι η αγορά όπου τα χρεόγραφα μπορεί να αγοραστούν και πωληθούν εύκολα και γρήγορα και με χαμηλό κόστος συναλλαγής. Οι επενδυτές στις αγορές που είναι βαθιές και ρευστές έχουν ελάχιστο κίνδυνο ότι δεν μπορούν να πωλήσουν τα έντοκα γραμμάτια τους όταν θελήσουν να τα πωλήσουν.

#### 4.2.1.4. Υπολογισμός της Απόδοσης (Yield) των Εντόκων Γραμματίων

Τα Ε.Γ.Δ. δεν προσφέρουν πληρωμές τοκομεριδίων, αλλά πωλούνται σε χαμηλότερη τιμή από την τελική ονομαστική τους αξία (με τον τρόπο αυτό οι τόκοι προκαταβάλλονται στους επενδυτές). Η απόδοσή τους επηρεάζεται από τη διαφορά μεταξύ της τιμής πώλησης και της τιμής αγοράς. Εάν ένας επενδυτής αγοράσει ένα νέο εκδιδόμενο έντοκο γραμμάτιο του Δημοσίου και διακρατήσει αυτό έως την ημερομηνία λήξης του, η απόδοση βασίζεται στη διαφορά μεταξύ της ονομαστικής αξίας και της τιμής αγοράς. Εάν το έντοκο γραμμάτιο πωληθεί πριν την ημερομηνία λήξης του, η απόδοση βασίζεται στη διαφορά μεταξύ της τιμής στην οποία το έντοκο γραμμάτιο πωλήθηκε στη δευτερογενή αγορά και της τιμής αγοράς.

Η ετήσια απόδοση από την επένδυση σε ένα έντοκο γραμμάτιο μπορεί να υπολογισθεί ως εξής:

$$Y_T = \frac{P_F - P_0}{P_0} \times \frac{365}{n}$$

$Y_T$  = Ετήσια απόδοση του έντοκου γραμματίου.

$P_F$  = Τιμή πώλησης του έντοκου γραμματίου.

$P_0$  = Τιμή αγοράς του έντοκου γραμματίου.

$n$  = Αριθμός ημερών της επένδυσης μέχρι την ημερομηνία λήξης (περίοδος διακράτησης του εντόκου γραμματίου).

#### Παραδείγματα

Υποθέτουμε ότι ένας επενδυτής αγοράζει ένα Έντοκο Γραμμάτιο του Δημοσίου με εξάμηνη (182 ημέρες) ημερομηνία λήξης και 10.000 ευρώ ονομαστικής αξίας για 9.600 ευρώ. Η απόδοσή του είναι η εξής:

$$Y_T = \frac{10.000 - 9.600}{9.600} \times \frac{365}{182} = 8,36\%$$

Εάν το έντοκο γραμμάτιο πωλείται πριν της ημερομηνίας λήξης του, η τιμή πώλησης και συνεπώς η απόδοσή του είναι εξαρτώμενη από τις συν-

θήκες της αγοράς κατά το χρόνο της πώλησης.

Υποθέτουμε ότι ο επενδυτής σκοπεύει να πωλήσει το έντοκο γραμματίο έπειτα από 120 ημέρες από την αγορά του και προβλέπει τιμή πώλησης 9.820. Η αναμενόμενη ετήσια απόδοση με βάση αυτή την πρόβλεψη είναι η εξής:

$$Y_T = \frac{9.820 - 9.600}{9.600} \times \frac{365}{120} = 6,97\%$$

Όσο υψηλότερη είναι η τιμή πώλησης τόσο υψηλότερη θα είναι η ετήσια απόδοση.

Τα οικονομικά περιοδικά συχνά αναφέρουν την προεξοφλητική απόδοση ή το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) του έντοκου γραμματίου μαζί με την απόδοση (yield) του έντοκου γραμματίου. Η προεξοφλητική απόδοση αντιπροσωπεύει την ποσοστιαία έκπτωση (μείωση) της τιμής αγοράς από την ονομαστική αξία για τα νεοεκδιδόμενα έντοκα γραμμάτια και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Προεξοφλητική Απόδοση (Προεξοφλητικό Επιτόκιο)} = \frac{P_{ar} - PP}{P_{ar}} \times \frac{360}{n}$$

$P_{ar}$  = Ονομαστική αξία του έντοκου γραμματίου.

$PP$  = Τιμή αγοράς.

$n$  = Αριθμός ημερών της επένδυσης (περίοδος διακράτησης).

Για τον υπολογισμό της προεξοφλητικής απόδοσης προεξοφλητικού επιτοκίου θεωρούμε ότι το έτος περιλαμβάνει 360 ημέρες.

$$\text{Προεξοφλητική Απόδοση (Προεξοφλητικό Επιτόκιο)} = \frac{10.000 - 9.600}{10.000} \times \frac{360}{182} = 7,91\%$$

Για ένα νεοεκδιδόμενο έντοκο γραμμάτιο το οποίο διακρατείται μέχρι την ημερομηνία λήξης του, η απόδοση (yield) του έντοκου γραμματίου θα είναι πάντοτε υψηλότερη από την προεξοφλητική απόδοση (discount rate). Η διαφορά οφείλεται επειδή η τιμή αγοράς είναι ο παρονομαστής στην εξίσωση της απόδοσης, ενώ η ονομαστική τιμή (αξία) είναι ο παρονομαστής στην εξίσωση της προεξοφλητικής απόδοσης και η ονομαστική αξία θα υπερβαίνει πάντοτε την τιμή αγοράς ενός νεοεκδιδόμενου εντόκου γραμματίου.

Επιπλέον για τον υπολογισμό απόδοσης (yield) χρησιμοποιείται ως βάση έτος 365 ημερών ενώ για τον υπολογισμό της προεξοφλητικής απόδοσης χρησιμοποιείται ως βάση έτος 360 ημερών.

#### 4.2.1.5. Τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου

Τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου (ΕΓΕΔ) είναι τίτλοι μικρής διάρκειας, οι οποίοι πωλούνται στους επενδυτές σε τιμή χαμηλότερη από την τελική ονομαστική τους αξία. Με τον τρόπο αυτό οι τόκοι προκαταβάλλονται στους επενδυτές. Τα Έντοκα Γραμμάτια εξοφλούνται στην ονομαστική τους αξία κατά την ημερομηνία λήξης τους.

Τα Έντοκα Γραμμάτια απευθύνονται κυρίως σε μικροεπενδυτές και παρέχουν υψηλές πραγματικές αποδόσεις αφού το επιτόκιο τους βρίσκεται πολύ πάνω από τον πληθωρισμό.

Οι τίτλοι είναι ανώνυμοι και διαπραγματεύσιμοι στις Τράπεζες και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Αυτό σημαίνει ότι κάθε επενδυτής, σε περίπτωση ανάγκης, μπορεί εύκολα να πωλήσει τους τίτλους του πριν τη λήξη τους σε οποιαδήποτε τράπεζα ή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, και σε τιμές που ισχύουν στη δευτερογενή αγορά.

Τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου εκδίδονται σε διάρκειες των τριών (3), έξι (6) και δώδεκα (12) μηνών.

Από τα τέλη Οκτωβρίου 1997 έχει επιλεγεί ως μέθοδος διάθεσης των Εντόκων Γραμματίων η δημοπρασία με υποβολή προσφορών.

Οι μεγάλοι ιδιώτες επενδυτές μπορούν να συμμετέχουν στις δημοπρασίες των ΕΓΕΔ μόνον μέσω των τραπεζών και υπό την προϋπόθεση ότι το ελάχιστο ποσό της προσφοράς τους θα αφορά τίτλους ονομαστικής αξίας 300.000 ευρώ.

Το ευρύ επενδυτικό κοινό προμηθεύεται τα Έντοκα Γραμμάτια από τις τράπεζες και τα άλλα πιστωτικά ιδρύματα, τους χρηματιστές – μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.), το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, καθώς και από κάθε άλλο Νομικό Πρόσωπο που έχει εξουσιοδοτηθεί για πώληση τίτλων του Δημοσίου.

Από τον Οκτώβριο του 1997 το επιτόκιο – απόδοση των Εντόκων Γραμματίων διαμορφώνεται από τους μετέχοντες στις δημοπρασίες. Στο τέλος κάθε δημοπρασίας, το Υπουργείο Οικονομικών ανακοινώνει τη μέση απόδοση της συγκεκριμένης έκδοσης ΕΓΕΔ όπως προέκυψε από τις επιτυχείς προσφορές που υποβλήθηκαν.

Παρόλα αυτά και επειδή τα ΕΓΕΔ διατίθενται μέσω δημοπρασιών πολλαπλών τιμών, η απόδοση που μπορεί κάθε επενδυτής να βρει για μια συγκεκριμένη έκδοση ΕΓΕΔ ενδέχεται να διαφέρει από Τράπεζα σε Τράπεζα. Ο επενδυτής πρέπει να διερευνά την αγορά και να επιλέγει εκείνο το Πιστωτικό Ίδρυμα που προσφέρει τις καλύτερες αποδόσεις.

Οι τόκοι υπολογίζονται εάν από την ονομαστική αξία των τίτλων αφαιρεθεί η παρούσα αξία τους. Για τον υπολογισμό των τόκων χρησιμοποιείται ως

βάση έτος 360 ημερών και μήνας 30 ημερών (30/360), ανεξαρτήτως εάν ο μήνας ή το έτος έχουν στην πραγματικότητα διαφορετικό αριθμό ημερών.

Τα ΕΓΕΔ εκδίδονται πλέον σε άυλη μορφή. Έχουν μια συγκεκριμένη ονομαστική αξία και οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν σε αξίες πολλαπλάσιες της ονομαστικής αξίας.

Η εξόφληση των τίτλων των Εντόκων Γραμματίων γίνεται στην ονομαστική τους αξία κατά την ημερομηνία λήξης τους.

Ο φόρος επί των τόκων παρακρατείται κατά την ημερομηνία της αγοράς τους, αφού ο επενδυτής λαμβάνει τους τόκους προκαταβολικά.

Στις περιπτώσεις σιωπηρής ανανέωσης φυσικών τίτλων ΕΓΕΔ, ο φόρος που αφορά τα εισοδήματα από τους τόκους που προέκυψαν κατά τη δεύτερη τοκοφόρο περίοδο παρακρατείται κατά τη λήξη αυτής.

## **4.2.2. Διαπραγματεύσιμα Πιστοποιητικά Καταθέσεων (NCD<sub>s</sub>)**

### **4.2.2.1. Εισαγωγή**

Τα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (negotiable certificates of deposits «NCD<sub>s</sub>») είναι χρεόγραφα που εκδίδονται συνήθως από μεγάλες εμπορικές τράπεζες και άλλους οργανισμούς καταθέσεων ως μια βραχυπρόθεσμη πηγή χρηματικών κεφαλαίων. Τα χρεόγραφα αυτά (NCD<sub>s</sub>) τεκμηριώνουν μια κατάθεση και καθορίζουν το επιτόκιο και την ημερομηνία λήξης τους και είναι διαπραγματεύσιμα (δηλαδή γίνονται αγοραπωλησίες) στη δευτερογενή αγορά. Το NCD<sub>s</sub> είναι χρεόγραφο στον κομιστή. Αυτό σημαίνει ότι οποιοσδήποτε κατέχει τα πιστοποιητικά αυτά, στην ημερομηνία λήξης τους εισπράττει το αρχικό ποσό και τους τόκους. Τα «NCD<sub>s</sub>» μπορεί να αγοραστούν και να πωληθούν πολλές φορές στη δευτερογενή αγορά μέχρι την ημερομηνία λήξης τους, συνεπώς ο αρχικός αγοραστής δεν είναι απαραίτητα ο ιδιοκτήτης στην ημερομηνία λήξης τους. Τα χρεόγραφα «NCD<sub>s</sub>» πιστοποιούν προθεσμιακή κατάθεση σε μια τράπεζα, διαφέρουν όμως από την προθεσμιακή κατάθεση κατά το ότι αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Η δυνατότητα διαπραγμάτευσης και η εμπορευσιμότητά τους αποτελεί το πλεονέκτημά τους έναντι μιας προθεσμιακής κατάθεσης.

### **4.2.2.2. Όροι των Διαπραγματεύσιμων Πιστοποιητικών Καταθέσεων**

Τα Διαπραγματεύσιμα NCD<sub>s</sub> έχουν συνήθως μεγάλες ονομαστικές αξίες κυμαινόμενες από 100.000 ευρώ σε 10 εκατομμύρια ευρώ. Η πιο συνήθης ονομαστική αξία τους είναι 1 εκατ. ευρώ. Οι μεγάλες ονομαστικές αξίες κάνουν τα χρεόγραφα αυτά πολύ μεγάλα για το πλείστον των φυσικών προσώπων για να τα αγοράσουν. Εντούτοις τα NCD<sub>s</sub> συχνά αγοράζονται



από τα Αμοιβαία Κεφάλαια της αγοράς χρήματος (π.χ. Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων), τα οποία συγκεντρώνουν χρηματικά ποσά από τους μικρούς ατομικούς επενδυτές και έτσι δίνουν τη δυνατότητα σε αυτή την ομάδα επενδυτών να αγοράζουν τα NCD<sub>S</sub>, πράγμα που κάνει πιο ενεργό τη δευτερογενή αγορά για τα χρεόγραφα αυτά.

Οι ημερομηνίες λήξης των χρεογράφων αυτών κυμαίνονται από δύο εβδομάδες μέχρι ένα έτος, και τα περισσότερα έχουν ημερομηνίες λήξης από ένα έτος έως τέσσερις μήνες, μερικά έχουν έξι μήνες ημερομηνία λήξης, αλλά υπάρχει μικρή ζήτηση για τα NCD<sub>S</sub> με μεγαλύτερες ημερομηνίες λήξης.

Τα NCD<sub>S</sub> μπορούν να εκδοθούν σε οποιοδήποτε από τα κύρια διεθνή νομίσματα. Τα NCD<sub>S</sub> αποτελούν την βάση των ευρωαγορών (Euromarkets) ή των αγορών ευρωδολαρίων. Όταν είναι σε δολάρια, αλλά εκδίδονται από ξένες τράπεζες ή στο εξωτερικό από αμερικανικές τράπεζες, ονομάζονται διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων σε ευρωδολάρια (eurodollars NCD<sub>S</sub>) (τα οποία θα εξετάσουμε στο αμέσως επόμενο κεφάλαιο «Διεθνής Αγορά Χρήματος»).

#### **4.2.2.3 Τρόποι Διάθεσης των Διαπραγματεύσιμων Πιστοποιητικών Καταθέσεων (NCD<sub>S</sub>)**

Μερικοί εκδότες διαθέτουν τα NCD<sub>S</sub> απ' ευθείας, άλλοι χρησιμοποιούν ένα χρηματοπιστωτικό οργανισμό ως αντιπρόσωπο ο οποίος εξειδικεύεται στη διάθεση των NCD<sub>S</sub>. Μια άλλη εναλλακτική μέθοδος που χρησιμοποιούν οι εκδότες είναι να πωλούν τα NCD<sub>S</sub> σε διαπραγματευτές – εμπόρους (dealers), οι οποίοι με τη σειρά τους τα ξαναπωλούν. Ένα μέρος των εξαιρετικά μεγάλων εκδόσεων πωλείται, συνήθως, στους διαπραγματευτές (dealers). Εντούτοις, τα NCD<sub>S</sub> μπορεί να πωληθούν απ' ευθείας στους επενδυτές συνήθως σε μια υψηλότερη τιμή.

#### **4.2.2.4. Αμοιβή – Πριμ (Premium)**

Τα NCD<sub>S</sub> πρέπει να προσφέρουν μια αμοιβή (premium) πάνω από την απόδοση των Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου (ΕΓΔ) για να αντισταθμίσει (αποζημιώσει) την ολιγότερη ρευστότητα και ασφάλεια σε σύγκριση με τα ΕΓΔ. Η αμοιβή (premium) είναι γενικά υψηλότερη κατά τη διάρκεια περιόδων ύφεσης της οικονομίας. Η αμοιβή αυτή αντανακλά, επίσης, την αντίληψη (αίσθηση) της αγοράς για την ασφάλεια του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

#### **4.2.2.5. Απόδοση των NCD<sub>S</sub>**

Τα επιτόκια των διαπραγματεύσιμων NCD<sub>S</sub> διαπραγματεύονται μεταξύ της τράπεζας και του (πελάτη) αγοραστή των χρεογράφων αυτών. Μεγά-

λες γνωστές τράπεζες μπορούν να προσφέρουν ελαφρά χαμηλότερα επιτόκια από τις μικρότερες και λιγότερο γνωστές τράπεζες. Αυτό οφείλεται, **κατά ένα μέρος**, στο χαμηλότερο πιστωτικό κίνδυνο και στην μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα των πολύ μεγάλων γνωστών τραπεζών, και **κατά ένα μέρος**, στην πίστη ότι οι μεγάλες τράπεζες είναι πολύ μεγάλες για να αποτύχουν και ότι το Κράτος δύσκολο να επιτρέψει στις πολύ μεγάλες και πολύ γνωστές τράπεζες να αποτύχουν διότι αν συμβεί αυτό κλονίζεται το χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας.

#### 4.2.2.6. Υπολογισμός της Αξίας των NCD<sub>s</sub> στη Δευτερογενή Αγορά

Μια τράπεζα έχει εκδώσει ένα 6μηναίο NCD ονομαστικής αξίας 1 εκατ. ευρώ με 7% ετήσιο επιτόκιο. Συνεπώς ο κάτοχος **του NCD** θα λάβει:

$F_Y = 1.000.000 (1 + 0,07/2) = 1.035.000$  ευρώ σε έξι μήνες σε ανταλλαγή για το 1 εκατ. ευρώ που κατάθεσε στην τράπεζα σήμερα.

Αμέσως, μετά την έκδοση **του NCD**, το τρέχον επιτόκιο στην αγορά για το NCD ονομαστικής αξίας 1 εκατ. ευρώ πέφτει στο 6%. Με αποτέλεσμα η τιμή **του NCD** ονομαστικής αξίας 1 εκατ. ευρώ στη δευτερογενή αγορά μεταβάλλεται ως εξής:

$$P_Y = 1.035.000 / (1 + 0,06/2) = 1.004.854 \text{ ευρώ}$$

Συνεπώς, με την μείωση του επιτοκίου μειώνεται και η τιμή αξίας του NCD στη δευτερογενή αγορά και αντίστροφα.

#### 4.2.3. Εμπορικά Ομόλογα (Commercial Papers)

##### 4.2.3.1. Εισαγωγή

Τα εμπορικά ομόλογα ή «εμπορικά χρεόγραφα» (commercial papers) εκδίδονται από τις μεγάλες και φερέγγυες εμπορικές και βιομηχανικές επιχειρήσεις με ισχυρή οικονομική επιφάνεια, οι οποίες αναζητούν βραχυπρόθεσμα κεφάλαια από άλλες επιχειρήσεις ή ιδιώτες. Επίσης, εκδίδονται από νομικά πρόσωπα, χρηματοδοτικές εταιρείες και κατά περίπτωση από εταιρείες χαρτοφυλακίου μεγάλων εμπορικών τραπεζών. Πρόκειται, ουσιαστικά, για μια μορφή εντόκου ομολόγου του ιδιωτικού τομέα.

Τα εμπορικά ομόλογα είναι ανώνυμοι τίτλοι βραχυπρόθεσμης διάρκειας από 2 έως 365 ημέρες. Η συνήθης διάρκειά τους, όμως, είναι από 1 εβδομάδα έως 3 ή ακόμη 6 μήνες. Οι τίτλοι αυτοί παρουσιάζουν πλεονεκτήματα, τόσο για τον εκδότη τους (πωλητή), όσο και για τους επενδυτές (αγοραστές). Για μεν τον εκδότη, οι τίτλοι αυτοί αποτελούν πηγή άντλησης φτηνών κεφαλαίων και η λήξη τους είναι ελαστική.

Για δε τον επενδυτή (αγοραστή), η απόδοση των τίτλων αυτών είναι υψηλότερη αυτής των τραπεζικών καταθέσεων και η επένδυση παρου-

σιάζει μικρό κίνδυνο, λόγω της βραχυχρόνιας διάρκειας και της αξιοπιστίας και φερεγγυότητας του εκδότη (δανειστή).

Τα εμπορικά ομόλογα αποτελούν το σημαντικότερο είδος χρεογράφων που εκδίδουν οι επιχειρήσεις για να αντλήσουν κεφάλαια απευθείας από τους επενδυτές.

#### **4.2.3.2. Εκτίμηση της Πιστοληπτικής Ικανότητας του Εκδότη Εμπορικών Ομολόγων**

Μια ενδιαφέρουσα διαφορά των εμπορικών ομολόγων από τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου είναι ότι το μεγαλύτερο μέρος των εμπορικών ομολόγων διακρατούνται μέχρι την ημερομηνία λήξης τους, πράγμα που σημαίνει ότι η δευτερογενής αγοράς για τα εμπορικά ομόλογα είναι πενιχρή σε σύγκριση με την υψηλή ρευστότητα της αγοράς των εντόκων γραμματίων του δημοσίου.

Επειδή για τα εμπορικά ομόλογα δεν υπάρχει ενεργή δευτερογενής αγορά και επειδή, επίσης, είναι μια μορφή δανείου που δεν υποστηρίζεται από κεφάλαια, δηλαδή είναι ένα ανεγγύητο (ακάλυπτο) χρέος, η εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη αυτών των χρεογράφων είναι ιδιαίτερης σημασίας για τον καθορισμό της εμπορευσιμότητας μιας έκδοσης εμπορικών χρεογράφων.

Οι εκτιμήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας παρέχουν στους δυνητικούς επενδυτές πληροφορίες σχετικά με την ικανότητα της επιχείρησης που εκδίδει τα εμπορικά ομόλογα, να επιστρέψει τα δανειζόμενα κεφάλαια όπως υποσχέθηκε και επίσης οι εκτιμήσεις αυτές παρέχουν στους δυνητικούς επενδυτές τη δυνατότητα να συγκρίνουν τις εκδόσεις εμπορικών ομολόγων διαφορετικών επιχειρήσεων.

Υπάρχουν μερικές εταιρείες (οίκοι) αξιολόγησης που παρέχουν αυτές τις υπηρεσίες, δηλαδή εκτιμούν την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών εμπορικών ομολόγων όπως π.χ. η Standard and Poor's, η Moody's και η Fitch BCA, Inc. Η Standard and Poor's ταξινομεί, από άποψη φερεγγυότητας, τα εμπορικά ομόλογα σε διάφορες βαθμίδες από A-1 για τις εκδόσεις άριστης ποιότητας μέχρι D για τις κατώτερης ποιότητας εκδόσεις. Ενώ η Moody's ταξινομεί τα εμπορικά ομόλογα από P-1 για τις άριστης ποιότητας εκδόσεις μέχρι «μη ταξινομημένα» (no rated) για τις κατώτατης ποιότητας εκδόσεις.

Κατ' ουσία, σχεδόν, όλες οι επιχειρήσεις που εκδίδουν εμπορικά ομόλογα αξιολογούνται για την ταξινόμηση (βαθμολόγηση) της πιστοληπτικής τους ικανότητας, τουλάχιστον, από έναν οίκο (εταιρεία) αξιολόγησης και μερικές επιχειρήσεις αξιολογούνται για την πιστοληπτική τους ικανότητα από δύο οίκους αξιολόγησης. Και αυτό επειδή τα ομόλογα με υψηλή τα-

ξινόμηση της πιστοληπτικής ικανότητας μπορούν να εκδοθούν με μικρότερη «έκπτωση» της αρχικής ονομαστικής τους αξίας, συχνά, ανερχόμενη στο ισοδύναμο του 1% έως και 1,5%. Οι περισσότεροι δυνητικοί επενδυτές βασίζονται στις αξιολογήσεις μιας ή δύο από τους εξειδικευμένους οίκους αξιολόγησης, ενώ άλλοι δυνητικοί επενδυτές προτιμούν να εκτιμήσουν τον κίνδυνο οι ίδιοι.

#### **4.2.3.3. Διαδικασία Διάθεσης των Εμπορικών Ομολόγων**

Μερικές επιχειρήσεις διαθέτουν τα εμπορικά ομόλογα απευθείας στους επενδυτές. Με την απευθείας διάθεση ο εκδότης παρακάμπτει τους διαπραγματευτές (dealers). Το πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι ο επενδυτής εξοικονομεί την προμήθεια, περίπου, 0,125% την οποία επιβαρύνουν συνήθως οι διαπραγματευτές (dealers).

Άλλες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν διαπραγματευτές (dealers) για τη διάθεση των εμπορικών ομολόγων με κόστος που ανέρχεται συνήθως στο ένα – όγδοο του 1% της ονομαστικής αξίας των εκδιδόμενων ομολόγων.

Ένα μεγάλο μέρος των εμπορικών ομολόγων εκδίδεται από τις χρηματοπιστωτικές εταιρείες (financial corporations) οι οποίες χρησιμοποιούν την αγορά εμπορικών ομολόγων για να αντλήσουν χρηματικά ποσά για να παρέχουν δάνεια στους πελάτες. Μερικές από αυτές τις χρηματοπιστωτικές εταιρείες γνωστές ως (captive financial corporations) είναι βασικά μια θυγατρική εταιρεία μιας μεγάλης (μητρικής) εταιρείας. Ο σκοπός της θυγατρικής εταιρείας είναι να αντλήσει και διαχειριστεί χρηματικά κεφάλαια για τη μητρική εταιρεία.

Για παράδειγμα, στις ΗΠΑ η General Motors Acceptance Corporation εκδίδει εμπορικά ομόλογα για λογαριασμό της μητρικής εταιρείας General Motors. Οι εμπορικές τράπεζες ήταν οι αρχικοί αγοραστές των εμπορικών ομολόγων. Σήμερα, η αγορά έχει σημαντικά επεκταθεί και περιλαμβάνει τις μεγάλες ασφαλιστικές εταιρείες, τις μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες, τα ταμεία συντάξεων κ.ά.

Οι παραπάνω φορείς προτιμούν να αγοράσουν εμπορικά ομόλογα για διάφορους λόγους όπως π.χ. τον σχετικά χαμηλό κίνδυνο αθέτησης εξόφλησης των εμπορικών ομολόγων, την βραχυπρόθεσμη διάρκεια λήξης τους και τις σχετικά υψηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τα άλλα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος.

#### **4.2.3.4. Υποστήριξη των Εμπορικών Ομολόγων από τις Τράπεζες**

Οι περισσότεροι εκδότες εμπορικών ομολόγων υποστηρίζουν τα εμπορικά ομόλογά τους με «περιθώριο πίστωσης» (line of credit) ή «πιστωτική

επιστολή» (letter of credit) που τις παρέχουν οι τράπεζες, συνήθως, σε εκείνους τους εκδότες που συνεργάζονται με τις τράπεζες αυτές.

Η υποστήριξη από τις τράπεζες με «πιστωτική επιστολή» σημαίνει ότι στην περίπτωση που ο εκδότης δεν μπορεί να εξοφλήσει ή να ανανεώσει (role over) τα ληξιπρόθεσμα εμπορικά ομόλογα αναλαμβάνει η τράπεζα την εξόφλησή τους, έτσι μειώνει τον πιστωτικό κίνδυνο για τους αγοραστές των εμπορικών ομολόγων και συνεπώς παρέχει τη δυνατότητα στον εκδότη να χαμηλώσει το επιτόκιο για τα εκδιδόμενα εμπορικά ομόλογα. Η τράπεζα που παρέχει την υποστήριξη με «περιθώριο πίστωσης» συμφωνεί εκ των προτέρων να χορηγήσει ένα δάνειο στον εκδότη εάν απαιτηθεί να εξοφλήσει τα εμπορικά ομόλογα που βρίσκονται στα χέρια των επενδυτών. Η τράπεζα επιβαρύνει μια αμοιβή (fee) από 0,5% έως 1% για αυτή τη δέσμευση (υποχρέωση).

Οι εκδότες πληρώνουν αυτή την αμοιβή επειδή είναι σε θέση να εξοικονομήσουν περισσότερα από αυτή την αμοιβή, από το χαμηλότερο κόστος επιτοκίου που επιτυγχάνουν για τα εκδιδόμενα εμπορικά ομόλογα, όταν έχουν αυτή την υποστήριξη «περιθώριο πίστωσης» ή «πιστωτική επιστολή» από τις τράπεζες.

Η αγορά των εμπορικών ομολόγων αρχικά χρησιμοποιήθηκε μόνο από εταιρείες που είχαν μια άριστη «ταξινόμηση» της πιστοληπτικής τους ικανότητας, αλλά στα τελευταία χρόνια, οι εταιρείες με χαμηλότερη ταξινόμηση της πιστοληπτικής τους ικανότητας κατέστησαν ικανές να χρησιμοποιήσουν την αγορά εμπορικών ομολόγων δηλαδή να εκδώσουν και να πωλήσουν τα εμπορικά ομόλογά τους με την υποστήριξη «πιστωτικής επιστολής» από μια τράπεζα.

#### **4.2.3.5. Υπολογισμός της Απόδοσης των Εμπορικών Ομολόγων**

Σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, η απόδοση του εμπορικού ομολόγου είναι ελαφρά υψηλότερη από την απόδοση του εντόκου γραμματίου του Δημοσίου με την ίδια ημερομηνία λήξης, επειδή το εμπορικό ομόλογο φέρει κάποιο πιστωτικό κίνδυνο και είναι λιγότερο ρευστοποιήσιμο σε σύγκριση με το έντοκο γραμμάτιο του Δημοσίου.

Όπως τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, τα εμπορικά ομόλογα πωλούνται στους επενδυτές σε τιμή χαμηλότερη από την τελική ονομαστική τους αξία, δηλαδή πωλούνται με μια έκπτωση – προεξόφληση της ονομαστικής τους αξίας και η απόδοσή τους, συνεπώς, υπολογίζεται με τον ίδιο τρόπο ακριβώς όπως υπολογίζεται και η απόδοση των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου. Για τον υπολογισμό της απόδοσης των εμπορικών ομολόγων θεωρείται ότι το έτος περιλαμβάνει 360 ημέρες και ο

μήνας 30 ημέρες.

Η ονομαστική απόδοση στους επενδυτές οι οποίοι διακρατούν τα εμπορικά ομόλογα μέχρι την ημερομηνία λήξης τους είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής ονομαστικής αξίας εμπορικού ομολόγου και της τιμής αγοράς του.

### Παράδειγμα

Εάν ένας επενδυτής αγοράσει ένα εμπορικό ομόλογο ονομαστικής αξίας 1.000.000 ευρώ, με ημερομηνία λήξης 30 ημέρες στην τιμή 990.000 ευρώ, η απόδοση (Υ) του ομολόγου αυτού είναι:

$$Y = \frac{1.000.000 - 990.000}{990.000} \times \frac{360}{30} = 12,12\%$$

Όταν μια επιχείρηση σχεδιάσει να εκδώσει εμπορικά ομόλογα η τιμή (και συνεπώς η απόδοση) για τον επενδυτή είναι αβέβαιη. Συνεπώς, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων είναι αβέβαιο μέχρι την έκδοση του εμπορικού ομολόγου. Εξετάζουμε την περίπτωση μιας επιχείρησης που σχεδιάζει να εκδώσει ένα εμπορικό ομόλογο με ημερομηνία λήξης 90 ημέρες και ονομαστικής αξίας 5.000.000 ευρώ και προσδοκά να πωλήσει αυτό το εμπορικό ομόλογο στην τιμή 4.850.000 ευρώ.

Η αναμενόμενη απόδοση για τον επενδυτή (και συνεπώς το κόστος δανεισμού για την εταιρεία) υπολογίζεται ως εξής:

$$Y = \frac{P - P_0}{P_0}, \quad \text{όπου } P = \text{ονομαστική αξία}, \quad P_0 = \text{τιμή αγοράς}$$

$$Y = \frac{5.000.000 - 4.850.000}{4.850.000} \times \frac{360}{90} = 12,13\%$$

Συνεπώς η αναμενόμενη απόδοση για τον επενδυτή (δηλαδή το αναμενόμενο κόστος δανεισμού για την εκδότρια εταιρεία του εμπορικού ομολόγου) είναι 12,13%. Όταν οι επιχειρήσεις πωλούν τα εμπορικά χρεόγραφα τους με χαμηλότερη (υψηλότερη) τιμή από την προβλεπόμενη, τότε το κόστος δανεισμού για την εταιρεία (και συνεπώς η απόδοση για τον επενδυτή) θα είναι υψηλότερο (χαμηλότερο) από ό,τι αρχικά προβλεπόνταν.

Για παράδειγμα, εάν η επιχείρηση αρχικά πωλούσε το παραπάνω εμπορικό ομόλογο στην τιμή 4.865.000 ευρώ το κόστος δανεισμού για την εταιρεία (και η αναμενόμενη απόδοση για τον επενδυτή) θα ήταν 11,10% και υπολογίζεται ως εξής:

$$Y = \frac{5.000.000 - 4.865.000}{4.865.000} \times \frac{360}{90} = 0,1109 \text{ ήτοι } 11,10\%$$

Αγνοώντας τα κόστη συναλλαγών, το κόστος δανεισμού της εταιρείας με έκδοση εμπορικών ομολόγων είναι ίσο με την απόδοση που κερδίζουν οι επενδυτές από την αγορά ομολόγων αυτών, διακρατώντας τα ομόλογα αυτά μέχρι την ημερομηνία λήξης τους. Το κόστος δανεισμού μπορεί να προσαρμοσθεί για τα κόστη συναλλαγών που επιβαρύνουν οι διαπραγματευτές (dealers), αφαιρώντας τις ονομαστικές αμοιβές της συναλλαγής από την τιμή που εισπράττεται.

Μερικές επιχειρήσεις προτιμούν να εκδίδουν εμπορικά ομόλογα για χρηματοδότηση παρά να δανείζονται από μια τράπεζα, επειδή η έκδοση εμπορικών ομολόγων είναι συνήθως μια φθηνότερη πηγή χρηματοδότησης. Εντούτοις, ακόμη και οι μεγάλες αξιόπιστες εταιρείες οι οποίες είναι σε θέση να εκδώσουν εμπορικά ομόλογα συνήθως αποκτούν κάποια βραχυπρόθεσμα δάνεια από τις εμπορικές τράπεζες για να διατηρούν μια εμπορική σχέση με αυτές.

#### **4.2.4. Χρεόγραφα Τραπεζικής Αποδοχής ή Εγγυητικές Επιστολές**

##### **4.2.4.1. Εισαγωγή**

Το χρεόγραφο τραπεζικής αποδοχής (banker's acceptance) ή εγγυητική επιστολή υποδηλώνει ότι η τράπεζα που εκδίδει το χρεόγραφο αυτό αποδέχεται την ευθύνη (εγγυάται) για μια μελλοντική πληρωμή. Οι εγγυητικές επιστολές χρησιμοποιούνται συνήθως για τις συναλλαγές διεθνούς εμπορίου. Οι εξαγωγείς συχνά προτιμούν οι τράπεζες να ενεργούν ως εγγυητές για την πληρωμή προ της αποστολής των εμπορευμάτων στους εισαγωγείς των οποίων δεν γνωρίζουν την πιστοληπτική ικανότητά τους. Η τράπεζα, συνεπώς, διευκολύνει το διεθνές εμπόριο κάνοντας αποδεκτή, δηλαδή σφραγίζοντας ΔΕΚΤΗ (ACCEPTED) μια συναλλαγματική (τραβηκτική), η οποία υποχρεώνει πληρωμή σε μια καθορισμένη ημερομηνία. Με τη σειρά, ο εισαγωγέας θα πληρώσει την τράπεζα ότι οφείλεται στον εξαγωγέα μαζί με μια αμοιβή (fee) που χρεώνει η τράπεζα για την εγγύηση της πληρωμής. Οι εξαγωγείς μπορεί να διατηρούν την εγγυητική επιστολή μέχρι την ημερομηνία στην οποία πρέπει να γίνει η πληρωμή της. Εντούτοις, οι εξαγωγείς συχνά πωλούν την εγγυητική επιστολή προ της ημερομηνίας λήξης αυτής με μια έκπτωση για να αποκτήσουν μετρητά αμέσως. Ο επενδυτής ο οποίος αγοράζει την εγγυητική επιστολή, συνεπώς, εισπράττει την πληρωμή εγγυημένη από την τράπεζα στο μέλλον. Η απόδοση του επενδυτή μιας εγγυητικής επιστολής, όπως η απόδοση του εμπορικού ομολόγου, προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ της προεξοφλημένης τιμής που πληρώνει ο επενδυτής για την εγγυητική επιστολή και του ποσού που θα εισπράξει στο μέλλον όταν λήξει η εγγυητική επιστολή. Οι ημε-

ρομηνίες λήξης των εγγυητικών επιστολών συχνά κυμαίνονται από 30 έως 270 ημέρες.

Επειδή υπάρχει μια μικρή, έστω, πιθανότητα αθέτησης πληρωμής από την τράπεζα, οι επενδυτές εκτίθενται σε κάποιο μικρού βαθμού πιστωτικού κινδύνου. Συνεπώς, γι' αυτό το λόγο η απόδοση των εγγυητικών επιστολών είναι συνήθως υψηλότερη από την απόδοση των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου ως αμοιβή (αποζημίωση) για τον πιστωτικό κίνδυνο.

Επειδή οι εγγυητικές επιστολές συχνά προεξοφλούνται και πωλούνται από την εξαγωγική επιχείρηση προς της ημερομηνίας λήξης τους, υπάρχει συνεπώς μια ενεργή δευτερογενή αγορά. Στη δευτερογενή αγορά δραστηριοποιούνται οι διαπραγματευτές (dealers) οι οποίοι συνταιριάζουν εταιρείες που επιθυμούν να πωλήσουν εγγυητικές επιστολές με άλλες εταιρείες που επιθυμούν να αγοράσουν αυτές. Η τιμή την οποία προσφέρουν οι διαπραγματευτές (bid price) για την αγορά των εγγυητικών επιστολών είναι χαμηλότερη από την τιμή που ζητούν για πώληση των εγγυητικών επιστολών (ask price). Η απόκλιση μεταξύ των δύο αυτών τιμών, δηλαδή της ζητούμενης τιμής (ask price) και την προσφερόμενης τιμής (bid price) αποτελεί την αμοιβή του διαπραγματευτή για τις παρεχόμενες υπηρεσίες του για την πραγματοποίηση των αγοραπωλησιών των εγγυητικών επιστολών. Η απόκλιση αυτή κυμαίνεται μεταξύ 1/8 και 7/8 του 1%.

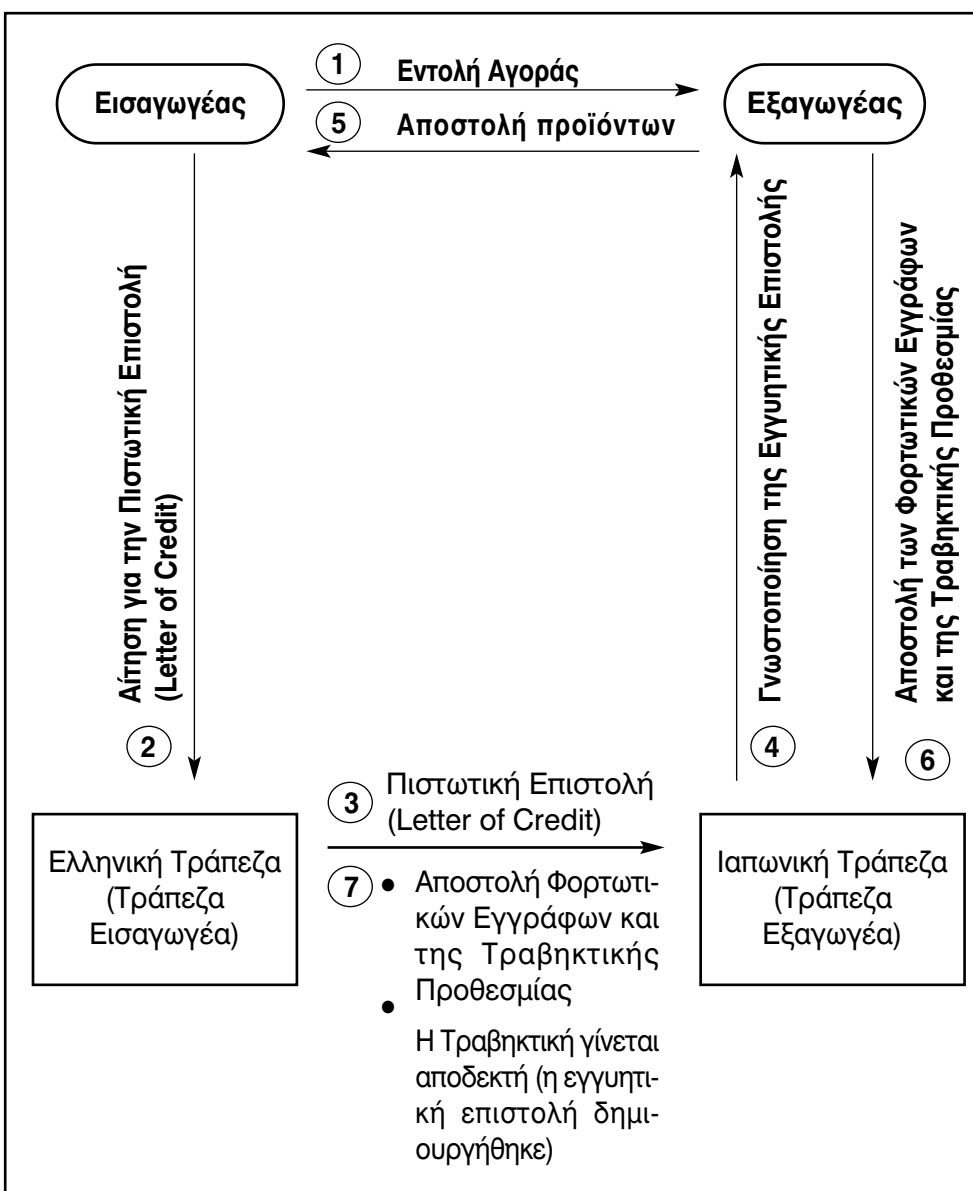
#### **4.2.4.2. Διαδικασία για τη Δημιουργία Χρεογράφου Τραπεζικής Αποδοχής ή Εγγυητικής Επιστολής**

Η σειρά των βημάτων για τη δημιουργία της εγγυητικής επιστολής απεικονίζεται στο παρακάτω Σχήμα 4.1. Για να κατανοήσουμε αυτά τα βήματα εξετάζουμε το παράδειγμα ενός Έλληνα εισαγωγέα ιαπωνικών προϊόντων. Πρώτα, ο εισαγωγέας δίνει μια παραγγελία αγοράς για προϊόντα (Βήμα 1). Εάν ο Ιάπωνας εξαγωγέας που είναι άγνωστος στον Έλληνα εισαγωγέα ζητούσε πληρωμή προ της παράδοσης των προϊόντων, ο Έλληνας εισαγωγέας μπορεί να είναι απρόθυμος να κάνει αυτό επειδή δεν είναι σίγουρος εάν τα προϊόντα του αποσταθούν. Ένας συμβιβασμός μπορεί να επιτευχθεί μέσω της δημιουργίας μιας εγγυητικής επιστολής ή χρεογράφου τραπεζικής αποδοχής (banker's acceptance) από μια τράπεζα. Ο εισαγωγέας ζητά από την τράπεζά του να εκδώσει μια πιστωτική επιστολή (letter of credit) για χάρη του (Βήμα 2). Η πιστωτική επιστολή αντιπροσωπεύει μια δέσμευση της τράπεζας να υποστηρίξει (εγγυηθεί) την πληρωμή που οφείλεται στον Ιάπωνα εξαγωγέα. Έπειτα η πιστωτική επιστολή αποστέλλεται στην τράπεζα του εξαγωγέα (Βήμα 3), η οποία πληροφορεί τον εξαγωγέα ότι η πιστωτική επιστολή έχει ληφθεί (Βήμα 4). Ο εξαγωγέας στέλνει τα προϊόντα στον εισαγωγέα (Βήμα 5) και



στέλνει τα φορτωτικά έγγραφα στην τράπεζά του (Βήμα 6) η οποία διαβιβάζει αυτά στην τράπεζα του εισαγωγέα (Βήμα 7). Σε αυτό το σημείο, δημιουργήθηκε η εγγυητική επιστολή, η οποία υποχρεώνει την τράπεζα του εισαγωγέα να πραγματοποιήσει την πληρωμή στον κάτοχο της

#### Σχήμα 4.1.: Διαδικασία (Σειρά Βημάτων) για τη Δημιουργία του Χρεογράφου Τραπεζικής Αποδοχής ή Εγγυητικής Επιστολής



εγγυητικής επιστολής σε μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία. Η εγγυητική επιστολή μπορεί να πωληθεί σε ένα επενδυτή της αγοράς χρήματος με μία έκπτωση. Δυνητικοί επενδυτές των εγγυητικών επιστολών είναι οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές. Όταν η εγγυητική επιστολή λήξει, ο εισαγωγέας πληρώνει την τράπεζά του, η οποία με τη σειρά της πληρώνει τον επενδυτή της αγοράς χρήματος ο οποίος παρουσιάζει την εγγυητική επιστολή. Η δημιουργία της εγγυητικής επιστολής επιτρέπει στον εισαγωγέα να πάρει τα προϊόντα από τον εξαγωγέα χωρίς να στείλει άμεση πληρωμή. Η πώληση της εγγυητικής επιστολής πριν τη λήξη της δημιουργεί χρηματοδότηση για τον εξαγωγέα. Οι επενδυτές οι οποίοι αγοράζουν εγγυητικές επιστολές ενδιαφέρονται περισσότερο για την πιστοληπτική ικανότητα της τράπεζας που εγγυάται την πληρωμή παρά για την πιστοληπτική ικανότητα του εξαγωγέα ή εισαγωγέα. Γι' αυτό το λόγο, ο πιστωτικός κίνδυνος από τις εγγυητικές επιστολές είναι κάπως παρόμοιος με εκείνο των διαπραγματεύσιμων πιστοποιητικών καταθέσεων (negotiable certificates of deposit) που εκδίδονται από τις εμπορικές τράπεζες. Ακόμη, επειδή οι εγγυητικές επιστολές έχουν την υποστήριξη της τράπεζας καθώς επίσης και της εισαγωγικής επιχείρησης, μπορεί να θεωρηθούν ότι έχουν ελαφρά μικρότερο πιστωτικό κίνδυνο από τα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (NCDs).

#### **4.2.5. Συμφωνίες Επαναγοράς (Repos) και Αντίστροφες Συμφωνίες Επαναγοράς (Reserve Repos)**

##### **4.2.5.1. Συμφωνίες Επαναγοράς (Repos)**

Ο όρος «Repos» προέρχεται από την αγγλική γλώσσα «Repurchase Agreements» (Συμφωνίες Επαναγοράς). Σε μια συμφωνία επαναγοράς (repos), το ένα μέρος πωλεί βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα σε ένα άλλο με τη συμφωνία να επαναγοράσει τα χρεόγραφα αυτά σε μια καθορισμένη ημερομηνία και τιμή. Κατ' ουσία, η συμφωνία επαναγοράς (repos) αντιπροσωπεύει ένα δάνειο εγγυημένο με βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα (collateral). Εάν ο δανειζόμενος αθετήσει την υποχρέωση να εξοφλήσει το δάνειο, ο δανειστής έχει απαίτηση επί των χρεογράφων. Οι περισσότερες συμφωνίες επαναγοράς χρησιμοποιούν κρατικά χρεόγραφα ή χρεόγραφα δημόσιων οργανισμών, μολονότι μερικά repos χρησιμοποιούν άλλα είδη χρεογράφων όπως εμπορικά ομόλογα (commercial papers) ή διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (negotiable certificate of deposit).

Τα περισσότερα repos έχουν πολύ βραχυπρόθεσμες ημερομηνίες λήξης γενικά από 1 έως 15 ημέρες, αλλά υπάρχει μια αυξανόμενη αγορά repos για μακρότερες ημερομηνίες λήξης από 1 μήνα έως και 3 μήνες, ακόμη και 6 μήνες. Το ποσό της συμφωνίας repos είναι συνήθως μεγάλο και προσδιορίζε-

ται από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που εμπλέκονται στις συμφωνίες αυτές, λαμβάνοντας υπόψη τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες που επικρατούν στην χρηματοπιστωτική αγορά και γενικά στην οικονομία. Για repos με ημερομηνία λήξης λιγότερο από μια εβδομάδα το ποσό της συμφωνίας ανέρχεται σε 20 εκατ. ή 25 εκατ. ευρώ ή και περισσότερα. Για repos μεγαλύτερης διάρκειας το ποσό συνήθως είναι 10 εκατ. ευρώ.

Οι συμφωνίες repos διαπραγματεύονται μέσω ενός τηλεπικοινωνιακού δικτύου. Οι συμφωνίες ρυθμίζονται είτε απευθείας μεταξύ των δύο μερών ή με τη βοήθεια (μεσολάβηση) των χρηματιστών (brokers) ή των διαπραγματευτών (dealers). Οι διαπραγματευτές και οι χρηματιστές ενεργούν ως μεσολαβητές για να δημιουργήσουν συμφωνίες repos για τις επιχειρήσεις με ανεπαρκή κεφάλαια και για τις επιχειρήσεις με πλεονάζοντα κεφάλαια, λαμβάνοντας μια αμοιβή για τις υπηρεσίες τους.

Όταν η δανειζόμενη επιχείρηση μπορεί να βρει απ' ευθείας ένα αντισυμβαλλόμενο στη συμφωνία repos αποφεύγει την αμοιβή (fee) που συνεπάγεται η μεσολάβηση του διαπραγματευτή (dealer) για να βρει το αντισυμβαλλόμενο μέρος. Μερικές εταιρείες που συνήθως ασχολούνται με τις συμφωνίες repos έχουν ένα τμήμα στην εταιρεία τους για την ανεύρεση αντισυμβαλλόμενων και πραγματοποίηση των συναλλαγών repos. Αυτές οι ίδιες εταιρείες που δανείζονται μέσω συμφωνιών repos μπορούν από καιρό σε καιρό να χρησιμεύουν ως δανειστές. Δηλαδή αγοράζουν τα κρατικά χρεόγραφα και συμφωνούν να πουλήσουν αυτά πάλι στο κοντινό μέλλον. Επειδή η ροή μετρητών οποιασδήποτε μεγάλης εταιρείας μεταβάλλεται σε ημερήσια βάση, δεν είναι ασύνηθες για μια εταιρεία να ενεργήσει ως ένας επενδυτής (δανειστής) μια ημέρα (όταν έχει πλεόνασμα κεφαλαίων) και ως ένας αγοραστής (δανειζόμενος) την επόμενη ημέρα (όταν έχει μια έλλειψη κεφαλαίων).

Η αγορά των συμφωνιών επαναγοράς (the repos market) χρησιμοποιείται εκτεταμένα από τους διαπραγματευτές (dealers), χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, τράπεζες επενδύσεων και εμπορικές τράπεζες για να χρηματοδοτήσουν τις ανάγκες τους σε ρευστά. Η αγορά repos χρησιμοποιείται, επίσης, από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για να πραγματοποιήσουν ένα κέρδος. Για παράδειγμα, ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός θα μπορούσε να δανειστεί 80 εκ. ευρώ στην αγορά repos για μια εβδομάδα από ένα πελάτη με 6% επιτόκιο και μετά να δανείσει το κεφάλαιο αυτό στην αγορά repos για μια εβδομάδα με επιτόκιο 6,05% πραγματοποιώντας ένα κέρδος 0,05%.

Το επιτόκιο των repos διαφέρει, εξαρτημένο από τα επιτόκια της αγοράς, τους όρους της συμφωνίας repos, την ποιότητα των χρεογράφων και τα κόστη συναλλαγών για την πραγματοποίηση των συμφωνιών repos.

Οι συμφωνίες επαναγοράς (repos) χρησιμοποιούνται, επίσης, από την Κεντρική Τράπεζα ως ένα εργαλείο της γενικής στρατηγικής της νομισματικής της πολιτικής. Όταν οι νομισματικές προσαρμογές σχεδιάζονται να είναι προσωρινές (όπως η εξομάλυνση των διακυμάνσεων των επιτοκίων ή της προσφοράς χρήματος), η Κεντρική Τράπεζα χρησιμοποιεί συμφωνίες επαναγοράς (repos) με διαπραγματευτές (dealers) ή τράπεζες. Οι ημερομηνίες λήξης των συμφωνιών επαναγοράς που χρησιμοποιούνται από την Κεντρική Τράπεζα σπανίως είναι μικρότερες από 15 ημέρες.

Δευτερογενής αγορά για τις συμφωνίες επαναγοράς (repos) δεν υπάρχει. Μερικές επιχειρήσεις με έλλειψη χρημάτων συνήθως προσδιορίζουν την ημερομηνία λήξης της συμφωνίας επαναγοράς να είναι η ελάχιστη χρονική περίοδος που χρειάζονται προσωρινή χρηματοδότηση. Εάν οι επιχειρήσεις αυτές χρειάζονται ακόμη τα κεφάλαια στην ημερομηνία λήξης της συμφωνίας επαναγοράς θα δανεισθούν επιπρόσθετα κεφάλαια μέσω νέων συμφωνιών repos για να χρησιμοποιήσουν αυτά για να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους για τις ληξιπρόθεσμες συμφωνίες repos.

#### **4.2.5.2. Αντίστροφες Συμφωνίες Επαναγοράς (Reverse Repos)**

Εκτός από τις συμφωνίες επαναγοράς (repos) υπάρχουν και οι αντίστροφες συμφωνίες (reverse repos). Η αντίστροφη συμφωνία είναι η συμφωνία πώλησης χρεογράφων από ένα μέρος (π.χ. επιχειρήσεις) σε ένα άλλο μέρος (π.χ. τράπεζες) με την υποχρέωση επαναγοράς τους από τον πωλητή (επιχείρηση) σε συγκεκριμένη ημερομηνία και με συγκεκριμένο επιτόκιο.

Τα «reverse repos» παρέχουν τη δυνατότητα στον επενδυτή να προβαίνει σε συμφωνία, ως πωλητής τίτλων, των οποίων έχει την κυριότητα, με το αντισυμβαλλόμενο μέρος (τράπεζα ή μέλος του Χρηματιστηρίου) και να τους μεταβιβάζει την κυριότητα των τίτλων (χρεογράφων) με συμφωνημένη τιμή και για ορισμένο χρονικό διάστημα. Με την παρέλευση του χρονικού διαστήματος, ο επενδυτής επαναγοράζει τους τίτλους καταβάλλοντας στην τράπεζα ή στο μέλος του Χρηματιστηρίου το τίμημα της επαναπώλησης.

Η ελκυστικότητα των reverse repos είναι διπλή, αφενός δίδεται στον επενδυτή χρεογράφων ένας ακόμη εναλλακτικός τρόπος βραχυπρόθεσμης δανειοδότησης και αφετέρου η αγορά χρεογράφων αποκτά μεγαλύτερη κινητικότητα και ορθολογισμό.

### 4.2.5.3. Υπολογισμός της Απόδοσης των Συμφωνιών Επαναγοράς (Repos) και των Αντίστροφων Συμφωνιών Επαναγοράς (Reverse Repos)

Επειδή τα κρατικά χρεόγραφα υποστηρίζουν τις συμφωνίες επαναγοράς θεωρούνται ως επενδύσεις χαμηλού πιστωτικού κινδύνου και έχουν συνεισφέρει χαμηλότερο επιτόκιο από τα διατραπεζικά κεφάλαια (federal funds) που δεν υποστηρίζονται με κρατικά χρεόγραφα. Η απόδοση των συμφωνιών επαναγοράς (repos) προσδιορίζεται από τη διαφορά μεταξύ της αρχικής τιμής πώλησης των χρεογράφων και της συμφωνημένης τιμής επαναγοράς, χρησιμοποιώντας για τους υπολογισμούς 360 ημέρες το έτος.

$$\text{Απόδοση Repo} = \frac{\text{SP} - \text{PP}}{\text{PP}} \times \frac{360}{n}$$

SP = Τιμή πώλησης των χρεογράφων, PP = Τιμή αγοράς των χρεογράφων

#### Παράδειγμα

Υποθέτουμε ότι ένας επενδυτής αγοράζει χρεόγραφα από μια τράπεζα στην (αρχική) τιμή (PP) 9.852.217 ευρώ με τη συμφωνία να τα πωλήσει στην τράπεζα στην τιμή (PP) 10.000.000 ευρώ στο τέλος μιας περιόδου (n) 60 ημερών. Η απόδοση της παραπάνω συμφωνίας επαναγοράς (repos) είναι 9% και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Απόδοση Repo} = \frac{10.000.000 - 9.852.217}{9.852.217} \times \frac{360}{60} = 9\%$$

Ο υπολογισμός της απόδοσης της αντίστροφης συμφωνίας (reverse repo) υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Απόδοση Reverse Repo} = \frac{\text{PP} - \text{SP}}{\text{SP}} \times \frac{360}{n}$$

#### Παράδειγμα:

Υποθέτουμε ότι μια τράπεζα συνάπτει μια συμφωνία αντίστροφης επαναγοράς (reverse repo) με την οποία συμφωνεί να αγοράσει κρατικά χρεόγραφα από μια από τις ανταποκρίτριες τράπεζες της στην τιμή 10.000.000 ευρώ με την υπόσχεση να πωλήσει αυτά πάλι στην τιμή των 10.008.548 ευρώ (10.000.000 συν τόκος 8.548) μετά από 5 ημέρες. Η απόδοση αυτής της αντίστροφης συμφωνίας (reverse repo) για την τράπεζα είναι η εξής:

$$\text{Απόδοση Reverse Repo} = \frac{10.008.548 - 10.000.000}{10.000.000} \times \frac{360}{5} = 6,15\%$$

## 4.2.6. Διατραπεζικά Κεφάλαια (Federal Funds)

### 4.2.6.1. Εισαγωγή

Τα διατραπεζικά κεφάλαια (federal funds ή fed funds) είναι βραχυπρόθεσμα κεφάλαια τα οποία μετακινούνται μεταξύ των χρηματιστηριακών οργανισμών, συνήθως για μια περίοδο μιας ημέρας. Οι τράπεζες με πλεόνασμα κεφαλαίων δανείζουν τράπεζες οι οποίες έχουν έλλειμμα ρευστών. Η διατραπεζική αγορά είναι κυρίως μια βραχυπρόθεσμη αγορά στην οποία το μεγαλύτερο μέρος των δανείων συνάπτονται για πολύ βραχυχρόνια περίοδο από μια μέχρι 14 ημέρες. Σε πολύ μικρότερη κλίμακα μερικά διατραπεζικά δάνεια συνάπτονται για περίοδο μέχρι 6 μήνες.

### 4.2.6.2. Σκοπός των Διατραπεζικών Κεφαλαίων

Η Κεντρική Τράπεζα έχει προσδιορίσει τα ελάχιστα υποχρεωτικά ρευστά διαθέσιμα τα οποία άλλες τράπεζες πρέπει να διατηρούν για να διασφαλίσουν επαρκή ρευστότητα. Για να ικανοποιήσουν αυτό, οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν ένα συγκεκριμένο ποσοστό των συνολικών καταθέσεων τους στην Κεντρική Τράπεζα.

Ο κύριος σκοπός των διατραπεζικών κεφαλαίων είναι να τα τροφοδοτούνται οι τράπεζες άμεσα με αλληλοδανεισμό χρηματικά κεφάλαια στην περίπτωση που έχουν ελλείψεις ρευστών. Οι τράπεζες μπορούν να δανεισθούν απ' ευθείας από την Κεντρική Τράπεζα, αλλά πολλές προτιμούν να δανεισθούν από άλλες τράπεζες έτσι ώστε να μη δίνουν σημάδια ανησυχίας στην Κεντρική Τράπεζα ότι υπάρχει κάποιο πρόβλημα ρευστότητας. Ο λόγος για τον οποίο οι τράπεζες επιθυμούν να δανείζουν στη διατραπεζική αγορά κεφαλαίων είναι ότι το χρήμα που διατηρούν στην Κεντρική Τράπεζα πάνω από ό,τι απαιτείται δεν αποφέρει τόκους. Έτσι ακόμη και αν τα επιτόκια για τα διατραπεζικά κεφάλαια είναι χαμηλά, οι τράπεζες προτιμούν να δανείζουν τις άλλες τράπεζες. Μια ένδειξη της μεγάλης δημοτικότητας των διατραπεζικών κεφαλαίων είναι ότι χαρακτηριστικά σε μια ημέρα τεράστια διατραπεζικά κεφάλαια μετακινούνται μεταξύ τραπεζών.

### 4.2.6.3. Διαδικασία Συναλλαγών στην Διατραπεζική Αγορά Κεφαλαίων

Η διατραπεζική αγορά κεφαλαίων είναι μια εξαιρετικά ρευστή και ευέλικτη πηγή κεφαλαίων για τις εμπορικές τράπεζες και τις τράπεζες καταθέσεων (saving banks). Οι εμπορικές τράπεζες, ιδιαίτερα οι πιο μεγάλες εμπορικές τράπεζες, διεξάγουν το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών τους στην αγορά διατραπεζικών κεφαλαίων. Οι συναλλαγές των διατραπεζικών κεφαλαίων μπορεί να αρχίσουν είτε από τη δανείζουσα ή τη δανειζόμενη τράπεζα. Οι συναλλαγές μεταξύ οποιουδήποτε ζεύγους τρα-

πεζών μπορεί να γίνουν κατευθείαν μεταξύ τους μέσω τηλεφώνου ή άλλου τηλεπικοινωνιακού μέσου. Εναλλακτικά για τις συναλλαγές αυτές μπορεί να χρησιμοποιηθούν χρηματιστές διαπραβεζικών κεφαλαίων (brokers) οι οποίοι φέρουν σε επικοινωνία τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που επιθυμούν να πωλήσουν (δανείσουν) κεφάλαια με εκείνους που επιθυμούν να αγοράσουν (δανεισθούν) αυτά. Οι χρηματιστές (brokers) λαμβάνουν μια προμήθεια (commission) για τις υπηρεσίες τους.

Οι συναλλαγές γίνονται μέσω ενός τηλεπικοινωνιακού δικτύου το οποίο συνδέει τους χρηματιστές διαπραβεζικών κεφαλαίων με τους συμμετέχοντες χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

#### 4.2.6.4. Απόδοση των Διαπραβεζικών Κεφαλαίων

Το επιτόκιο των διαπραβεζικών κεφαλαίων είναι, συνήθως, ελαφρά υψηλότερο από το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου σε οποιαδήποτε στιγμή, λόγω του ελαφρά υψηλότερου πιστωτικού κινδύνου. Οι τόκοι των διαπραβεζικών κεφαλαίων πληρώνονται μόνο μια φορά στην ημερομηνία λήξης τους. Ακόμη οι συναλλαγές διαπραβεζικών κεφαλαίων λαμβάνουν τη μορφή βραχυπρόθεσμων (κυρίως μιας ημέρας) ανεγγύητων δανείων.

### 4.3. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Έχοντας εξετάσει τα διάφορα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος είναι προφανές ότι τα χρεόγραφα αυτά έχουν μερικά κοινά χαρακτηριστικά, όπως μεγάλες ονομαστικές αξίες, χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο και βραχυπρόθεσμες ημερομηνίες λήξης.

Τα χρεόγραφα αυτά, όμως, έχουν διαφορετικούς βαθμούς ρευστότητας. Για παράδειγμα, τα **έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου (treasury bills)** έχουν μια ευρύ και έντονη ενεργό δευτερογενή αγορά και συνεπώς μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά (ρευστά) εύκολα και γρήγορα και με πολύ λίγη (ή και καθόλου) απώλεια της αξίας τους. Ενώ τα **εμπορικά ομόλογα** δεν έχουν οργανωμένη δευτερογενή αγορά και συνεπώς δεν μπορούν να ρευστοποιηθούν γρήγορα, εκτός εάν ξαναπωληθούν στον αρχικό έμπορο χρεογράφων – διαπραγματευτή (dealer) ή στον αρχικό οργανισμό (τράπεζα) επενδύσεων (underwriter) και η συναλλαγή αυτή μπορεί να συνεπάγεται ένα σχετικά υψηλό κόστος. Τα **διαπραβεζικά κεφάλαια (federal funds)**, επίσης, δεν έχουν δευτερογενή αγορά, επειδή, είναι χαρακτηριστικά μια συναλλαγή δανείων, συνήθως μιας ημέρα ή το πολύ 14 ημερών και οι συναλλασσόμενοι (τράπεζες) δεν προτίθενται να τα διακρατήσουν ως επενδύσεις για πέρα από ένα πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. Τα **τραπεζικά διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (NCD<sub>s</sub>)** μπορούν να διαπραγματευ-

τούν στη δευτερογενή αγορά, αλλά μέχρι σήμερα η εμπορευσιμότητά τους υπήρξε σχετικά πενιχρή ή θα λέγαμε αδιάφορη, καθώς τα περισσότερα διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (NCD<sub>S</sub>) αγοράζονται ως επένδυση από τα Αμοιβαία Κεφάλαια που είναι προσανατολισμένα για την αγορά χρεογράφων της αγοράς χρήματος (π.χ. Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης Διαθεσίμων). Στην ίδια περίπτωση είναι και τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής (banker's acceptances) ή εγγυητικές επιστολές.

**Πίνακας 4.1.:** Οι Συμμετέχοντες και ο ρόλος τους στην Αγορά Χρήματος

| <b>Συμμετέχοντες</b>  | <b>Συμμετοχή και ο ρόλος τους στην Αγορά Χρήματος</b>   |
|---|---|
| 1. Κράτος (Δημόσιο)   | Πωλεί Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου για να χρηματοδοτήσει αναπόφευκτες βραχυπρόθεσμες δαπάνες και να χρηματοδοτήσει το δημόσιο χρέος.   |
| 2. Κεντρική Τράπεζα   | Αγοράζει και πωλεί έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου ως βασική μέθοδος για τον έλεγχο της προσφοράς χρήματος στην οικονομία, την εξομάλυνση των επιτοκίων και γενικά για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.   |
| 3. Εμπορικές Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί Καταθέσεων | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Μερικές εμπορικές τράπεζες και αρκετοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί καταθέσεων εκδίδουν διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων (NCD<sub>S</sub>), δανείζουν και δανείζονται διατραπεζικά κεφάλαια (federal funds) στη διατραπεζική αγορά. Δραστηριοποιούνται στις συμφωνίες επαναγοράς (Repo) και αγοράζουν Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου.</li> <li>• Οι εμπορικές τράπεζες δημιουργούν χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής (banker's acceptances) ή εγγυητικές επιστολές.</li> <li>• Οι εμπορικές τράπεζες παρέχουν εγγυημένα όρια πίστωσης (backup lines of credit) στις επιχειρήσεις οι οποίες εκδίδουν εμπορικά ομόλογα (commercial papers).</li> </ul> |
| 4. Εταιρείες Χρηματοδότησης (Finance Companies)                   | Εκδίδουν εμπορικά ομόλογα (commercial papers).  |



**Πίνακας 4.1.:** Οι Συμμετέχοντες και ο ρόλος τους στην Αγορά Χρήματος (Συνέχεια)

| <b>Συμμετέχοντες</b>                            | <b>Συμμετοχή και ο ρόλος τους στην Αγορά Χρήματος</b>  |
|---|--|
| <b>5. Αμοιβαία Κεφάλαια της Αγοράς Χρήματος</b> | Χρησιμοποιούν τα ποσά (εισπράξεις) από την πώληση μεριδίων στους μικροεπενδυτές καθώς και σε άλλους επενδυτές για να επενδύσουν σε χρεόγραφα της αγοράς χρήματος όπως Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, εμπορικά ομόλογα, Διαπραγματεύσιμα Πιστοποιητικά Καταθέσεων, Συμφωνίες επαναγοράς (Repas) και χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής (banker's acceptances). |
| <b>6. Ασφαλιστικές Εταιρείες</b>                | Μπορεί να διατηρούν ένα μέρος του χαρτοφυλακίου επενδύσεώς τους σε χρεόγραφα της αγοράς χρήματος για άμεση ρευστοποίηση για την αντιμετώπιση απρόβλεπτων απαιτήσεων.   |
| <b>7. Ταμεία Συντάξεων</b>                      | Μπορεί να διατηρούν ένα μέρος του χαρτοφυλακίου επενδύσεώς του σε χρεόγραφα της αγοράς χρήματος τα οποία μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα, όταν οι διαχειριστές του χαρτοφυλακίου επιθυμούν να αυξήσουν τις επενδύσεις τους σε άλλα χρεόγραφα όπως ομολογίες ή και μετοχές.   |
| <b>8. Επιχειρήσεις</b>                          | Αγοράζουν και πωλούν διάφορα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος ως ένα μέσο της διαχείρισης διαθεσίμων  |
| <b>9. Φυσικά Πρόσωπα (Άτομα)</b>                | Αγοράζουν μερίδια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Αγοράς Χρήματος τα οποία υπόσχονται υψηλότερες αποδόσεις από τις καταθέσεις σε τράπεζες (αλλά με κάποιο σχετικό κίνδυνο ότι οι αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν είναι εγγυημένες).  |

#### **4.4. ΟΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ**

Στην αγορά χρήματος συμμετέχουν οι εξής: Κράτος (Δημόσιο), η Κεντρική Τράπεζα, οι εμπορικές τράπεζες, οι οργανισμοί καταθέσεων, εταιρείες χρηματοδότησης, Αμοιβαία Κεφάλαια της αγοράς χρήματος, ταμεία συντάξεων, επιχειρήσεις και φυσικά πρόσωπα (άτομα). Η δραστηριοποίηση των παραπάνω συμμετεχόντων στην αγορά χρήματος παρουσιάζεται στον παρακάτω **πίνακα 4.1**.

#### 4.5. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Πολλά είδη χρεογράφων της αγοράς χρήματος δεν πραγματοποιούν πληρωμές τόκων, αλλά παρέχουν το αρχικό (ονομαστικό) κεφάλαιο στην ημερομηνία λήξης τους. Η αξία αυτών των χρεογράφων της αγοράς χρήματος υπολογίζεται ως η παρούσα αξία του αρχικού (ονομαστικού) κεφαλαίου που πρέπει να πληρωθεί στην ημερομηνία λήξης τους. Το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση του ονομαστικού ποσού του χρεογράφου είναι η απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές. Συνεπώς, η αξία του χρεογράφου αντανακλά την παρούσα αξία μιας μελλοντικής πληρωμής ενός ποσού καταβαλλόμενου εφάπαξ, προεξοφλούμενο με την απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών. Για παράδειγμα, εξετάζουμε ένα χρεόγραφο της αγοράς χρήματος το οποίο έχει ονομαστική αξία 10.000 ευρώ και ημερομηνία λήξης ένα έτος και υποθέτουμε ότι οι επενδυτές απαιτούν μια απόδοση 7% από αυτό το χρεόγραφο. Η παρούσα αξία αυτού του χρεογράφου είναι:

$$PV = 10.000 / (1,07)^1 = 9.345,79 \text{ ευρώ}$$

Όπως οι ομολογίες (που θα εξετάσουμε σε άλλο κεφάλαιο) η αξία των χρεογράφων της αγοράς χρήματος σχετίζεται αντίστροφα με τις μεταβολές του επιτοκίου της αγοράς. Για να εξηγήσουμε αυτό με παράδειγμα αν εξετάσουμε το χρεόγραφο της αγοράς χρήματος του προηγούμενου παραδείγματος.

Εάν τα επιτόκια ήταν υψηλότερα, οι επενδυτές θα ήταν πρόθυμοι να αγοράσουν το συγκεκριμένο χρεόγραφο εάν αυτό προσέφερε μια υψηλότερη απόδοση. Π.χ., εάν οι επενδυτές απαιτούσαν μια υψηλότερη απόδοση 9% από το χρεόγραφο αυτό, η παρούσα αξία του χρεογράφου αυτό θα ήταν:

$$PV = 10.000 / (1,09)^1 = 9.173,31 \text{ ευρώ}$$

Η αξία αυτού του χρεογράφου (9.173,31 ευρώ) είναι χαμηλότερη από την αξία του χρεογράφου του προηγούμενου παραδείγματος (9.345,79 ευρώ) επειδή οι επενδυτές θα ήταν πρόθυμοι να αγοράσουν το χρεόγραφο αυτό εάν η τιμή τους ήταν χαμηλότερη (από την τιμή του προηγούμενου χρεογράφου) που αντανακλά την υψηλότερη απαιτούμενη απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές από το χρεόγραφο αυτό λόγω της αύξησης των επιτοκίων στην αγορά. Εάν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς μειώνονται, η απαιτούμενη απόδοση της αγοράς χρήματος θα μειώνεται και οι αξίες των χρεογράφων θα αυξάνονται και αντίστροφα.

Μολονότι, οι αξίες των χρεογράφων της αγοράς χρήματος είναι ευαί-

σθητες στις μεταβολές του επιτοκίου προς την ίδια κατεύθυνση όπως και οι αξίες των ομολογιών, εντούτοις δεν είναι τόσο ευαίσθητες όσο οι αξίες των ομολογιών στις μεταβολές του επιτοκίου.

Ο χαμηλότερος βαθμός ευαισθησίας των αξιών των χρεογράφων της αγοράς χρήματος στις μεταβολές του επιτοκίου αποδίδεται κυρίως στο βραχυπρόθεσμο χρόνο λήξης τους. Συνεπώς, η επίδραση επικεντρώνεται στο αρχικό (ονομαστικό) κεφάλαιο της επένδυσης, στο χρεόγραφο, η οποία θα λάβει χώρα στο επόμενο έτος, ενώ η επίδραση στο αρχικό (ονομαστικό) κεφάλαιο της επένδυσης στην ομολογία μπορεί να γίνει μετά από 10 ή και 20 έτη. Με άλλα λόγια μια αύξηση στα επιτόκια της αγοράς χρήματος δεν είναι τόσο επιζήμια στα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος όπως στις ομολογίες επειδή τα χρεόγραφα αυτά μπορεί να ρευστοποιηθούν άμεσα με οποιοδήποτε τρόπο και ο επενδυτής μπορεί να επανεπενδύσει τις εισπράξεις με το τρέχον (ισχύον) επιτόκιο της αγοράς. Ενώ, μια αύξηση των επιτοκίων είναι περισσότερο επιζήμια για μια ομολογία λήξης 10 ή 20 ετών επειδή οι επενδυτές θα κερδίζουν χαμηλότερο επιτόκιο από την ομολογία για τα επόμενα 10 ή 20 έτη.

#### 4.6. ΕΞΗΓΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Η τρέχουσα τιμή των χρεογράφων της αγοράς χρήματος ( $P_m$ ), πρέπει να είναι ίση με την παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματοροών τους. Επειδή τα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος δεν πραγματοποιούν περιοδικές πληρωμές τόκων, οι χρηματοροές τους είναι της μορφής μιας εφάπαξ πληρωμής του αρχικού κεφαλαίου επένδυσης. Συνεπώς, η τρέχουσα τιμή (αξία) του χρεογράφου της αγοράς χρήματος μπορεί να προσδιοριστεί ως εξής:

$$Y_m = \frac{P_0}{(1 + \kappa)^n}$$

$P_0$  = Ονομαστική αξία (αρχικό ποσό) επένδυσης που θα δοθεί στην ημερομηνία λήξης.

$\kappa$  = Απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές.

$n$  = Χρόνος μέχρι τη λήξη.

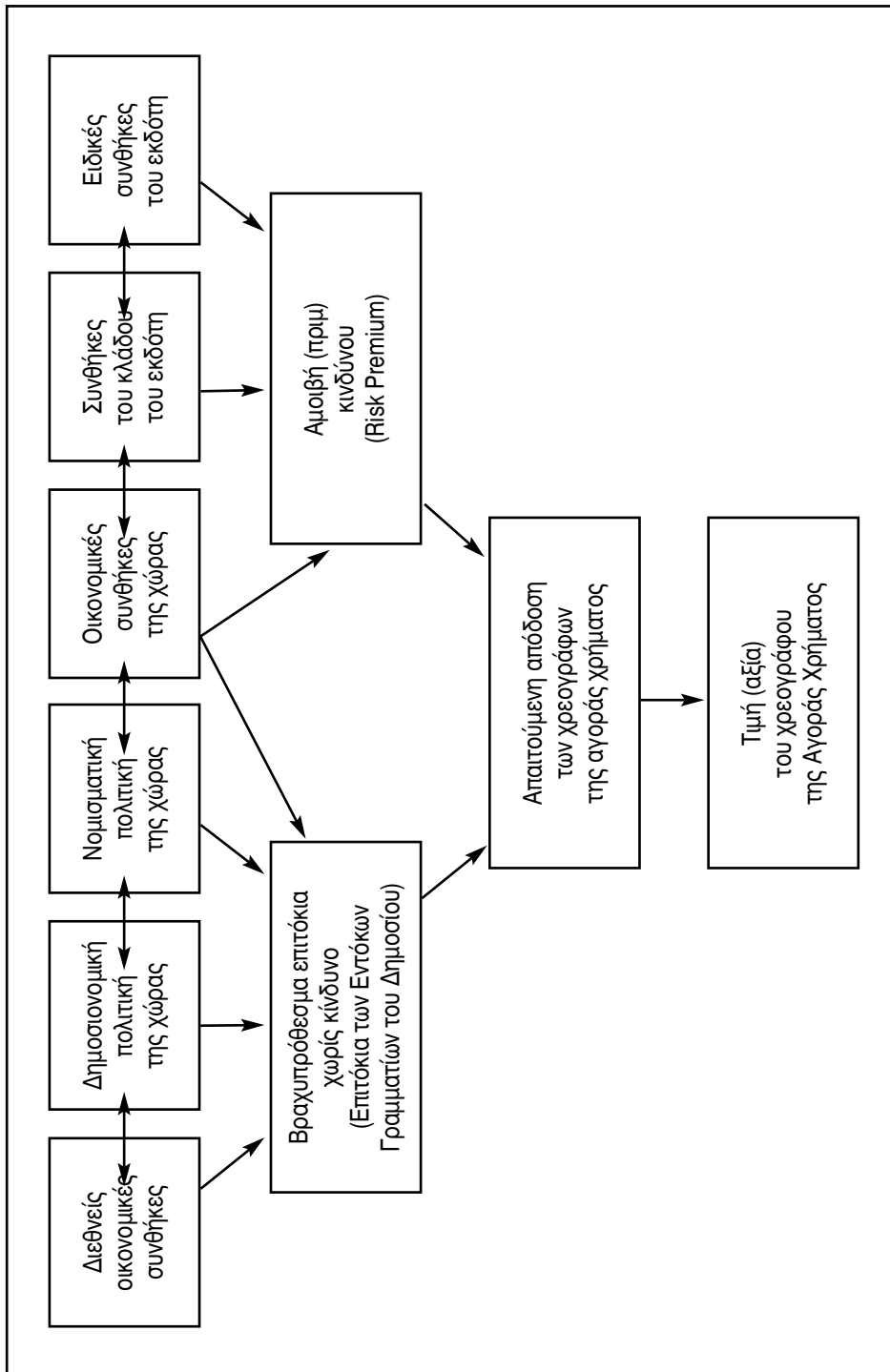
Επειδή, τα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος έχουν ημερομηνίες λήξης ένα έτος ή λιγότερο, το  $n$  μετράται ως ένα κλάσμα του έτους.

Μια μεταβολή στην τρέχουσα τιμή ( $P_m$ ) μπορεί να αποτυπωθεί ως εξής:

$\Delta P_m = f(\Delta \kappa)$  και  $\Delta \kappa = f(\Delta R_f, \Delta RP)$

$R_f$  = Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

Σχήμα 4.2: Παράγοντες που επηρεάζουν την Τιμή των Χρεογράφων της Αγοράς Χρήματος



**RP** = Αμοιβή ή πριμ κινδύνου (risk premium).

Συνεπώς:  $\Delta P_m = f(\Delta R_f, \Delta RP)$ .

Το παραπάνω **Σχήμα 4.2** παρουσιάζει επιγραμματικά τις βασικές δυνάμεις, οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (που αντιπροσωπεύεται από το επιτόκιο των Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου) καθώς και την αμοιβή – πριμ κινδύνου (risk premium) που μπορούν να προξενήσουν την τιμή ενός χρεογράφου της αγοράς χρήματος να μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια του χρόνου.

#### **4.7. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ**

Οι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος ενδελεχώς παρακολουθούν τους οικονομικούς δείκτες που μπορούν να σηματοδοτήσουν μελλοντικές μεταβολές στη δυναμικότητα της οικονομίας, η οποία με τη σειρά της μπορεί να σηματοδοτήσει μεταβολές στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια και συνεπώς στην απαιτούμενη απόδοση από την επένδυση σε χρεόγραφα της αγοράς χρήματος. Μερικοί από τους δείκτες που εξετάζονται με ιδιαίτερη προσοχή είναι οι εξής: η απασχόληση, το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν, οι λιανικές πωλήσεις, η βιομηχανική παραγωγή, η εμπιστοσύνη του καταναλωτή. Μια απρόβλεπτη ευνοϊκή μεταβολή σε αυτούς τους δείκτες τείνει να δημιουργήσει προσδοκίες αυξημένης οικονομικής ανάπτυξης και υψηλότερα επιτόκια, τα οποία ασκούν καθοδική πίεση στις τιμές των χρεογράφων της αγοράς χρήματος.

Οι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος, επίσης, παρακολουθούν επισταμένως δείκτες του πληθωρισμού, όπως το δείκτη τιμών του καταναλωτή και το δείκτη τιμών παραγωγού. Γενικά, μια απρόβλεπτη αύξηση σε αυτούς τους δείκτες τείνει να δημιουργήσει προσδοκίες υψηλότερων επιτοκίων που ασκούν καθοδική πίεση στις τιμές των χρεογράφων της αγοράς χρήματος. Οποτεδήποτε, οι οικονομικοί δείκτες σηματοδοτούν δυναμική αύξηση στα επιτόκια, οι συμμετέχοντες στην αγορά χρήματος τείνουν να μετατοπίζουν τις επενδύσεις τους σε χρεόγραφα με σχετικά βραχυπρόθεσμες ημερομηνίες λήξης, έτσι ώστε να μπορούν να λάβουν μια υψηλότερη απόδοση επανεπενδύοντας σε νεοεκδιδόμενα χρεόγραφα όταν τα επιτόκια αυξάνουν.

#### **4.8. ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΩΝ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ**

Οι διαχειριστές κεφαλαίων των εταιρειών, οι ατομικοί και θεσμικοί επενδυτές που επενδύουν σε χρεόγραφα της αγοράς χρήματος είναι εκτεθειμένοι στον κίνδυνο ότι η απόδοση των επενδύσεών τους θα είναι χαμηλότερη από την προσδοκώμενη. Οι δυνάμεις οι οποίες επηρεάζουν τις

μεταβολές των τιμών των χρεογράφων της αγοράς χρήματος δεν μπορούν να προβλεφθούν απολύτως, έτσι οι μελλοντικές τιμές των χρεογράφων της αγοράς χρήματος (και συνεπώς οι αποδόσεις αυτών των χρεογράφων) δεν μπορούν, επίσης, να προβλεφθούν με απόλυτη ακρίβεια. Εάν τα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος δεν θα διακρατηθούν μέχρι την ημερομηνία λήξης τους, οι τιμές στις οποίες μπορούν να πωληθούν στο μέλλον (και συνεπώς η απόδοση της επένδυσης) θα εξαρτηθεί κυρίως από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και τον προβλεπόμενο πιστωτικό κίνδυνο κατά το χρόνο που τα χρεόγραφα θα πωληθούν. Επειδή, ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης σε χρεόγραφα της αγοράς χρήματος είναι βραχυπρόθεσμος, οι επενδύσεις στα χρεόγραφα αυτά δεν υφίστανται μεγάλες απώλειες της αξίας τους ως αποτέλεσμα της αύξησης των επιτοκίων, αλλά, εντούτοις οι επενδύσεις αυτές αντιμετωπίζουν μια δυνητική απώλεια στην αξία τους από τον πιστωτικό κίνδυνο δηλαδή από τον κίνδυνο ο εκδότης των χρεογράφων αυτών πιθανόν να αθετήσει την εξόφλησή τους στην ημερομηνία λήξης τους.

Στο άλλο άκρο, εάν οι επενδυτές θέλουν να αποφύγουν τον κίνδυνο μπορούν να αγοράσουν έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου (Treasury Bills) και να διακρατήσουν αυτά μέχρι την ημερομηνία λήξης τους, αλλά οι επενδυτές οι οποίοι επιλέγουν Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου παραιτούνται μιας υψηλότερης αναμενόμενης απόδοσης επειδή τα ΕΓΔ δεν χρειάζεται να προσφέρουν μια αμοιβή (πριμ) κινδύνου (risk premium).

Συνεπώς οι επενδυτές πρέπει να σταθμίσουν την υψηλότερη δυνητική απόδοση επενδύοντας σε άλλα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος έναντι της έκθεσης στον κίνδυνο (ότι η πραγματική απόδοση μπορεί να είναι χαμηλότερη από την προσδοκώμενη απόδοση). Επειδή, ο κίνδυνος μιας μεγάλης απώλειας της αξίας των χρεογράφων της αγοράς χρήματος αποδίδεται, κυρίως, στον πιστωτικό κίνδυνο δηλαδή στην πιθανότητα της αθέτησης του εκδότη να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις τους, οι επενδυτές, συνήθως, επενδύουν σε χρεόγραφα της αγοράς χρήματος (όπως τα εμπορικά ομόλογα) τα οποία προσφέρουν μια ελαφρά υψηλότερη απόδοση από τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου και είναι πολύ απίθανο οι εκδότες τους να αθετήσουν την εκπλήρωση των υποχρεώσεων τους. Μολονότι, οι επενδυτές μπορούν να εκτιμήσουν τις οικονομικές συνθήκες και τις ειδικές συνθήκες της επιχείρησης για να προσδιορίσουν τον πιστωτικό κίνδυνο του εκδότη των χρεογράφων της αγοράς χρήματος, πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση του εκδότη, είναι περιορισμένες. Οι συμμετέχοντες (επενδυτές) στην αγορά χρήματος μπορούν να χρησιμοποιήσουν την ανάλυση ευαισθησίας για να προσδιορίσουν πως η αξία των χρεογράφων της αγοράς χρήματος μπορεί να μεταβάλλεται σε ανταπό-

κριση στις μεταβολές των επιτοκίων.

#### **4.9. ΠΡΩΤΟΓΕΝΕΙΣ ΚΑΙ ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ**

Οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου, δηλαδή οι χρηματοπιστωτικές αγορές, διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες:

- α) Στην πρωτογενή αγορά.
- β) Στη δευτερογενή αγορά.

##### **4.9.1. Πρωτογενής αγορά**

Με τον όρο πρωτογενής αγορά εννοούμε την αγορά όπου εκδίδονται νέες σειρές τίτλων - αξιογράφων, είτε απ' ευθείας από τον εκδότη, είτε μέσω ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, π.χ. τράπεζες, που απορροφούνται από το κοινό ή και τους θεσμικούς επενδυτές.

Δηλαδή, πρωτογενή αγορά εννοούμε την αγορά όπου πραγματοποιούνται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) πρωτοεκδιδόμενων τίτλων - αξιογράφων. Στην πρωτογενή αγορά, ο χρηματοπιστωτικός μεσολαβητής που παρεμβάλλεται ανάμεσα στον εκδότη του αξιογράφου και στον αγοραστή είναι, στη συνηθέστερη περίπτωση, ο «εγγυητής» ή «ανάδοχος» της έκδοσης με την παρακάτω διπλή έννοια:

- Πρώτον, εγγυάται στον πρωταρχικό εκδότη τη διάθεση των αξιογράφων στους δυνητικούς αγοραστές τους και
- Δεύτερον, συχνά εγγυάται μια συγκεκριμένη «τιμή» διάθεσης.

Το δυνητικό του κέρδους προκύπτει προφανώς – και πέραν της ήδη συμφωνημένης με τον εκδότη προμήθειας – από τη διαφορά μεταξύ της τιμής έκδοσης του αξιογράφου και της τιμής διάθεσής του στους αγοραστές.

##### **4.9.2. Δευτερογενής αγορά**

Με τον όρο δευτερογενής αγορά εννοούμε την αγορά όπου πραγματοποιούνται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) επί των τίτλων - αξιογράφων που ήδη κυκλοφορούν στην αγορά.

Δηλαδή, στη «δευτερογενή αγορά», αξιόγραφα ή τίτλοι, που ήδη έχουν εκδοθεί και βρίσκονται στα χέρια των πρώτων (ή δεύτερων ή τρίτων κ.λπ.) αγοραστών τους, προσκομίζονται από τους κατόχους τους για να «ρευστοποιηθούν», π.χ. στο χρηματιστήριο.

Οι τίτλοι που κυκλοφορούν στη δευτερογενή αγορά, είναι άμεσα διαπραγματεύσιμοι και ρευστοποιήσιμοι.

#### **4.10. ΑΜΕΣΗ ΚΑΙ ΕΜΜΕΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ**

Η αγορά κεφαλαίων διακρίνεται σε άμεση και έμμεση αγορά.

Η ζήτηση κεφαλαίων προέρχεται από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, το δημόσιο, τους γεωργικούς συνεταιρισμούς, τις εταιρείες λαϊκής βάσης, την τοπική αυτοδιοίκηση και την κτηματική πίστη.

Η προσφορά κεφαλαίων προέρχεται από τους ιδιώτες, τα διάφορα επενδυτικά ιδρύματα, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου κ.λπ., το ταχυδρομικό ταμειυτήριο, οι ασφαλιστικές εταιρείες και τα διάφορα ταμεία συντάξεων.

Όταν τα άτομα και οι φορείς έρχονται άμεσα σε επαφή για τη ζήτηση και προσφορά κεφαλαίων, όπως στο χρηματιστήριο, τότε έχουμε την άμεση κεφαλαιαγορά. Όταν η ζήτηση και η προσφορά κεφαλαίων μεταξύ των ατόμων και φορέων γίνεται με τη μεσολάβηση κάποιου ενδιάμεσου οργανισμού, όπως οι διάφορες τράπεζες επενδύσεων, τότε έχουμε την έμμεση κεφαλαιαγορά.

#### **4.10.1. Οργανωμένες και μη οργανωμένες κεφαλαιαγορές**

Η αγορά κεφαλαίου διακρίνεται σε οργανωμένη και μη οργανωμένη κεφαλαιαγορά. Στην οργανωμένη κεφαλαιαγορά, η κίνηση των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων γίνεται από τις τράπεζες και τα χρηματιστήρια.

Στην μη οργανωμένη κεφαλαιαγορά, όλες οι συναλλαγές που γίνονται είναι μεταξύ ιδιωτών.

### **4.11. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ**

#### **4.11.1. Έννοια και κατηγορίες χρηματιστηρίων**

Χρηματιστήρια είναι οι οργανισμοί και τα καταστήματα όπου διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) σε κινητές αξίες και εμπορεύματα, των οποίων οι τιμές διαμορφώνονται σύμφωνα με τους κανόνες της προσφοράς και της ζήτησης.

Τα χρηματιστήρια, ανάλογα με τον τρόπο σύστασης και λειτουργίας τους, διακρίνονται σε επίσημα και ελεύθερα.

##### **Επίσημα χρηματιστήρια**

Αυτά ιδρύονται και ελέγχονται από το κράτος, το οποίο εγκρίνει το καταστατικό και τους κανονισμούς τους και λειτουργούν υπό την άμεση εποπτεία του.

Τα περισσότερα χρηματιστήρια που λειτουργούν σήμερα στην Ευρώπη είναι επίσημα (π.χ. Ελλάδα, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία κ.λπ.).

##### **Ελεύθερα χρηματιστήρια**

Αυτά ιδρύονται και λειτουργούν με ιδιωτική πρωτοβουλία από τις επιχειρήσεις και το κράτος δεν επεμβαίνει καθόλου στον οργανισμό τους ούτε ασκεί οποιαδήποτε εποπτεία.

Τα χρηματιστήρια, ανάλογα με το αντικείμενο που διαπραγματεύονται,



διακρίνονται σε χρηματιστήρια εμπορευμάτων και χρηματιστήρια αξιών.

Χρηματιστήρια εμπορευμάτων ονομάζονται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) εμπορευμάτων, όπως π.χ. σιταριού, βαμβακιού, ζάχαρης, σταφίδας, ρυζιού, καφέ, πολύτιμων μετάλλων, ναυλώσεις πλοίων κ.λπ.

Τα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο εμπορευμάτων είναι τυποποιημένα.

Στη χώρα μας λειτουργούν δύο χρηματιστήρια εμπορευμάτων, του Πειραιά (1924) και της Θεσσαλονίκης (1925).

Χρηματιστήρια αξιών καλούνται τα χρηματιστήρια στα οποία διεξάγονται συναλλαγές (αγοραπωλησίες) τίτλων, π.χ. μετοχών ανωνύμων εταιρειών, ομολογίες (ομολογιακών δανείων) που εκδίδονται από το δημόσιο, οργανισμούς και μεγάλες επιχειρήσεις (ανώνυμες εταιρείες).

Στη χώρα μας υπάρχει ένα Χρηματιστήριο Αξιών των Αθηνών (ΧΑΑ) που λειτουργεί από το 1876. Στο ΧΑΑ διεξάγονται συναλλαγές τίτλων (ομολογιών, μετοχών) και όχι συναλλάγματος, όπως γίνεται σε ξένα χρηματιστήρια, καθότι οι συναλλαγές συναλλάγματος ανήκουν στην αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος.

#### **4.11.2. Παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση των χρηματιστηριακών τίτλων και την πορεία των χρηματιστηρίων αξιών**

Οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων και, επομένως, και την πορεία των χρηματιστηρίων αξιών, διακρίνονται σε γενικούς παράγοντες, σε παράγοντες που αφορούν την εταιρεία και σε παράγοντες που αφορούν τον κλάδο και τον υποκλάδο που δραστηριοποιείται η εταιρεία.

##### **Γενικοί παράγοντες**

##### **α. Η γενική οικονομική κατάσταση της χώρας.**

Η οικονομική κατάσταση μιας χώρας επηρεάζει θετικά ή αρνητικά τα οικονομικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων και κατ' επέκταση τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων και την πορεία του χρηματιστηρίου.

Επίσης, εάν κρίνεται από το ευρύ επενδυτικό κοινό ως ικανοποιητική η γενική οικονομική κατάσταση της χώρας και με προοπτικές περαιτέρω βελτίωσής της, δηλαδή εάν το κοινό είναι αισιόδοξο, τότε η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων αυξάνεται.

Το αντίθετο θα συμβεί εάν δεν είναι ικανοποιητική η οικονομική κατάσταση της χώρας και το επενδυτικό κοινό δεν προσδοκά ότι αυτή θα βελτιωθεί στο άμεσο μέλλον, δηλαδή εάν επικρατεί απαισιοδοξία μεταξύ των

επενδυτών.

### **β. Το ύψος του πληθωρισμού**

Το ύψος του πληθωρισμού μπορεί να επηρεάσει θετικά ή αρνητικά τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

Εάν οι ζητούντες μετοχές γνωρίζουν ότι οι επιχειρήσεις ενσωματώνουν αμέσως τον πληθωρισμό στο κόστος παραγωγής τους, τότε θα αναμένουν ότι οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο θα αυξηθούν, γι' αυτό και αυξάνουν τη ζήτησή τους.

Είναι γνωστό ότι ο πληθωρισμός αναδιανέμει το εισόδημα από τους μισθούς στα κέρδη, γι' αυτό και σε περιόδους πληθωρισμού, εκτός και αν η ζήτηση μειωθεί πολύ δραστικά, τα κέρδη των επιχειρήσεων αυξάνονται, καθώς και τα μερίσματά τους, με αποτέλεσμα να γίνονται οι μετοχές ελκυστικότερος τρόπος τοποθέτησης κεφαλαίων από το κοινό.

### **γ. Η εξέλιξη του πραγματικού εισοδήματος των ατόμων**

Όταν αυξάνεται το πραγματικό εισόδημα και η ροπή για αποταμίευση των νοικοκυριών, αυξάνεται και η από μέρους τους ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

Το αντίθετο συμβαίνει, όταν μειώνεται το πραγματικό εισόδημα των νοικοκυριών.

### **δ. Η φορολογική μεταχείριση των χρηματιστηριακών τίτλων**

Εάν το κράτος παρέχει διάφορες φορολογικές απαλλαγές στους κατόχους των χρηματιστηριακών τίτλων, τότε αυξάνεται η ζήτηση των τίτλων αυτών. Αντίθετα, εάν ευνοούνται από τη φορολογική πολιτική οι καταθέσεις στις τράπεζες και στα διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τότε η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων από μέρους του κοινού μειώνεται.

### **ε. Η οργάνωση και λειτουργία του χρηματιστηρίου**

Όσο καλύτερη είναι η οργάνωση και λειτουργία ενός χρηματιστηρίου και εμπνέει εμπιστοσύνη στο κοινό για τις συναλλαγές που γίνονται, τόσο το μη επενδυτικό κοινό στρέφεται στον τρόπο αυτό αξιοποίησης των κεφαλαίων του.

### **στ. Το ύψος της απόδοσης κεφαλαίου των χρηματιστηριακών τίτλων σε σχέση με τις εναλλακτικές δυνατότητες τοποθέτησης των κεφαλαίων.**

Η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων εξαρτάται και από το ύψος της απόδοσης κεφαλαίου των χρηματιστηριακών τίτλων σε σχέση με τις εναλλακτικές δυνατότητες τοποθέτησης των κεφαλαίων που υπάρχουν (τράπεζες, ταμειυτήρια κ.λπ.). Εάν τα προηγούμενα χρόνια η απόδοση μιας μετοχής, δηλαδή το άθροισμα της μεταβολής της αγοραίας τιμής της και του μερίσματος που δίνει, είναι υψηλότερη από τον τόκο που μπορεί να

εισπράξει κανείς αποταμιεύοντας τα χρήματά του για το ίδιο χρονικό διάστημα σε τράπεζες ή άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, τότε η ζήτηση μετοχών αυξάνεται.

Αντίθετα, εάν η απόδοση του χρηματιστηριακού τίτλου που κρατείται για δεδομένο χρονικό διάστημα, είναι μικρότερη του τόκου των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που θα μπορούσε να εισπράξει ο καταθέτης, τότε η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων μειώνεται. Σε περίπτωση που το επιτόκιο των τραπεζών αυξηθεί και είναι υψηλότερο από τη μέση απόδοση των χρηματιστηριακών τίτλων, τότε το κοινό θα στραφεί στις τράπεζες και η ζήτηση των χρηματιστηριακών τίτλων θα μειωθεί και αντιστρόφως.

Βέβαια, η τοποθέτηση κεφαλαίων σε χρηματιστηριακούς τίτλους συνοδεύεται από ένα ύψος κινδύνων το οποίο δεν παρουσιάζουν οι τοποθετήσεις κεφαλαίων (καταθέσεις) στις τράπεζες. Ο αγοραστής χρηματιστηριακών τίτλων αναλαμβάνει τον κίνδυνο να χάσει, εάν η τιμή του τίτλου μειωθεί σε σχέση με την τιμή αγοράς του. Ο καταθέτης, όμως, στις τράπεζες και τους άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς δεν διατρέχει τέτοιο κίνδυνο, παρά μόνο εάν το επιτόκιο που δίνει η τράπεζα και οι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, είναι μικρότερο από το επίπεδο του πληθωρισμού.

#### **ζ. Η πληροφόρηση και χρηματιστηριακή παιδεία του επενδυτικού κοινού.**

Η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων εξαρτάται και από τη γνώση, την εμπειρία και την πληροφόρηση του κοινού σχετικά με τη λειτουργία του χρηματιστηρίου και τους χρηματιστηριακούς τίτλους, καθώς και τις εναλλακτικές (δηλαδή έναντι του τραπεζικού συστήματος) ευκαιρίες αξιοποίησης των κεφαλαίων που έχει.

Όσο καλύτερα είναι πληροφορημένο το επενδυτικό κοινό και όσο περισσότερες γνώσεις και εμπειρία έχει αναφορικά με τα χρηματιστήρια και τα αντικείμενα, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να προτιμήσει να τοποθετήσει τα κεφάλαιά του σε χρηματιστηριακούς τίτλους.

#### **η. Οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων**

Οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων μπορούν να προκαλέσουν μεταβιβάσεις (εισροές, εκροές) κεφαλαίων από χώρα σε χώρα και συνεπώς μπορούν να επηρεάσουν τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

#### **θ. Η πολιτική κατάσταση της χώρας**

Η πολιτική κατάσταση μιας χώρας επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την οικονομία μιας χώρας και, συνεπώς, τη χρηματιστηριακή αγορά και τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

**ι. Οι διάφορες διεθνείς οικονομικές πολιτικές και κοινωνικές συγκυρίες.**

Οι διάφορες διεθνείς οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές συγκυρίες και διαταραχές μπορούν να κλονίζουν την εμπιστοσύνη του κοινού στην αγορά χρηματιστηριακών τίτλων, με δυσμενή αποτελέσματα για την εξέλιξη της τιμής των τίτλων αυτών.

Όπως, επίσης, μπορούν να ευνοήσουν την αγορά των χρηματιστηριακών τίτλων ενθαρρύνοντας τη ζήτησή τους.

**ια. Η ψυχολογία και οι προσδοκίες του επενδυτικού κοινού.**

Η ψυχολογία και οι προσδοκίες του επενδυτικού κοινού επηρεάζουν τη χρηματιστηριακή αγορά και τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

Η ανοδική και καθοδική ψυχολογία του κοινού επηρεάζει προς την ίδια κατεύθυνση, ανοδικά ή καθοδικά, την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς και, συνεπώς και τη ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων.

**Παράγοντες που αφορούν την εταιρεία:****α. Οικονομικές συνθήκες και προοπτικές της επιχείρησης**

Η ζήτηση μιας συγκεκριμένης μετοχής εξαρτάται και από τις οικονομικές συνθήκες και τις προοπτικές της επιχείρησης που έχει εκδώσει τις μετοχές. Αν η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και οι προοπτικές εξέλιξής της θεωρούνται ικανοποιητικές από το επενδυτικό κοινό, τότε η ζήτηση των μετοχών της αυξάνει.

Το αντίθετο συμβαίνει, εάν το κοινό πληροφορηθεί για τη δυσμενή οικονομική κατάσταση και τις μη ευοίωνες προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης.

**β. Ύψος του μερίσματος που διανέμει η επιχείρηση στους μετόχους της**

Εάν η επιχείρηση χορηγεί τα τελευταία χρόνια ένα ικανοποιητικό και σχετικά αυξανόμενο μέρισμα στους μετόχους της, τότε η ζήτηση των μετοχών της αυξάνεται, αφού η απόδοση των τίτλων της (εφόσον αφορά το στοιχείο του μερίσματος) αυξάνεται και εδραιώνεται η εμπιστοσύνη του κοινού για την καλή πορεία της επιχείρησης.

Αντίθετα, εάν τα προηγούμενα χρόνια η επιχείρηση δεν έδινε μέρισμα ή έδινε μικρό μέρισμα ή και με συχνές αυξομειώσεις στο ύψος του, χωρίς σοβαρό επενδυτικό λόγο, τότε η απόδοση της μετοχής μειώνεται και κλονίζεται η εμπιστοσύνη του κοινού αναφορικά με την καλή λειτουργία και τις προοπτικές εξέλιξης της επιχείρησης.

Βέβαια, πολλοί επενδυτές και κυρίως οι λεγόμενοι κερδοσκόποι, δεν αγοράζουν χρηματιστηριακούς τίτλους, αποσκοπώντας στην ετήσια απόδοσή τους (δηλαδή μέρισμα ή τοκομερίδιο ομολογίας) αλλά και στην εκμετάλλευση της μεταβολής των τιμών των τίτλων αυτών.

Με άλλα λόγια, κυρίως οι συντηρητικοί μικρο – επενδυτές είναι αυτοί

που υπολογίζουν σοβαρά την ετήσια απόδοση (εκτός της μεταβολής της τιμής) του τίτλου που κατέχουν, ενώ οι άλλοι αγοράζουν τίτλους με την προσδοκία να τους πουλήσουν, όταν η τιμή τους αυξηθεί.

Σημειώνουμε εδώ ότι το ύψος του διανεμόμενου μερίσματος δεν πρέπει να είναι κριτήριο επιλογής των μετόχων μιας εταιρείας, σε περίπτωση που η εταιρεία διανέμει σχετικά υψηλά μερίσματα λόγω του ότι δεν έχει δυναμικά αναπτυξιακά επενδυτικά προγράμματα για υλοποίηση.

Αντιστρόφως, εταιρείες με δυναμικά επενδυτικά προγράμματα και καλές προοπτικές μπορεί να διανέμουν σχετικά χαμηλά μερίσματα, διότι τα αδιανέμητα κέρδη τους μπορούν να τα επανεπενδύσουν σε επενδυτικά προγράμματα.

### **Παράγοντες που αφορούν τον κλάδο και τον υποκλάδο, στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία**

Η κατάσταση και οι προοπτικές του κλάδου / υποκλάδου, καθώς και οι ανταγωνιστικές συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο / υποκλάδο, επηρεάζουν την τιμή των μετοχών μιας συγκεκριμένης εταιρείας και, συνεπώς, τη ζήτησή της.

(Για το θέμα αυτό, δηλαδή για τους παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση των χρηματιστηριακών τίτλων, και, επομένως, την πορεία του χρηματιστηρίου, βλέπετε στη συνέχεια της παρούσας ενέργειας και στο τμήμα «παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής».)

## **4.12. ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ**

Η αγορά κεφαλαίου ή κεφαλαιαγορά είναι η αγορά όπου λαμβάνουν χώρα αγοραπωλησίες χρηματοπιστωτικών τίτλων (μέσων) που έχουν μεγάλη διάρκεια λήξης και φέρουν σχετικά υψηλό κίνδυνο αποπληρωμής.

Στην αγορά αυτή, διαπραγματεύονται τίτλοι που χρησιμοποιούνται για επενδυτικούς σκοπούς.

Οι αγορές κεφαλαίου εξυπηρετούν ουσιαστικά τις ανάγκες σε μακροπρόθεσμα κεφάλαια των οικονομικών μονάδων που μετέχουν σε αυτές.

Από την κεφαλαιαγορά οι οικονομικές μονάδες αντλούν κεφάλαια για τη χρηματοδότηση του μακροχρόνιου επενδυτικού προγράμματός τους, δηλαδή τη δημιουργία ή και την επέκταση κεφαλαιουχικού εξοπλισμού με την ευρεία έννοια.

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών τίτλων (αξιόγραφων) που χρησιμοποιούνται στις αγορές κεφαλαίου, είναι τα εξής:

- Έχουν διάρκεια, είτε αρκετά μεγάλου χρονικού διαστήματος (δύο ή τρία ή και πολύ περισσότερα χρόνια), είτε δεν έχουν χρονική λήξη.
- Η ρευστοποίησή τους είναι λιγότερο εύκολη από τους αντίστοιχους τίτλους (αξιόγραφα) των χρηματαγορών.

• Παρουσιάζουν αρκετά μεγάλο κίνδυνο, ιδιαίτερα όταν τα αξιόγραφα αυτά αποτελούν απαιτήσεις συμμετοχής στο κεφάλαιο των επιχειρήσεων (μετοχές). Τα κυριότερα χρηματοπιστωτικά μέσα των αγορών κεφαλαίου είναι τα εξής:

- α) Μετοχές (τις οποίες θα εξετάσουμε στη συνέχεια μαζί με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου).
- β) Ομόλογα και ομολογίες που εκδίδουν το δημόσιο, οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις.

Συγκεκριμένα, στις παραπάνω δύο περιπτώσεις των κυριότερων χρηματοπιστωτικών μέσων των αγορών κεφαλαίων περιλαμβάνονται οι εξής περιπτώσεις, τις οποίες θα εξετάσουμε αναλυτικά στο **έκτο κεφάλαιο** με τίτλο **Αγορά Ομολογιών**.

α. Κατηγορίες τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, β. Ομολογίες – Ομολογιακά Δάνεια, γ. Συμφωνίες Επαναγοράς.

## **4.13. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ΤΙΤΛΩΝ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ (ΟΜΟΛΟΓΑ ΚΑΙ ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ)**

### **4.13.1. Εισαγωγή**

Διεθνώς η αγορά ομολόγων είναι μεγαλύτερη και ίσως δυναμικότερη από την αγορά μετοχών και δεν αποκλείεται αντίστοιχη εξέλιξη και στη χώρα μας.

Όσον αφορά το επενδυτικό ενδιαφέρον για ομολογιακά προϊόντα, αυτό θα εκδηλωθεί κυρίως από τα ασφαλιστικά ταμεία και τις ασφαλιστικές εταιρείες και αμοιβαία κεφάλαια και σε μικρότερη έκταση από το επενδυτικό κοινό.

Ένας επενδυτής μπορεί να υπολογίσει καθημερινά τις απώλειες και τα κέρδη από μετοχές με βάση τις τιμές που ανακοινώνονται στο **Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου**.

Το ίδιο ακριβώς μπορεί να κάνει τώρα και με τους Τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου (Ομόλογα και Έντοκα Γραμμάτια), με βάση το **Ημερήσιο Δελτίο Τιμών Αγοράς Τίτλων Ελληνικού Δημοσίου της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ)**.

Το **Ελληνικό Χρηματιστήριο Τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου** ήταν γεγονός εδώ και πολύ καιρό.

Όμως, τώρα η αποτίμηση των τίτλων σε καθημερινή βάση, που εφαρμόζεται από τις 15-3-1999, κάνει αυτό το Χρηματιστήριο να λειτουργεί με όρους της αγοράς.

**Αυτό σημαίνει ότι καθημερινά, τόσο οι απλοί επενδυτές όσο και οι Τράπεζες, τα Αμοιβαία Κεφάλαια, οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ), οι Ασφαλιστικές Εταιρείες και γενικά όσοι έχουν Ομό-**

### **λογα και Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου, μπορούν να γνωρίζουν την τιμή των τίτλων που έχουν και να αποτιμούν την αξία της επένδυσής τους.**

Η αποτίμηση των τίτλων του Δημοσίου σε καθημερινή βάση είναι πολύ σημαντική, όχι μόνο για τους μεγάλους αλλά και για τους απλούς επενδυτές, οι οποίοι μέχρι τον Μάρτιο 1999 αγόραζαν ομόλογα ή Έντοκα Γραμμάτια και τα «άφηναν» έως τη λήξη τους, χωρίς να γνωρίζουν πάντα τα κέρδη, τις αποδόσεις ή καμιά φορά και τις ζημιές τους.

Όμως, το πραγματικό πρόβλημα εμφανιζόταν, όταν ερχόταν η στιγμή της πρόωρης εξόφλησης των τίτλων.

Τότε, οι περισσότεροι επενδυτές ένιωθαν μια αβεβαιότητα, αφού δεν γνώριζαν πόσο «κοστίζουν» εκείνη τη στιγμή οι τίτλοι που είχαν στα χέρια τους. Με άλλα λόγια δεν γνώριζαν πόσο θα το πουλούσαν, πόση αξία έχουν οι τίτλοι τους τη συγκεκριμένη στιγμή.

Ακόμη, δε γνώριζαν αν θα είχαν απώλειες ή αν τα κέρδη θα τα «εξανέμιζε» η «ποινή» που θα πλήρωναν λόγω της πρόωρης ρευστοποίησης των τίτλων.

#### **4.13.2. Το ημερήσιο Δελτίο Τιμών Αγοράς των Τίτλων**

Τώρα όλα αυτά τα προβλήματα ξεκαθαρίζουν, καθώς ο επενδυτής έχει ένα «μπούσουλα» για τις τιμές που διαμορφώνονται στην αγορά τίτλων.

Το ρόλο του «μπούσουλα» παίζει το Ημερήσιο Δελτίο Τιμών Αγοράς Τίτλων Ελληνικού Δημοσίου της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ).

Το Δελτίο αυτό, το οποίο είναι αντίστοιχο με το Ημερήσιο Δελτίο Τιμών Μετοχών που εκδίδει το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, μπορεί να το βρίσκει ο επενδυτής στην Τράπεζα της Ελλάδος, στις Χρηματιστηριακές Εταιρείες και στα διεθνή συστήματα πληροφοριών (Reuters, Telerate και Bloomberg).

Στο Δελτίο αυτό δίδονται πληροφορίες που αφορούν:

##### **α) Τον κωδικό έκδοσης του τίτλου.**

Δηλαδή, το «όνομά» του, με βάση το οποίο ξεχωρίζουν οι άυλοι και οι φυσικοί τίτλοι.

##### **β) Την περιγραφή του τίτλου.**

Σε αυτήν αναφέρεται η κατηγορία του τίτλου (κυμαινόμενο, σταθερό, έντοκο, zero coupon κ.λπ.), η ημερομηνία λήξης του, η διάρκειά του και το επιτόκίό του.

##### **γ) Την τιμή αγοράς του τίτλου τη συγκεκριμένη ημέρα.**

### 4.13.3. Οι Κώδικες των Τίτλων

Παρακάτω δίδονται οι κώδικες των τίτλων με τις επεξηγήσεις τους.

#### Οι Κώδικες των Τίτλων:

1. Κωδικός έκδοσης τίτλου. Όσοι τίτλοι αρχίζουν με το GR είναι άυλοι.
2. Όσοι συμβολίζονται σε αυτή τη στήλη με = είναι φυσικοί τίτλοι.  
**FRN:** Κυμαινόμενο, **FXD:** Σταθερό, **STP:** «Στριπαρισμένο», **TBL:** Έντοκο γραμμάτιο **ZRC:** Zero Coupon (Σώμα χωρίς επιτόκιο κουπονιού).
3. Η ημερομηνία λήξης. Το συγκεκριμένο λήγει την 1/1/2017.
4. Διάρκεια τίτλου. Το συγκεκριμένο είναι πενταετές.
5. Το επιτόκιο στο κουπόνι. Το συγκεκριμένο είναι 12%.
6. Η τιμή αγοράς ομολόγου τη συγκεκριμένη ημέρα.

### 4.12.4. Αποτίμηση των Τίτλων σε Καθημερινή Βάση

Για τους τίτλους που υπήρξαν προσφορές κατά τη διάρκεια λειτουργίας της ΗΔΑΤ και συγκεκριμένα κατά τις 13.00 \_ 13.30 το μεσημέρι, το σύστημα επιλέγει σε τυχαία χρονική στιγμή ανά τίτλο τη χαμηλότερη τιμή αγοράς, η οποία καταχωρίζεται στο Ημερήσιο Δελτίο.

Για τους τίτλους που δεν υπήρξαν προσφορές, οι τιμές θα προσδιορίζονται με μαθηματικούς τύπους.

Σύμφωνα με τη σχετική απόφαση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών η αποτίμηση των Τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου σε τρέχουσες τιμές, που ξεκίνησε από τα Αμοιβαία Κεφάλαια και τις Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, πρόκειται να επεκταθεί στις Τράπεζες και στις Ασφαλιστικές Εταιρείες, εφόσον όμως αλλάξει το θεσμικό πλαίσιο.

Όμως, η καθημερινή αποτίμηση της αξίας των τίτλων του Δημοσίου διευκολύνει και τους μεριδιούχους Αμοιβαίων Κεφαλαίων που επενδύουν σε αυτά.

Ήδη, κατά την πρώτη ημέρα (15-3-1999) της αποτίμησης με το νέο σύστημα, παρουσιάστηκαν μεταβολές στην απόδοση των Χαρτοφυλακίων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου μεταξύ 0,2% και 3,77%.

Μέχρι τις 15-3-1999 τα Αμοιβαία Κεφάλαια και οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου αποτιμούσαν την αξία του Χαρτοφυλακίου τους σε ομόλογα με βάση την ονομαστική αξία του τίτλου ή με την τιμή κτήσης.

Στη συνέχεια, πρόσθεταν τους τόκους με βάση το επιτόκιο. Όμως, η τιμή του τίτλου, δηλαδή η αξία του, παρέμενε σταθερή.

Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να μη φαίνονται κέρδη ή ζημιές από την αύξηση ή την πτώση των τιμών των τίτλων.

**Τώρα όμως καθημερινά η αξία του μεριδίου είναι συνάρτηση της τιμής και του επιτοκίου.**



Έτσι, πέρα από τη γνώση της τρέχουσας αξίας του τίτλου οι επενδυτές που έχουν Αμοιβαία Κεφάλαια, κυρίως Ομολογιακά και Διαχείρισης Διαθεσίμων, γνωρίζουν την πραγματική τιμή των μεριδίων τους.

#### **4.13.5. Η σημασία της Αποτίμησης των Τίτλων σε Τρέχουσες Τιμές**

**Η γνώση της τρέχουσας τιμής ενός τίτλου είναι πολύ σημαντική, διότι αποτελεί έναν από τους δύο παράγοντες που διαμορφώνουν την απόδοσή του.**

Συγκεκριμένα, τα ομόλογα διαφέρουν μεταξύ τους από την τιμή, τη διάρκεια και το επιτόκιο (το κουπόνι), το οποίο μοιράζεται σε όλη τη διάρκεια.

Αυτό ουσιαστικά σημαίνει ότι η τιμή του ομολόγου, σε συνδυασμό με το επιτόκιο και με το διάστημα έως τη λήξη του, είναι παράγοντες που διαμορφώνουν την απόδοσή του.

Δηλαδή, ο επενδυτής που έχει ένα ομόλογο κερδίζει ή χάνει από τη μεταβολή της τιμής.

Κέρδος είναι επίσης ο τόκος, ο οποίος καταβάλλεται στο σύνολό του κατά τη λήξη.

Στην περίπτωση που το ομόλογο αλλάξει χέρια, ο πωλητής παίρνει τον τόκο που αναλογεί από την αρχή της περιόδου μέχρι τη στιγμή που το πουλάει.

Έτσι, όσο πιο λίγο απομένει για να λήξει το ομόλογο, τόσο λιγότερα θα κερδίσει από το επιτόκιο.

Παράλληλα, όσο αυξάνεται η τιμή του ομολόγου, τόσο κερδίζει από το Κεφάλαιο.

Για τους λόγους αυτούς, όταν αυξάνεται η τιμή του ομολόγου, μειώνεται η απόδοσή του έως τη λήξη του.

#### **4.13.6. Επιπτώσεις της Αποτίμησης των Τίτλων σε Τρέχουσες Τιμές για τον Επενδυτή**

- Αρκετές και σημαντικές είναι για τον επενδυτή οι συνέπειες του νέου τρόπου αποτίμησης των Τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου σε καθημερινή βάση με τρέχουσες τιμές, αλλά και από το Ημερήσιο Δελτίο Τιμών των Ομολόγων και των Έντοκων Γραμματίων που διαπραγματεύονται στην αγορά.
- Στις τιμές των μεριδίων των Ομολογιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαχείρισης Διαθεσίμων αντικατροπρίζονται οι πραγματικές αξίες των Ομολόγων. Αυτό αναδεικνύει υπεραξίες ή και ζημιές που είχαν μέχρι σήμερα τα Αμοιβαία Κεφάλαια και δεν είχαν εμ-

φανιστεί στις τιμές των μεριδίων.

Ήδη, από την πρώτη ημέρα του «νέου» τρόπου αποτίμησης παρουσιάστηκαν αποδόσεις οι οποίες κυμάνθηκαν μεταξύ 0,2% και 3,77%.

- Αποταμιευτές, οι οποίοι έχουν επενδύσεις άμεσα σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου αγοράζοντας Ομόλογα ή Έντοκα Γραμμάτια, έχουν τη δυνατότητα να επισκεφθούν την Τράπεζα ή την Χρηματιστηριακή Εταιρεία με την οποία συνεργάζονται και να ρευστοποιήσουν τους τίτλους.

- Η δυνατότητα ρευστοποίησης των Ομολόγων και των Εντόκων Γραμματίων από την Τράπεζες και το Χρηματιστήριο υπήρχε και παλαιότερα.

**Η διαφορά σήμερα είναι ότι ο αποταμιευτής έχει ένα σημείο σύγκρισης για την τιμή με την οποία η Τράπεζα ή η Χρηματιστηριακή Εταιρεία θα αγοράσει τους τίτλους του.**

- Οι Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου φαίνονται πιο εύκολα διπραγματεύσιμοι. Έτσι, ενθαρρύνονται οι περιπτώσεις πώλησης τίτλων αλλά, κυρίως, αγορών, αφού ελαττώνεται ο φόβος του αποταμιευτή για «εγκλωβισμό» των χρημάτων του σε τίτλους μεγάλης διάρκειας.

#### 4.13.7. Πρωτογενής Αγορά Τίτλων του Δημοσίου

**Πρωτογενής** είναι η αγορά στην οποία η αγορα-πωλησία των τίτλων γίνεται κατά την ημέρα της έκδοσής τους.

Η διαδικασία με την οποία γίνεται η πρωτογενής διάθεση των Κρατικών τίτλων είναι η **Δημοπρασία**.

Στη Δημοπρασία δεν μπορούν άμεσα να συμμετάσχουν φυσικά πρόσωπα και ιδιώτες.

Οι προσφορές κατατίθενται από τις εμπορικές Τράπεζες, τους βασικούς διαπραγματευτές αγοράς.

**Βασικοί Διαπραγματευτές Αγοράς** είναι οι Τράπεζες εκείνες, οι οποίες συμμετέχουν στις δημοπρασίες για τη διάθεση των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου στην Πρωτογενή Αγορά.

Οι Βασικοί Διαπραγματευτές έχουν περισσότερα προνόμια και υποχρεώσεις, όσον αφορά τις εκδόσεις των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, έναντι των λοιπών Τραπεζών και Πιστωτικών Ιδρυμάτων που δεν ανήκουν στην ομάδα των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς.

#### 4.13.8. Δευτερογενής Αγορά Τίτλων του Δημοσίου

**Δευτερογενής αγορά** είναι η αγορά στην οποία γίνονται αγοραπωλησίες τίτλων Δημοσίου, μετά την αρχική τους αγορά και μέσω αυτής δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές να πωλούν τίτλους που έχουν στην κατοχή τους ή να αγοράζουν τίτλους από άλλους επενδυτές.

Στην αγορά αυτή οι τίτλοι είναι διαπραγματεύσιμοι καθ' όλη τη διάρκεια ζωής τους μέχρι την ημερομηνία λήξης τους και οι τιμές τους διαμορφώνονται ελεύθερα από τη ζήτηση και προσφορά ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά.

Στη **Δευτερογενή Αγορά Κρατικών Τίτλων** οι τίτλοι (κυρίως ομόλογα), που συχνά εκδίδει το Δημόσιο γίνονται αντικείμενο καθημερινής διαπραγμάτευσης.

Τράπεζες, Αμοιβαία Κεφάλαια αλλά και φυσικά πρόσωπα μπορούν να αγοράσουν ή να πουλήσουν κάποιο κρατικό τίτλο.

Οι συναλλαγές αφορούν κυρίως τα μακροπρόθεσμα ομόλογα σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου, οι τιμές των οποίων μεταβάλλονται προς τα πάνω ή προς τα κάτω, όπως συμβαίνει στα Χρηματιστήρια με τις μετοχές των εισηγμένων εταιρειών.

Ωστόσο, στην περίπτωση των τίτλων του Δημοσίου η διακύμανση στις τιμές δεν είναι εφάμιλλη με αυτή των μετοχών.

#### 4.13.9. Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων

Η **Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ)** αποτελεί την πλατφόρμα της **δευτερογενούς διαπραγμάτευσης** των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, ενώ οι δημοπρασίες που διενεργεί το Υπουργείο Οικονομικών για τα Ομόλογα και τα Έντοκα Γραμμάτια αποτελούν την **πρωτογενή αγορά**, στην οποία παίρνουν μέρος οι Τράπεζες μέσω του θεσμού των Βασικών Διαπραγματευτών (Primary Dealers).

Η **δευτερογενής διαπραγμάτευση** των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου γίνεται μέσω ειδικών κυκλωμάτων σε πραγματικό χρόνο, στηριζόμενη σε υπερσύγχρονα μηχανήματα αδιάλειπτης λειτουργίας και πρόκειται για μια από τις πλέον σύγχρονες οργανωμένες αγορές, που λειτουργούν στις Χώρες – Μέλη του ΟΟΣΑ.

Στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων είναι διαπραγματεύσιμοι όλοι οι τίτλοι του Δημοσίου σε λογιστική μορφή.

Μέλη της είναι τα Ελληνικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα και τα Υποκαταστήματα ξένων Τραπεζών στην Ελλάδα, η Τράπεζα της Ελλάδος και το Υπουργείο Οικονομικών (μέσω της Τράπεζας Ελλάδος).

Υπενθυμίζεται ότι μέχρι τη δημιουργία της ΗΔΑΤ «οι αγοραπωλησίες τίτλων του Δημοσίου διεξάγονταν κυρίως στην **εξωχρηματιστηριακή αγορά** από την οποία απουσίαζε η διαφάνεια, η ρευστότητα και η ευελιξία και δε διευκόλυνε το συστηματικό έλεγχο».

Έτσι, τα αποτελέσματα από τη δημιουργία της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων είναι ευεργετικά σε πολλούς τομείς της οικονομίας.

Οι σημαντικότερες επιπτώσεις για την ελληνική οικονομία και για την ελληνική αγορά γενικότερα είναι, κυρίως, οι εξής:

**α) Η διαφάνεια στον τρόπο λειτουργίας της οδηγεί σε αύξηση της εμπορευσιμότητας των τίτλων του Δημοσίου.**

Αυτό συμβάλλει με τη σειρά του σε μείωση των επιτοκίων, η οποία παίζει σημαντικό ρόλο στον περιορισμό των Δημοσίων Ελλειμμάτων.

Από την άλλη, το Υπουργείο Οικονομικών αντλεί άμεσα από την αγορά την απαραίτητη πληροφόρηση για την αποτελεσματική διαχείριση του Δημοσίου Χρέους. Έτσι, συμβάλλει ταυτόχρονα και στην ορθολογικότερη τιμολόγηση των τίτλων.

**β) Η διασύνδεση της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων με διεθνή συστήματα πληροφοριών, όπως είναι το Reuters, κάνοντας γνωστή την Ελληνική Αγορά Τίτλων διεθνώς, συμβάλλει σημαντικά στη διεθνή αναγνώρισή της και στην ένταξή της στις σύγχρονες και οργανωμένες αγορές.**

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι ο αποχαρακτηρισμός της ελληνικής αγοράς ως αναδυόμενης και η κατάταξή της στις ώριμες αγορές και σε συνδυασμό με τις ελκυστικότερες αποδόσεις των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου, σε σύγκριση με τους αντίστοιχους τίτλους άλλων χωρών, δημιούργησε μια από τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την προσέλκυση ξένων επενδυτών.

**γ) Με το νέο τρόπο αποτίμησης των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου σε τρέχουσες τιμές (mark to market), ο οποίος συνοδεύεται από σχετικό δελτίο τιμών που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος, η ελληνική οικονομία και αγορά έκανε ένα ακόμη βήμα προς τις ανεπτυγμένες αγορές και την παγκοσμιοποίηση.**

**δ) Η νέα μέθοδος αποτίμησης των ομολόγων συμβάλλει στη βελτίωση της ποιότητας του ενεργητικού των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.**

Η κυριότερη πρακτική επίπτωση από την αποτίμηση τίτλων του Δημοσίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων με τιμές της αγοράς είναι ότι αυξάνεται η αξιοπιστία αυτού του τομέα επενδύσεων.

Ως εκ τούτου, ο απλός επενδυτής είναι βέβαιος ανά πάσα στιγμή ότι η τρέχουσα αξία της επένδυσής του και οι αποδόσεις της αντανακλούν τις πραγματικές συνθήκες της αγοράς.

Για τους απλούς επενδυτές είναι πλέον ευκολότερο να προβαίνουν σε αγοραπωλησίες τίτλων στη λιανική **δευτερογενή αγορά** γνωρίζοντας τους τίτλους που υπάρχουν στην αγορά και τις τιμές της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων (ΗΔΑΤ), σε σχέση με τις οποίες καθορίζονται και οι τιμές στις οποίες θα μπορούν να κάνουν αυτές τις

συναλλαγές τους.

Ε) Επιπλέον, η **Δευτερογενής Αγορά Τίτλων** αποτέλεσε τον προάγγελο και συνέβαλε στη δημιουργία της **Αγοράς Εταιρικών (Επιχειρηματικών) Ομολόγων**, η οποία μέχρι τον Ιανουάριο του 2000 ήταν αδρανής παρά την πτώση των επιτοκίων, λόγω του υψηλού συντελεστή φορολόγησης που ήταν 20%.

Η φορολογική εξομοίωση (τον Ιανουάριο 2000) των Εταιρικών ομολόγων με αυτά του Δημοσίου (συγκεκριμένα οι τόκοι των Εταιρικών ομολόγων φορολογούνται πλέον με συντελεστή 10%, όπως και τα ομόλογα του Δημοσίου, ενώ είναι αφορολόγητα για τους κατοίκους εξωτερικού) έδωσε τη δυνατότητα για τη δημιουργία μιας αγοράς Εταιρικών Ομολόγων της τάξης των 10 τρις δραχμών σε πρώτη φάση και υπερτριπλάσιου μεγέθους με την πλήρη ανάπτυξή της.

#### 4.14. ΠΕΡΙΛΗΨΗ

- Τα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος είναι βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα με ημερομηνία λήξης ενός έτους ή λιγότερο. Τα χρεόγραφα αυτά διαπραγματεύονται στις αγορές χρήματος. Τα κυριότερα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος είναι τα εξής: τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου (treasury bills), τα Διαπραγματεύσιμα Πιστοποιητικά Καταθέσεων (Negotiable Certificates of deposit), τα Εμπορικά Ομόλογα (Commercial paper), τα χρεόγραφα τραπεζικής αποδοχής ή εγγυητικές επιστολές (banker's acceptance), οι συμφωνίες επαναγοράς (repurchase agreements ή repos), διατραπεζικά κεφάλαια (federal fund).
- Τα χρεόγραφα της αγοράς χρήματος διαφέρουν ανάλογα με τον εκδότη. Συνεπώς, ο βαθμός του πιστωτικού κινδύνου μπορεί να διαφέρει. Επίσης, τα χρεόγραφα αυτά έχουν διαφορετικούς βαθμούς ρευστότητας. Συνεπώς, οι αποδόσεις των χρεογράφων της αγοράς χρήματος διαφέρουν σε ένα συγκεκριμένο σημείο του χρόνου. Γενικά, οι αποδόσεις που αποφέρουν τα χρεόγραφα αυτά είναι χαμηλή λόγω του χαμηλού πιστωτικού κινδύνου και της υψηλής ρευστότητας.
- Πολλοί συμμετέχοντες στην αγορά του χρήματος αγοράζουν και πωλούν χρεόγραφα της αγοράς αυτής. Το Κράτος (Δημόσιο), εμπορικές τράπεζες, επιχειρήσεις και διάφοροι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί καθώς και άτομα. Όλοι αυτοί (οι συμμετέχοντες) ωφελούνται από την πρόσβαση σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις χαμηλού κινδύνου και υψηλής ρευστότητας.
- Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί διαχειρίζονται τη ρευστότητά τους συμμετέχοντας στην αγορά χρήματος. Μπορούν να εκδώσουν χρεό-

148 ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ – ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ

γραφα της αγοράς χρήματος όταν έχουν ελλείψεις μετρητών και χρειάζονται να αυξήσουν τη ρευστότητα. Μπορούν επίσης να πωλήσουν διακρατήσεις χρεογράφων της αγοράς χρήματος για να αποκτήσουν μετρητά.