

Από τα Παραδοσιακά στα 'Εναλλακτικά' Καινοτόμα Χρηματοοικονομικά Εργαλεία

Δικαίος Γεώργιος

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι Χρηματοοικονομικές Επενδύσεις στις Διεθνείς Κεφαλαιαγορές: συλλέγονται, ταξινομούνται και αναλύονται στοιχεία από διεθνείς έγκυρες πηγές (όπως Reuters, Bloomberg, Telerate, Datastream, NYSE, XAA κα.), με έμφαση, μεταξύ άλλων, στην κατανομή και εξειδίκευση των σύγχρονων χρηματοοικονομικών εργαλείων και τη διαχρονική εξέλιξη των επενδεδυμένων κεφαλαίων σύμφωνα με το μέγεθος και την ωριμότητα των αγορών και ακολουθεί συγκριτική στατιστική ανάλυση όπου αναδεικνύεται η οικονομική σημασία των χρηματοοικονομικών προϊόντων ως βασικών παραγόντων ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών.

ΑΝΑΛΥΣΗ

Τα τελευταία 20 χρόνια η εξέλιξη των παραγώγων ήταν ραγδαία σε διεθνές επίπεδο. Το γεγονός αυτό σχετίζεται άμεσα με τις αυξανόμενες ανάγκες των επιχειρήσεων και των συναλλασσόμενων στις διάφορες αγορές. Τις ανάγκες αυτές έρχονται να ικανοποιήσουν με τον καλύτερο τρόπο τα παράγωγα προϊόντα, είτε χρηματιστηριακά (Exchange Traded Derivatives-ETD) είτε εξωχρηματιστηριακά (Over The Counter-OTC). Μία από τις πιο σημαντικές εξελίξεις στην ελληνική αγορά κατά το τελευταίο διάστημα αποτελεί η δημιουργία της *οργανωμένης αγοράς παραγώγων*. Πολλά έχουν γραφτεί στον Τύπο για τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των παράγωγων προϊόντων. Ωστόσο αρκετοί επενδυτές δεν είχαν την ευκαιρία να πληροφορηθούν μερικά βασικά σημεία της νέας αυτής αγοράς. Μέσα από την εκπόνηση θα προσπαθήσουμε να παρουσιάσουμε συνοπτικά και ειδικά από έγκυρες πηγές την κατανομή, εξέλιξη και όλα τα παρελκόμενα της Διεθνούς αγοράς παραγώγων. Η στενή συνεργασία στα πλαίσια των ευρωπαϊκών κοινοτήτων και της Ευρωπαϊκής Ένωσης επέφερε ανεκτίμητα οφέλη στους λαούς των κρατών-μελών. Η ειρήνη εδραιώθηκε ανάμεσα σε χώρες που αιματοκυλίστηκαν ως αντίπαλες επί αιώνες. Οι πόλεμοι ανάμεσα σε κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης φαίνεται ότι έχουν εξοβελιστεί οριστικά. Για μεγάλο χρονικό διάστημα η κοινωνική πρόνοια και η ευημερία των κρατών-μελών βελτίωσαν σημαντικά τη ζωή όλων όσων συμμετείχαν. Η εσωτερική αγορά και η κατάργηση των εσωκοινοτικών συννοριακών ελέγχων επέφεραν ουσιαστικά οφέλη στους πολίτες μέχρι και τη δεκαετία του '80.

ΞΕΚΙΝΩΝΤΑΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΜΕ ΤΙΣ ΔΙΕΥΡΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΙΣ ΝΑ ΣΤΗΡΙΖΟΥΝ ΤΟ ΕΠΟΜΕΝΟ ΣΤΑΔΙΟ ΤΗΣ ΑΙΣΙΟΔΟΞΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

**Η μεταβλητότητα της αγοράς καθιστά καίρια την επιλογή τίτλων για το 2007
Υψηλότερη απόδοση αναμένεται από μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης και υψηλής ποιότητας
έναντι χαμηλής κεφαλαιοποίησης και χαμηλής ποιότητας**

**Η οικονομία των ΗΠΑ θα κινηθεί σε τροχιά ομαλής επιβράδυνσης,
Ενώ η ανάπτυξη εκτός ΗΠΑ διατηρεί υψηλότερους ρυθμούς
Ελκυστικές οι προοπτικές για τις μετοχές της Ιαπωνίας και της Λατινικής Αμερικής**

**Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αναμένεται να μειώσει τα επιτόκια στο πρώτο εξάμηνο,
αντιδρώντας στην ύφεση λόγω της αγοράς στέγης και στη μείωση του πληθωρισμού**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ



ΓΕΝΙΚΑ ΔΙΕΘΝΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΔΡΩΜΕΝΑ ΤΟΥ ΕΤΟΥΣ 2007

Ξεκινάμε από την κύρια και σπουδαία οικονομία των ΗΠΑ που βρίσκεται σε τροχιά ομαλής επιβράδυνσης και ο πληθωρισμός παραμένει υπό έλεγχο, οι διευρυμένες αποτιμήσεις των μετοχών θα τροφοδοτήσουν την επόμενη φάση της αισιόδοξης αγοράς για το 2007, οδηγώντας ένα ακόμη καλό έτος για τις μετοχές, σύμφωνα με τον Robert C. Doll, Αντιπρόεδρο και Γενικό Διευθυντή Επενδύσεων των Παγκόσμιων Μετοχών της BlackRock, Inc. (NYSE: BLK), της κορυφαίας εταιρείας διαχείρισης παγκόσμιων επενδύσεων. (www.pkfunds.gr www.derivatives.gr)

Πιστεύεται ότι το 2007-2008 πιθανόν να χαρακτηριστεί και από μια αυξημένη μεταβλητότητα της αγοράς, η οποία δημιουργεί «ισχυρές αποκλίσεις» στην απόδοση μεταξύ των τομέων με την καλύτερη και τη χειρότερη απόδοση στην αγορά, καθιστώντας καθοριστική την αποτελεσματική επιλογή τίτλων. Το νέο έτος ξεκινά με εξαιρετικά υψηλά επίπεδα ρευστότητας σε παγκόσμιο επίπεδο, την παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη να παραμένει έντονη παρά την ύφεση στις ΗΠΑ, τα εταιρικά κέρδη στα υψηλότερα ιστορικά επίπεδα, χαμηλό πληθωρισμό και επιτόκια και σχετικά υψηλή επενδυτική εμπιστοσύνη. «Παρότι εξακολουθούν να υφίστανται αρκετοί κίνδυνοι, πιστεύουμε ότι, δεδομένου αυτού του περιβάλλοντος, το 2007 θα είναι ακόμη ένα καλό έτος για τις αγορές των μετοχών, αν και δεν θα λείψουν οι πιθανές αντιξοότητες στην πορεία». (www.iraj.gr)

1.1 Ενισχυμένη ελκυστικότητα των μετοχών βάσει σημερινών αποτιμήσεων

Σε ετήσια έκθεσή με τίτλο “*Ten Predictions*” (Δέκα προβλέψεις) για το ερχόμενο έτος για τις χρηματαγορές και την οικονομία από το 2001, σημειώνεται ότι η αξία των μετοχών είναι πολύ καλή σήμερα, ιδιαίτερα λόγω της σημαντικής συμπίεσης των επιπέδων αποτιμήσεων από τα άκρως υψηλά εταιρικά κέρδη των τελευταίων ετών, σε συνδυασμό με τις καλές, αλλά όχι θεαματικές αποδόσεις των μετοχών.

Οι δείκτες τιμών προς κέρδη για τον δείκτη S&P 500® Index βρίσκονται αυτή τη στιγμή στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων 12 ετών. «Κατά τη γνώμη μας, το δεύτερο μισό της αισιόδοξης αγοράς αναμένεται να τροφοδοτηθεί από διευρυμένες αποτιμήσεις, με τους δείκτες τιμών/ κέρδη να αυξάνονται για πρώτη φορά σε διάστημα έξι ετών».

Επίσης, τα υψηλά επίπεδα ρευστότητας και τα μεγάλα μεγέθη διαθέσιμων στους εταιρικούς ισολογισμούς αναμένεται να προσφέρουν ένα ακόμη έτος σημαντικών για την αγορά αυξήσεων στα μερίσματα, επαναγορές μετοχών καθώς και συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Βασικό στοιχείο προκειμένου να διατηρηθεί αυτή η προοπτική είναι το σενάριο περί ομαλής επιβράδυνσης να εξελιχθεί όπως αναμένουμε και ο πληθωρισμός να παραμείνει σε ελεγχόμενα επίπεδα. «Σε περίπτωση που η οικονομία παρουσιάσει μεγαλύτερη ύφεση από την αναμενόμενη ή σε

περίπτωση επανεμφάνισης πληθωριστικών κινδύνων, θα πρέπει να περιμένουμε χαμηλότερη απόδοση της αγοράς».(Απόσπασμα σε άρθρο του Doll Ιανουάριος 2007 στο (www.reporter.gr))

1.2 Καθοριστική η επιλογή τίτλων καθώς αυξάνεται η μεταβλητότητα της αγοράς Δυνατότητα προσέγγισης των διεθνών μετοχών από τις εγχώριες

Τα τελευταία χρόνια, παρατηρείται ότι οι διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ κλάδων και μεμονωμένων μετοχών με την υψηλότερη και τη χαμηλότερη απόδοση υπήρξαν μικρές. Ωστόσο, πιστεύεται ότι η τάση αυτή θα ολοκληρωθεί το 2007, καθώς η μεταβλητότητα της αγοράς δημιουργεί μεγαλύτερες αποκλίσεις στην απόδοση, και καθιστά την αποτελεσματική επιλογή τίτλων ακόμη πιο σημαντικό στοιχείο της διαδικασίας επενδύσεων.

Η επιβραδυνόμενη παγκόσμια οικονομία, τα αυξανόμενα παγκόσμια επιτόκια και η πιθανότητα απρόβλεπτων γεωπολιτικών εξελίξεων θα συμβάλλουν στην αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές παγκοσμίως. Κατά τη γνώμη μας, οι εταιρείες που έχουν τη μεγαλύτερη δυνατότητα να αξιοποιήσουν το περιβάλλον που επικρατεί είναι αυτές που έχουν έκθεση σε ξένες πωλήσεις, δυνατότητα να αυξήσουν τα μερίσματά τους και που γενικώς παρουσιάζουν μεγαλύτερα μεγέθη και υψηλότερη ποιότητα. Παράλληλα, αν και η συνεχιζόμενη υψηλή απόδοση των διεθνών μετοχών αναμένεται να διατηρηθεί, είναι πιθανό η επί σειρά ετών υψηλότερη απόδοσή τους έναντι των εγχώριων να φτάσει στο τέλος της.

«Τα τελευταία χρόνια, οι αγορές των ΗΠΑ υπολείπονταν σταθερά των διεθνών αγορών και, κατά συνέπεια, οι αποτιμήσεις των μετοχών των ΗΠΑ εμφανίζονται πιο ελκυστικές». Παρόμοιος είναι και ο λόγος για τον οποίο διατηρείται σχετικά υψηλή τοποθέτηση στις μετοχές της Ιαπωνίας. Επίσης, ευνοούμενες είναι και οι αγορές της Λατινικής Αμερικής, οι οποίες θεωρούμε ότι μπορούν να επωφεληθούν από έναν ευνοϊκό συνδυασμό μειούμενων επιπέδων πληθωρισμού, σχετικά υψηλής ανάπτυξης κερδών και αξιοπρεπών αποτιμήσεων. (Απόσπασμα σε άρθρο του Doll Ιανουάριος 2007 στο www.reporter.gr)

1.3 Η παγκόσμια οικονομία σε πρώτο ρόλο Πιθανότητα μείωσης επιτοκίων στις ΗΠΑ

Το 2007 η παγκόσμια οικονομία συνεχίζει να ακολουθεί πολλές από τις τάσεις που χαρακτήρισαν το 2006. Κατά κύριο λόγο, πιστεύουμε ότι η ανάπτυξη των ΗΠΑ γενικότερα και η κατανάλωση των ΗΠΑ ειδικότερα θα δώσουν τη θέση τους ως βασικοί οικονομικοί παράγοντες στις επιχειρηματικές επενδύσεις, τις εξαγωγές και άλλες πηγές ανάπτυξης εκτός ΗΠΑ «Τα εταιρικά κέρδη αναμένεται να παραμείνουν θετικά, χάρη στα σταθερά εταιρικά θεμελιώδη στοιχεία και τους καλούς ισολογισμούς, καθώς και στην οικονομική ανάπτυξη εκτός ΗΠΑ, αλλά τα ποσοστά κερδών μάλλον θα σημειώσουν σημαντική πτώση, καθώς είναι δύσκολο να διατηρηθούν τα ιστορικά υψηλά περιθώρια κέρδους».

Επίσης αναμένονται κάποιες επιπλέον θετικές συγκυρίες για τις μετοχές, λόγω πιθανών κινήσεων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας για μείωση των επιτοκίων προς το τέλος του 2007 και αρχές του 2008, δεδομένης της τρέχουσας ύφεσης της οικονομίας των ΗΠΑ που υποκινείται από την αγορά στέγης και της αναμενόμενης, συνεχιζόμενης μείωσης των πληθωριστικών πιέσεων.

Ωστόσο, αναγνωρίζουμε ότι, σε περίπτωση ευχάριστων εκπλήξεων ως προς τον πληθωρισμό ή εντονότερης από την αναμενόμενη οικονομικής ανάπτυξης, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ θα κινηθεί διστακτικά ως προς τη μείωση των επιτοκίων, ενώ υπάρχει ακόμη και η πιθανότητα η επόμενη κίνηση να είναι περαιτέρω σύσφιξη.(Απόσπασμα σε άρθρο του Doll Ιανουάριος 2007 στο www.reporter.gr)

1.3.1 Οι προβλέψεις για το 2007

Ακολουθούν οι δέκα προβλέψεις για το 2007 ("Ten Predictions for 2007"), μαζί με τα σχόλιά για τις κύριες τάσεις.

- 1. Η οικονομία των ΗΠΑ παρουσιάζει ύφεση της τάξης 2% με 2,5% στους ρυθμούς ανάπτυξης, καθώς η ανάπτυξη εκτός ΗΠΑ παραμένει σχετικά έντονη.**

Αναμένουμε ότι η αποδυναμωμένη αγορά στέγης θα χρεώσει το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) των ΗΠΑ κατά 0,1% περίπου για το 2007. Πρόκειται οπωσδήποτε για σημαντικό στοιχείο, αλλά όχι τόσο σημαντικό, κατά τη γνώμη μας, ώστε να προκαλέσει ύφεση. Εκτός των ΗΠΑ, αναμένουμε ότι η οικονομική ανάπτυξη θα συνεχίσει σε σχετικά υψηλά επίπεδα, με το παγκόσμιο ΑΕΠ να διευρύνεται κατά 4% με 4,5%.

2. Η ανάπτυξη κερδών στις Ηνωμένες Πολιτείες υπολείπεται του μέσου όρου για πρώτη φορά μετά το 2001.

Βάσει ιστορικών μεγεθών, το μέσο ποσοστό αύξησης των κερδών τοποθετείται στο 7%, και αναμένουμε ότι τα επίπεδα κερδών για το 2007 θα υπολείπονται ελαφρώς αυτού του ποσοστού. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι δεν προβλέπουμε μείωση των κερδών ή ύφεση, αλλά μάλλον ένα χαμηλότερο επίπεδο ανάπτυξης.

3. Η καμπύλη απόδοσης των ΗΠΑ κινείται ελαφρώς θετικά, καθώς τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια μειώνονται και τα μακροπρόθεσμα αυξάνονται.

Εάν επέλθει η ομαλή επιβράδυνση και τα επίπεδα του πληθωρισμού παραμείνουν υπό έλεγχο, αναμένουμε ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα μειώσει τα επιτόκια στα μέσα του 2007. Όσον αφορά τις πιο μακροπρόθεσμες αποδόσεις, πιστεύουμε ότι δεν θα κινηθούν σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα, ενώ αναμένουμε ότι θα τοποθετηθούν υψηλότερα στη διάρκεια του έτους. Κατά συνέπεια, αναμένουμε ένα σχετικά μέτριο έτος για τα στοιχεία σταθερού εισοδήματος.

4. Ακόμη ένα καλό έτος για τις μετοχές, καθώς οι δείκτες τιμών προς κέρδη διευρύνονται για πρώτη φορά μετά από έξι χρόνια.

Κατά τη γνώμη μας, το δεύτερο μισό της αισιόδοξης αγοράς μάλλον θα τροφοδοτηθεί από διευρυνόμενες αποτιμήσεις. Επιπλέον, η καλή ανάπτυξη οικονομίας και κερδών (αν και ηπιότερη), ο χαμηλός πληθωρισμός, οι ισχυρές ταμειακές ροές, η άφθονη ρευστότητα και η πιθανότητα μειώσεων των επιτοκίων διαμορφώνουν ένα πολύ καλό περιβάλλον για τις μετοχές το 2007.

5. Η μέση μετοχή σημειώνει χαμηλότερη απόδοση έναντι του μέσου όρου της ευρύτερης αγοράς, καθώς οι μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης και υψηλής ποιότητας ξεπερνούν σε απόδοση τις μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης και χαμηλής ποιότητας.

Οι μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης σημειώνουν ελκυστικές αποτιμήσεις συγκριτικά με αυτές τις χαμηλής κεφαλαιοποίησης, και τους τελευταίους μήνες έχουν αρχίσει να παρουσιάζουν υψηλότερα επίπεδα ανάπτυξης κερδών. Κατά τη γνώμη μας, αυτό υποδηλώνει τάση για υψηλή απόδοση των μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης. Παρομοίως, οι μετοχές υψηλότερης ποιότητας εμφανίζονται σχετικά υποτιμημένες και μπορεί να τοποθετηθούν για καλύτερη απόδοση. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, η τάση των μετοχών ανάπτυξης είναι απόδοση υψηλότερη της αξίας, οπότε, από άποψη προσανατολισμού, ευνοούμε την ανάπτυξη.

6. Οι τομείς ενέργειας, υγειονομικής περίθαλψης και πληροφορικής σημειώνουν υψηλότερη απόδοση έναντι κοινωφελών υπηρεσιών, τηλεπικοινωνιών και καταναλωτικών αγαθών οικιακής χρήσης.

Οι τομείς τεχνολογίας και υγειονομικής περίθαλψης παρουσιάζουν εξίσου ελκυστικά επίπεδα αποτιμήσεων και οι εταιρείες αυτών των τομέων εμφανίζουν υψηλότερα επίπεδα διαθεσίμων στους ισολογισμούς τους. Επιπλέον, οι εταιρείες τεχνολογίας έχουν σημαντική έκθεση στις ταχέως αναπτυσσόμενες αγορές εκτός ΗΠΑ, ενώ, καθώς τα έξοδα περίθαλψης αυξάνονται και οι δαπάνες αντιστοιχούν σε μεγαλύτερα ποσοστά του ΑΕΠ, ο τομέας της υγειονομικής περίθαλψης έχει καλή τοποθέτηση για το μέλλον. Η συνεχιζόμενη υψηλή ζήτηση για πετρέλαιο και άλλες πηγές ενέργειας, οι περιορισμοί ικανότητας και παραγωγής και η πιθανότητα απρόβλεπτων αυξήσεων στις τιμές αγαθών ενέργειας υποδηλώνουν στο σύνολό τους ότι οι εταιρείες ενέργειας ενδέχεται να σημειώσουν ένα ακόμη καλό έτος.

7. Το δολάριο ΗΠΑ με στάθμιση βάσει εμπορίου κινείται προς τα χαμηλότερα επίπεδα της δεκαετίας.

Η ηπιότερη απόλυτη και σχετική οικονομική ανάπτυξη των ΗΠΑ, η πιθανότητα μείωσης των επιτοκίων από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα ενώ οι ξένες κεντρικές τράπεζες συνεχίζουν πολιτικές σύσφιξης και τα δυσμενή εμπορικά και οικονομικά ισοζύγια μάλλον συντείνουν σε συνεχιζόμενη πτώση της αξίας του δολαρίου.

8. Η Ιαπωνία είναι η μόνη βασική χώρα που παρουσιάζει αυξημένη ονομαστική ανάπτυξη, με αποτέλεσμα υψηλή απόδοση των αγορών μετοχών.

Τα υψηλά επίπεδα ρευστότητας, η ισχυρή ανάπτυξη απασχόλησης, αυξήσεις στην παραγωγικότητα, τα υψηλά επίπεδα εξαγωγών προς αναπτυσσόμενες ασιατικές αγορές και τα εύλογα επίπεδα των αποτιμήσεων αναμένεται να διαμορφώσουν ένα σταθερό περιβάλλον για τις μετοχές της Ιαπωνίας το 2007.

9. Η μεταβλητότητα και τα περιθώρια αποδόσεων σημειώνουν άνοδο μετά τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα.

Παρότι οι αγορές των μετοχών υπέστησαν σημαντική διόρθωση προ της έντονης ανάκαμψής τους το 2006, τα τελευταία χρόνια τα τεχνικά μέτρα περί μεταβλητότητας και περιθωρίων αποδόσεων υπήρξαν αρκετά ήπια, γεγονός που σημαίνει ότι οι διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ ολόκληρων τομέων και μεταξύ μεμονωμένων μετοχών με τις υψηλότερες και τις χαμηλότερες αποδόσεις ήταν μικρές. Αναμένουμε ότι αυτή η τάση θα ολοκληρωθεί εντός του 2007, καθώς η επιβραδυνόμενη παγκόσμια οικονομία, τα αυξανόμενα παγκόσμια επιτόκια και η πιθανότητα απρόβλεπτων γεωπολιτικών εξελίξεων συμβάλλουν στην αυξημένη μεταβλητότητα των αγορών.

10. Αναγέννηση της λαϊκής πολιτικής στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Αναμένουμε ότι θέματα όπως η αύξηση του βασικού μισθού, η εξάλειψη της ευνοϊκής φορολογικής μεταχείρισης μερισμάτων και κεφαλαιουχικών κερδών και οι εκκλήσεις για πιο προστατευτικές εμπορικές πολιτικές θα βρεθούν στο επίκεντρο για το 2007. Αν και φαίνεται πιθανή η εφαρμογή της αύξησης του βασικού μισθού, πιστεύουμε ότι θα υπάρξουν σημαντικές δυσκολίες προκειμένου οι περισσότερες από αυτές τις πρωτοβουλίες να μετατραπούν σε νόμους. Οπωσδήποτε, τέτοιου είδους ζητήματα ενέχουν την πιθανότητα αρνητικής δημοσιότητας, καθώς οι επενδυτές αξιολογούν τον πιθανό αντίκτυπο αυτών των πολιτικών στις χρηματοοικονομικές αγορές. (www.allaboutdex.gr)

1.3.2 Μια συγκριτική μελέτη για το 2006 σε σχέση με το 2007

Μια ανακεφαλαίωση λοιπόν των 10 προβλέψεών του για το 2006, παράλληλα με ένα ουσιαστικό και περιεκτικό σχόλιο για κάθε πρόβλεψη και μια αξιολόγηση των πραγματικών αποτελεσμάτων. Εάν υπάρχει κάτι που χαρακτηρίζει γενικότερα τα αποτελέσματά για το 2006, αυτό είναι ότι, κατά κύριο λόγο, οι προβλέψεις για την κατεύθυνση της οικονομίας και των κεφαλαιαγορών επαληθεύτηκαν, ότι μάλλον βασίστηκαν σε λάθος και βεβιασμένη πρόβλεψη για χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης κερδών και υψηλής απόδοσης για τις μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης.

1. Η ευρύτερη οικονομία των ΗΠΑ παρουσιάζει μείωση της ανάπτυξης στο 3%, καθώς οι καταναλωτικές δαπάνες αποδυναμώνονται και οι κεφαλαιουχικές δαπάνες είναι σχετικά υψηλές.

Σαφώς, η αποδυναμωμένη αγορά στέγης έχει επηρεάσει αρνητικά τη συνολική οικονομική ανάπτυξη στις ΗΠΑ, αλλά είναι αρκετοί οι τομείς ανάπτυξης που έχουν διατηρηθεί, και δεν συμφωνούμε με προβλέψεις περί ύφεσης. Αν και τα τελικά μεγέθη θα παρουσιαστούν μετά από καιρό, η ανάπτυξη του ΑΕΠ για το 2006 δείχνει ότι θα σταθεροποιηθεί στο επίπεδο του 3%(ορθό).

2. Τα κέρδη δεν ανταποκρίνονται στις γενικές προσδοκίες για διψήφια ποσοστά κερδών.

Τα κέρδη του πρώτου, δεύτερου και τρίτου τριμήνου τοποθετήθηκαν σαφώς σε επίπεδα διψήφιων ποσοστών και προς το παρόν φαίνεται ότι η ανάπτυξη κερδών για το τέταρτο τρίμηνο θα ανέλθει στο 10%. Ωστόσο, σύμφωνα με ενδείξεις για περαιτέρω πορεία, η ανάπτυξη των εταιρικών κερδών για το 2007 θα παρουσιάσει μείωση(μια καθαρά λανθασμένη εκτίμηση).

3. Η καμπύλη αποδόσεων στις ΗΠΑ παρουσιάζει αναστροφή για πρώτη φορά μετά το 2000, ενώ τα δεκαετή κρατικά χρεόγραφα διακινούνται όλο το έτος στο 4 με 4,99%.

Η καμπύλη απόδοσης πράγματι σημείωσε αναστροφή στην αρχή του έτους και παρέμεινε στην πορεία αυτή για το μεγαλύτερο διάστημα του 2006, καθώς η Ομοσπονδιακή Τράπεζα αύξησε τέσσερις φορές τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια και οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις παρέμειναν σχετικά

σταθερές. Ενώ η απόδοση των δεκαετών κρατικών χρεογράφων παρέμεινε στην κλίμακα του 4,5% με 5,0% για το μεγαλύτερο διάστημα του έτους, ξεπέρασε το όριο του 5% για μερικούς μήνες την άνοιξη(ορθό κατά το ήμισυ).

4. Η αγορά μετοχών των ΗΠΑ υπέστη την πρώτη της διόρθωση κατά 10% μετά το 2002, προετοιμάζοντας το έδαφος για το δεύτερο μισό της αισιόδοξης αγοράς.

Οι μετοχές δέχτηκαν σημαντική διόρθωση στα τέλη της άνοιξης με αρχές καλοκαιριού, με τη μέση μετοχή των ΗΠΑ να παρουσιάζει πτώση της τάξης του 12% και τις μετοχές εκτός ΗΠΑ να δέχονται ακόμη μεγαλύτερο πλήγμα. Έκτοτε οι μετοχές έχουν παρουσιάσει σημαντική ανάκαμψη και, κατά τη γνώμη μας, πρόκειται για την αρχή του δεύτερου μισού μιας ακόμη πιο μακροπρόθεσμης αισιόδοξης αγοράς(ορθό).

5. Οι μετοχές ανάπτυξης σημειώνουν υψηλότερη απόδοση από τις μετοχές αξίας και οι μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης ξεπερνούν τις μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης για πρώτη φορά μετά το 1999.

Καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, η διαφορά απόδοσης μεταξύ μετοχών χαμηλής και υψηλής κεφαλαιοποίησης δεν ήταν ιδιαίτερα σημαντική. Όμως οι μετοχές αξίας ξεπέρασαν σαφώς τις μετοχές ανάπτυξης το 2006, με τον δείκτη Russell 1000 Value Index να παρουσιάζει δωδεκάμηνη απόδοση της τάξης του 22,25% και τον δείκτη Russell 1000 Growth Index να σημειώνει άνοδο κατά 9,07%. Αυτά τα μεγέθη, ωστόσο, επισκιάζουν το γεγονός ότι η διόρθωση της αγοράς στο μέσο του έτους έφερε στην πρώτη θέση τους τίτλους υψηλής κεφαλαιοποίησης, υψηλότερης ποιότητας με μεγαλύτερη δυνατότητα αξιολόγησης έναντι των μετοχών χαμηλής κεφαλαιοποίησης, χαμηλότερης ποιότητας και κυκλικού χαρακτήρα. Κατά τη γνώμη μας, οι τάσεις αυτές ενδέχεται να συνεχιστούν και το 2007(εσφαλισμένο συμπέρασμα).

6. Το δολάριο ΗΠΑ συνεχίζει την πτωτική πορεία του.

Για το μεγαλύτερο διάστημα του 2006, το δολάριο ΗΠΑ υπέστη μια σταδιακή αποδυνάμωση, αλλά η τάση αυτή ενισχύθηκε έντονα τους τελευταίους μήνες του έτους. Ο κύριος παράγοντας της πτώσης του δολαρίου ήταν οι υψηλότεροι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης εκτός των ΗΠΑ (κυρίως στην Ευρώπη) και οι αποκλίσεις στις τάσεις των επιτοκίων. Για το μέλλον αναγνωρίζουμε ότι μπορεί να υφίστανται ακόμη οι θεμελιώδεις παράγοντες που ωθούν το δολάριο σε ακόμη χαμηλότερα επίπεδα, αλλά δεν πιστεύουμε ότι η αξία του δολαρίου θα φτάσει σε σημείο που να προκαλέσει σοβαρή διατάραξη της οικονομίας.(ορθό με βάση τα στατιστικά του τρέχοντος 2007)

7. Οι αγορές μετοχών εκτός ΗΠΑ, με επικεφαλής αυτές της Ασίας, σημειώνουν υψηλότερη απόδοση έναντι των μετοχών των ΗΠΑ για πέμπτη συνεχόμενη χρονιά.

Και πάλι, οι αγορές εκτός ΗΠΑ σημείωσαν υψηλότερη απόδοση έναντι των αμερικανικών. Οι ευρωπαϊκές αγορές, όπου τόσο οι ανεπτυγμένες όσο και οι αναδυόμενες αγορές παρουσίασαν θετικές αποδόσεις, εμφανίστηκαν σαφώς ισχυρές, αλλά στις πρώτες θέσεις συγκαταλέγονται και πολλές ασιατικές αγορές (με προφανή την εξαίρεση της Ιαπωνίας)(ορθό).

8. Οι έντονες ταμειακές ροές οδηγούν σε ένα ακόμη έτος υψηλών αυξήσεων μερισμάτων, επαναγορών μετοχών καθώς και συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Τα υψηλά επίπεδα μερισμάτων, οι επαναγορές μετοχών και κυρίως οι συγχωνεύσεις και εξαγορές συνέβαλαν στην τοποθέτηση των αγορών μετοχών σε υψηλότερα επίπεδα για το 2006. Πράγματι, το 2006 υπήρξε το έτος με τον μεγαλύτερο αριθμό συγχωνεύσεων και εξαγορών, με το σύνολο των συμφωνιών που ανακοινώθηκαν σε όλο τον κόσμο να ανέρχεται σε 3,79 τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ, σύμφωνα με την Thomson Financial(ορθό).

9. Οι τιμές των εμπορευμάτων θα είναι υψηλότερες το 2006 συγκριτικά με το 2005.

Η μεταβλητότητα στις τιμές των εμπορευμάτων αυξήθηκε το 2006. Την έντονα ανοδική πορεία κατά το πρώτο εξάμηνο ακολούθησε απότομη διόρθωση το καλοκαίρι, με εν συνεχεία ανάκαμψη, αλλά συνολικά οι τιμές των περισσότερων εμπορευμάτων κινήθηκαν υψηλότερα κατά το έτος.(ορθό)

10. Οι Ρεπουμπλικάνοι διατηρούν τον έλεγχο του Κογκρέσου, αλλά χάνουν ποσοστό από το προβάδισμά τους στις ενδιάμεσες εκλογές του 2006.

Αυτό που συνέβη στις εκλογές ήταν το ακριβώς αντίθετο, με τους Δημοκρατικούς να παίρνουν τη νίκη με μικρή διαφορά στο Κογκρέσο. Το πολιτικό περιβάλλον που επικρατεί εμφανίζεται περίπλοκο, με αβέβαιο νομοθετικό πρόγραμμα, αυξημένη κομματική δυσαρέσκεια και την προετοιμασία για τις εκλογές του 2008 να έχει ήδη ξεκινήσει.

(www.allaboutadex.gr)

1.4 Η επικείμενη αντίδραση των επενδυτών

Οι επενδυτές περί στενής συνεργασίας με τους χρηματοοικονομικούς τους συμβούλους προκειμένου να εξασφαλίσουν ότι τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια έχουν σχεδιαστεί ώστε να ανταποκρίνονται στους μακροπρόθεσμους στόχους τους, πρέπει να ακολουθήσουν οδηγίες περί επενδύσεων για το 2007 που να τους εξασφαλίζουν στο μέγιστο δυνατό:

- **Μετοχές με υψηλή τοποθέτηση:** Πιστεύουμε ότι οι μετοχές παρουσιάζουν ελκυστική αποτίμηση συγκριτικά με άλλες κατηγορίες αξιών (ιδιαίτερα τις ομολογίες) και ότι οι επενδυτές θα πρέπει να εξετάσουν το ενδεχόμενο υψηλών τοποθετήσεων στο χαρτοφυλάκιο τους, όταν κρίνεται κατάλληλο.
- **Εξέταση κατηγοριών μετοχών και ανάλογων τομέων στις ΗΠΑ:** Σε ένα περιβάλλον επιβραδυνόμενης οικονομικής ανάπτυξης, συνιστάται να εστιάζεται σε αμοιβαία κεφάλαια ή άλλα επενδυτικά μέσα που επικεντρώνονται σε μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης ή και υψηλότερης ποιότητας. Επιπλέον, πιστεύουμε ότι οι επενδύσεις που εστιάζουν στους τομείς ενέργειας, υγειονομικής περίθαλψης ή και τεχνολογίας ενδεχομένως να παρουσιάσουν ελκυστικές ευκαιρίες εντός του 2007 και 2008.
- **Διατήρηση παγκόσμιας τοποθέτησης:** Επιπλέον του οφέλους διαφοροποίησης που παρέχει η διεθνής επένδυση, πιστεύεται ότι τα θεμελιώδη στοιχεία για τις μετοχές εκτός ΗΠΑ παραμένουν σχετικά σταθερά, ειδικά εάν το δολάριο ΗΠΑ συνεχίσει να αποδυναμώνεται. Πιο συγκεκριμένα, ιδιαίτερος ευνοϊκή είναι η προοπτική για τις μετοχές της Ιαπωνίας και της Λατινικής Αμερικής.
- **Επενδύσεις σε εμπορεύματα και άλλα μη συνδεδεμένα προϊόντα:** Όπως αποδείχτηκε το 2006, τα εμπορεύματα μπορούν να παρουσιάσουν σημαντική μεταβλητότητα, αλλά πιστεύουμε ότι τα θεμελιώδη στοιχεία για τις επενδύσεις σε εμπορεύματα παραμένουν σταθερά. Επίσης, οι επενδύσεις σε εμπορεύματα και εναλλακτικά προϊόντα μπορούν να προσφέρουν αποδόσεις που δεν συσχετίζονται με μετοχές και ομολογίες, γεγονός που τις καθιστά πολύτιμο εργαλείο διαφοροποίησης. Μην ξεχνάτε, ωστόσο, ότι οι επενδύσεις αυτές ενέχουν ειδικούς κινδύνους και δεν απευθύνονται σε όλους.
- **Τήρηση στις βασικές αρχές:** Σε ένα περιβάλλον που μπορεί να χαρακτηριστεί από ανανεωμένη μεταβλητότητα, ίσως είναι δύσκολο να καθορίσουμε μια επενδυτική στρατηγική και να τη διατηρήσουμε. Όπως πάντα, παροτρύνεται η στενή συνεργασία με χρηματοοικονομικό σύμβουλο και να βασίζεστε στις κύριες επενδυτικές στρατηγικές της πλήρους επένδυσης και εστίασης στη διαφοροποίηση.

(Investment Research & Analysis Journal) www.iraj.gr

1.5 Σχετικά με την BlackRock

Η BlackRock είναι μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες διαχείρισης εισηγμένων επενδύσεων στον κόσμο, με στοιχεία ενεργητικού υπό διαχείριση που ανέρχονται σε 1,075 τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ. Η εταιρεία διαχειρίζεται στοιχεία ενεργητικού για λογαριασμό ιδρυμάτων και ιδιωτών σε όλο τον κόσμο μέσα από μια σειρά μετοχών και προϊόντων σταθερού εισοδήματος, διαχείρισης διαθεσίμων και εναλλακτικών επενδύσεων. Επιπλέον, ένας αυξανόμενος αριθμός θεσμικών επενδυτών χρησιμοποιεί το σύστημα επενδύσεων *BlackRock Solutions*[®], υπηρεσίες διαχείρισης κινδύνου και χρηματοοικονομικές συμβουλευτικές υπηρεσίες. Έχοντας την έδρα της στην πόλη της Νέας Υόρκης, η εταιρεία απασχολεί περισσότερους από 4700 υπαλλήλους σε 18 χώρες και έχει σημαντική παρουσία σε κύριες παγκόσμιες αγορές που περιλαμβάνουν τις ΗΠΑ, την Ευρώπη, την Ασία, την Αυστραλία και τη Μέση Ανατολή. Για περισσότερες πληροφορίες, παρακαλούμε επισκεφτείτε την ιστοσελίδα της εταιρείας (www.blackrock.com.)

Το παρόν πληροφοριακό υλικό δεν αποτελεί συμβουλές επενδύσεων και δεν παρουσιάζεται ως επιβεβαίωση οποιασδήποτε συγκεκριμένης επένδυσης. Οι επενδύσεις ενέχουν κινδύνους. Οι διεθνείς επενδύσεις ενέχουν επιπρόσθετους κινδύνους, συμπεριλαμβανομένων κινδύνων που αφορούν συνάλλαγμα, περιορισμένη ρευστότητα, μειωμένο κυβερνητικό έλεγχο και την πιθανότητα ουσιαστικής μεταβλητότητας λόγω αντίξοων πολιτικών, οικονομικών ή άλλων εξελίξεων. Οι δύο βασικοί κίνδυνοι που σχετίζονται με την επένδυση σε προϊόντα σταθερού εισοδήματος είναι ο κίνδυνος επιτοκίων και ο πιστωτικός κίνδυνος. Συνήθως, όταν αυξάνονται τα επιτόκια, σημειώνεται αντίστοιχη μείωση στην αγοραία αξία των ομολογιών. Ο πιστωτικός κίνδυνος αφορά την πιθανότητα ο εκδότης της ομολογίας να μην είναι σε θέση να πραγματοποιήσει πληρωμές κεφαλαίου και τόκων. Οι πληροφορίες και απόψεις απορρέουν από ιδιόκτητες και μη ιδιόκτητες πηγές.

Εκδίδεται από την BlackRock Investment Management (UK) Limited (εγκρίνεται και εποπτεύεται από την Αρχή Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών). Εγγεγραμμένη έδρα: 33 King William Street, London, EC4R 9AS. Είναι εγγεγραμμένη στην Αγγλία με αριθμό 2020394. Τηλ.: 020 7743 3000. Για τη δική σας προστασία, οι τηλεφωνικές συνομιλίες συνήθως καταγράφονται. Η BlackRock είναι εταιρική επωνυμία της BlackRock Investment Management (UK) Limited. Εκδόθηκε στην Ελβετία από το γραφείο αντιπροσώπου, BlackRock Investment Management (UK) Limited (London), Παράρτημα Ζυρίχης, Dreikönigstrasse 31a, 8002 Zurich, όπου διατίθενται δωρεάν το Ενημερωτικό Δελτίο, το Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο, το Καταστατικό της Εταιρείας, η Ετήσια Έκθεση και η Ενδιάμεση Έκθεση. Ο Πράκτορας Πληρωμών στην Ελβετία είναι η HSBC Private Bank (Suisse) S.A., Paradeplatz 5, CH-8022 Zurich, Switzerland. Εκδίδεται στο Χονγκ Κονγκ από την BlackRock (Hong Kong) Limited. Το παρόν πληροφοριακό υλικό εκδίδεται στη Σιγκαπούρη από την BlackRock (Singapore) Limited.

Το σήμα **S&P 500** αποτελεί σήμα κατατεθέν της The McGraw-Hill Companies, Inc.

©2007 BlackRock, Inc. Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος.
(Derivatives.gr) www.derivatives.gr

ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΗΣ ΖΩΝΗΣ ΕΥΡΩ

2.1 Γενική εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ

Η διαδικασία ανάπτυξης και ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ επιταχύνθηκε αισθητά τα τελευταία χρόνια. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται σε τρεις αλληλοσυνδεδεμένους παράγοντες: (i) η παγκοσμιοποίηση, με κινητήριες δυνάμεις την απελευθέρωση των διεθνών κινήσεων κεφαλαίων, την "απορρύθμιση" του χρηματοπιστωτικού τομέα και την τεχνολογική πρόοδο· (ii) η πρόοδος στη δημιουργία κοινού ρυθμιστικού πλαισίου για όλη την ΕΕ (χάρη στις προσπάθειες για ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών), η οποία συνοδεύτηκε από χρηματοπιστωτικές μεταρρυθμίσεις στα κράτη μέλη· και (iii) η μετάβαση στο ευρώ.

Πριν από τον Ιανουάριο του 1999, η ύπαρξη πολλών νομισμάτων αποτελούσε το κυριότερο εμπόδιο στη χρηματοπιστωτική ενοποίηση στην ΕΕ. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος καθιστούσε λιγότερο ελκυστικές τις διασυνοριακές επενδύσεις, μείωνε τα κίνητρα για εναρμόνιση στο επίπεδο της ΕΕ και περιόριζε τον ανταγωνισμό στις εγχώριες αγορές των κρατών μελών. Η καθιέρωση του ενιαίου νομίσματος, του ευρώ, σε δώδεκα κράτη μέλη μετέβαλλε ριζικά την κατάσταση. Μετά την εισαγωγή του ευρώ, ο συναλλαγματικός κίνδυνος δεν αποτελεί πηγή κατακερματισμού του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ζώνης ευρώ, ενώ καθίσταται παράλληλα εμφανές το κόστος ευκαιρίας των απομενουσών πηγών κατακερματισμού του συστήματος. Η επέκταση της ενοποίησης χάρη στο ευρώ αντικατοπτρίζεται στη μεγαλύτερη ομοιογένεια των αγορών, στο κύμα συγκεντρώσεων μεταξύ ενδιάμεσων φορέων και μεταξύ χρηματιστηρίων και στην εμφάνιση καινοτόμων προϊόντων και τεχνικών. Οι φορείς των αγορών υιοθέτησαν πανευρωπαϊκές στρατηγικές και οι υπεύθυνοι για τη χάραξη της οικονομικής πολιτικής ανταποκρίθηκαν δίνοντας άμεση πολιτική προτεραιότητα στην ενοποίηση της εσωτερικής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ενώ αυξήθηκαν παράλληλα σημαντικά τα κίνητρα για εντατικοποίηση των εθνικών μεταρρυθμίσεων με σκοπό τη διασφάλιση της ανταγωνιστικότητας προστατευομένων μέχρι πρόσφατα εθνικών χρηματοπιστωτικών συστημάτων.

Διάρθρωση των πηγών χρηματοδότησης στη ζώνη ευρώ και στις ΗΠΑ (τέλη-2001, σε %

του ΑΕΠ)

	Ζώνη ευρώ	ΗΠΑ
Τραπεζικές καταθέσεις	64.3	60.6
Τραπεζικά δάνεια	108.2	50.7
– σε επιχειρήσεις	42.7	16.1
– σε νοικοκυριά	45.7	34.6
– στη γενική κυβέρνηση	12.4	0.0
Εν κυκλοφορία χρεωστικοί τίτλοι	90.6	148.6
<u>Εκδοθέντες από</u>		
– επιχειρήσεις	5.8	24.2
– χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς	28.7	43.1
– φορείς του δημόσιου τομέα	52.7	84.4
Κεφαλαιοποίηση χρηματιστηριακής αγοράς	73.3	138.7

Πηγές: ΕΚΤ (τραπεζικές καταθέσεις και δάνεια στη ζώνη ευρώ), Federal Reserve (τραπεζικές καταθέσεις και δάνεια στις ΗΠΑ), Ευρωστάτ (ΑΕΠ και χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση για τη ζώνη ευρώ και τις ΗΠΑ), ΤΔΔ (χρεωστικοί τίτλοι). Για τις ΗΠΑ, οι τραπεζικές καταθέσεις και δάνεια παρουσιάζονται συγκεντρωτικά για τις εμπορικές τράπεζες, τις πιστωτικές ενώσεις και τα ταμειυτήρια (στοιχεία της Federal Reserve και στατιστικές χρηματοπιστωτικών ροών). Για τις ΗΠΑ, οι τίτλοι του δημόσιου τομέα περιλαμβάνουν εκείνους που έχουν εκδοθεί από οντότητες που υποστηρίζονται από την κυβέρνηση (Government-Sponsored Enterprises) ή τις ενώσεις οργανισμών ενυπόθηκης πίστης (Federally Related Mortgage Pools)

Η παραδοσιακή διάκριση ανάμεσα στο αμερικανικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, στο οποίο η χρηματοδότηση εξασφαλίζεται κυρίως από την αγορά, και το σύστημα της ζώνης ευρώ, το οποίο βασίζεται κατά κύριο λόγο στην τραπεζική χρηματοδότηση¹, εξακολουθεί να ισχύει. Ειδικότερα, ο ρόλος των τραπεζών στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων είναι πολύ πιο σημαντικός στην Ευρώπη από ότι στις ΗΠΑ, όπου η άμεση έκδοση τίτλων αποτελεί το κυριότερο μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, όπως καταδεικνύεται από η σημασία των εν κυκλοφορία χρεωστικών τίτλων και της χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης. Παρά τις διαφορές αυτές, πρέπει να σημειωθεί η σημαντική παρουσία, και στις δύο οικονομικές ζώνες, του συνόλου του φάσματος χρηματοπιστωτικών μέσων και ενδιάμεσων φορέων.

Στη ζώνη ευρώ, η πρόοδος στην επεξεργασία των πληροφοριών και η ελευθέρωση και ενοποίηση των αγορών (χάρη κυρίως στην κατάργηση των δώδεκα εθνικών νομισμάτων) θα διευκολύνουν την ταχύτερη ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών σε σχέση με τις τραπεζικές χρηματοδοτήσεις. Ωστόσο, δεν υπάρχουν θεωρητικές ή εμπειρικές ενδείξεις που να υποδηλώνουν ότι ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα με υψηλότερο βαθμό τιτλοποίησης θα υπερτερούσε του σημερινού τραπεζοκεντρικού συστήματος. Κατά την αξιολόγηση της συνολικής αποτελεσματικότητας ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να ληφθούν υπόψη και ορισμένα άλλα χαρακτηριστικά, όπως η πληρότητα και η ικανότητα προσαρμογής του². Ο χρηματοπιστωτικός τομέας της ζώνης ευρώ βρίσκεται σήμερα σε ένα στάδιο ταχείας διαρθρωτικής μεταλλαγής, στο οποίο η βαθύτερη ενοποίηση των εθνικών αγορών συνοδεύεται από τη γενική επέκταση του χρηματοπιστωτικού τομέα και τον εντονότερο ανταγωνισμό μεταξύ διαθέσιμων μέσων και μεταξύ φορέων διαμεσολάβησης. Λόγω των ειδικών χαρακτηριστικών των διαφόρων συνιστωσών του χρηματοπιστωτικού τομέα, η επιτευχθείσα πρόοδος, ιδίως όσον αφορά την ενοποίηση, ήταν άνιση στις διάφορες αγορές.

¹ Πριν από κάθε σύγκριση της χρηματοπιστωτικής αγοράς της ζώνης ευρώ με τις ΗΠΑ, πρέπει να υπογραμμιστεί ότι η ζώνη ευρώ παρουσιάζει θεμελιώδεις διαφορές σε σχέση με τις ΗΠΑ στο βαθμό που πρόκειται για ένωση εθνών και όχι για μία μόνο χώρα. Παρά τη σημαντική πρόοδο της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης, ο χρηματοπιστωτικός τομέας της ζώνης ευρώ χαρακτηρίζεται ακόμα από την ύπαρξη διαφορετικών εθνικών νομικών και ρυθμιστικών συστημάτων, από διαφορετικές συμβατικές ρυθμίσεις και πρακτικές στις εμπόρους αγορές, κλπ.

² Μια πλήρης χρηματοπιστωτική διάρθρωση επιτρέπει στις επιχειρήσεις να χρηματοδοτούνται μέσω των αγορών και μέσω διαμεσολαβητών, σε συνάρτηση με τις ανάγκες τους στα διαφορετικά στάδια ανάπτυξης του κύκλου ζωής τους. Μια προσαρμοζόμενη διάρθρωση παρέχει την απαιτούμενη ευελιξία για την εξειδίκευση των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών ή των μορφών συμβατικών σχέσεων σε περίπτωση μεταβολής του επιχειρηματικού περιβάλλοντος.

2.2 Αγορές χρήματος και παράγωγων προϊόντων

Από την 1η Ιανουαρίου 1999, οι πράξεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ διενεργούνται σε ευρώ με βάση την ζήτηση ρευστότητας στο σύνολο της ζώνης ευρώ, χωρίς καμία διάκριση μεταξύ των αναγκών ρευστότητας των μεμονωμένων τραπεζικών συστημάτων. Τα προβλήματα που ανέκυψαν στην αρχική περίοδο όσον αφορά τις διαδικασίες κατανομής της ρευστότητας αντιμετωπίστηκαν αποτελεσματικά με την υιοθέτηση δημοπρασιών τίτλων κυμαινόμενου επιτοκίου τον Ιούνιο του 2000. Παρόλο που μετά την ημερομηνία αυτή η χρηματαγορά του ευρώ λειτούργησε με ικανοποιητικό τρόπο, ο βαθμός ενοποίησης διαφέρει στα επιμέρους τμήματά της.

Στην αγορά μη εξασφαλισμένων διατραπεζικών καταθέσεων, η ενοποίηση έχει σχεδόν ολοκληρωθεί και παρατηρείται πλήρης σχεδόν σύγκλιση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων στο σύνολο της ζώνης ευρώ. Η σύγκλιση αυτή αντικατοπτρίζεται επίσης στην πλήρη αποδοχή από τους φορείς της αγοράς του EONIA (Euro Overnight Index Average) και του EURIBOR (Euro-Inter-Bank Offered Rate) ως κοινές βάσεις αναφοράς. Η σύγκλιση των επιτοκίων διευκολύνθηκε από την αποτελεσματική κατανομή της ρευστότητας στο σύνολο της ζώνης ευρώ: οι διασυννοριακές πράξεις αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος (60% περίπου) του συνόλου της διατραπεζικής δραστηριότητας των κυριότερων φορέων της αγοράς. Υπάρχουν ενδείξεις ότι στη διατραπεζική αγορά αναπτύχθηκε μια διεπίπεδη διάρθρωση κατανομής της ρευστότητας, στην οποία οι σχετικά μεγάλες τράπεζες δεσπόζουν στις διασυννοριακές συναλλαγές, ενώ οι μικρότερες χρηματοδοτούνται κυρίως μέσω των εγχώριων συναλλαγών τους με τις μεγαλύτερες τράπεζες. Η σύγκλιση των επιτοκίων είναι επίσης εμφανής για τα μέσα χρηματαγοράς με μεγαλύτερες προθεσμίες λήξης. Μια μελέτη της ΤΔΔ³ κατέδειξε ότι οι διαφορές μεταξύ ζητούμενων και προσφερόμενων επιτοκίων για καταθέσεις ευρώ τριών μηνών μειώθηκαν κατά 40% μεταξύ 1996 και 2000 και συμπεραίνει ότι η εξέλιξη αυτή αποτελεί μια ακόμα ένδειξη της ενοποίησης της επιμέρους χρηματαγοράς μη εξασφαλισμένων καταθέσεων σε ευρώ.

Παράλληλα με τις εξελίξεις όσον αφορά τα μη εξασφαλισμένα μέσα χρηματαγοράς, η αγορά παράγωγων μέσων ενοποιήθηκε επίσης σημαντικά. Η διασυννοριακή αγορά ανταλλαγών επιτοκίων ευρώ αναπτύχθηκε με ιδιαίτερα ταχείς ρυθμούς μετά την εισαγωγή του ευρώ και ο υψηλός βαθμός ενοποίησής της αντικατοπτρίζεται στις πολύ μικρές διαφορές μεταξύ προσφερόμενων και ζητούμενων τιμών και στα σχετικά μεγάλα ποσά των εν κυκλοφορία μέσων. Η δραστηριότητα εντείνεται επίσης στις άλλες αγορές και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης με βάση το EURIBOR αντικαθιστούν όλα τα άλλα προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίου στα παλαιά νομίσματα που υπήρχαν πριν την ΟΝΕ.

Αντίθετα, στις επιμέρους αγορές διασφαλισμένων μέσων χρηματαγοράς (όπως οι συμφωνίες επαναγοράς, τα κρατικά ομόλογα, τα εμπορικά γραμμάτια και τα πιστοποιητικά καταθέσεων, τα οποία συνίστανται στην ανταλλαγή ρευστότητας έναντι ασφαλειών), η ενοποίηση υστερεί ακόμα σημαντικά. Η κατάσταση αυτή αντικατοπτρίζει τις δυσχέρειες στη διασυννοριακή χρησιμοποίηση ασφαλειών, κυρίως λόγω των διαφορών μεταξύ κρατών μελών στις πρακτικές της αγοράς, τα ρυθμιστικά πλαίσια και τη φορολογική μεταχείριση τίτλων που κατατίθενται ως ασφάλεια. Οι εθνικές αυτές διαφορές οδηγούν στον κατά χώρα κατακερματισμό των υποδομών των αγορών και μπορούν να δημιουργήσουν σημαντικές πρακτικές δυσχέρειες στη διασυννοριακή εκκαθάριση και διακανονισμό, όπως υπογραμμίζεται στην πρόσφατη έκθεση της Ομάδας Giovannini⁴. Η οδηγία για τις χρηματοοικονομικές ασφάλειες, η οποία θα τεθεί πλήρως σε εφαρμογή έως το 2003, θα επιλύσει τα σημερινά προβλήματα διασυννοριακής χρησιμοποίησης και θα συμβάλει στην ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ, με τον προσδιορισμό ιδίως της νομοθεσίας που θα διέπει τις διασυννοριακές συμφωνίες χρηματοοικονομικών ασφαλειών. (www.iraj.gr)

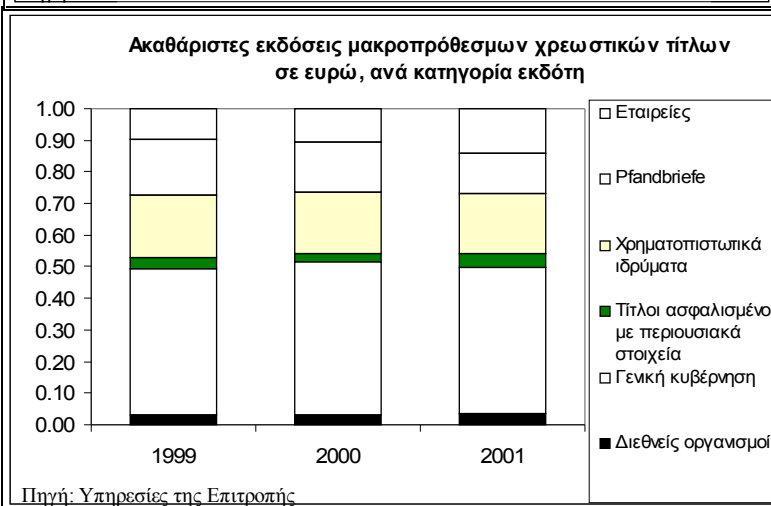
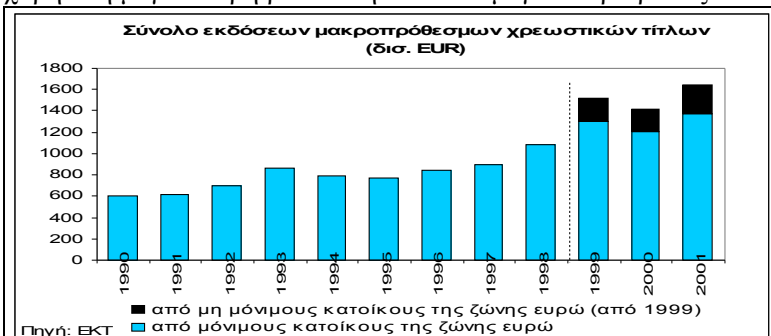
2.3 Ομολογιακές αγορές

Η εισαγωγή του ευρώ ενοποίησε τις εθνικές ομολογιακές αγορές των συμμετεχόντων κρατών μελών και οδήγησε στη δημιουργία μιας πολύ πιο ομοιογενούς αγοράς ομολόγων σε ευρώ. Οι επιπτώσεις της ενοποίησης στη δραστηριότητα της αγοράς είναι αισθητές σε πολλά επίπεδα.

³ Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (2000), 70ή ετήσια έκθεση.

⁴ Η Ομάδα Giovannini, η οποία απαρτίζεται από φορείς της αγοράς και προεδρεύεται από τον Alberto Giovannini, δημιουργήθηκε για να παρέχει στην Επιτροπή συμβουλές στον τομέα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Το Νοέμβριο του 2001, η ομάδα υπέβαλε την έκθεσή της "Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union". Η έκθεση αυτή δημοσιεύθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στη σειρά Economic Paper (αριθ. 163) και είναι διαθέσιμη στο Διαδίκτυο στη διεύθυνση http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm.

Πρώτον, ο όγκος των εκδόσεων αυξήθηκε χάρη στη μεγαλύτερη ρευστότητα και το μεγαλύτερο βάθος της ομολογιακής αγοράς σε ευρώ. Από τον Ιανουάριο του 1999, το σύνολο των εγχώριων εκδόσεων σε ευρώ υπερβαίνει το συνδυασμένο συνολικό ποσό των εκδόσεων στα παλαιά εθνικά νομίσματα τα τελευταία έτη πριν την καθιέρωση του ευρώ. Οι εκδόσεις σε ευρώ ήταν ιδιαίτερα σημαντικές το 1999, έτος στο οποίο αυξήθηκαν κατά 20% σε σχέση με το 1998. Η εξέλιξη αυτή εξηγείται από την απότομη αύξηση της μέχρι τότε συκρατημένης ζήτησης εκ μέρους εκδοτών και επενδυτών που είχαν αναβάλει την είσοδό τους στην αγορά λόγω των διαταραχών στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και την αβεβαιότητα που περιέβαλε τη μετάβαση στο ευρώ. Η παρουσία των ιδιωτικών εκδοτών ήταν ιδιαίτερα έντονη τους πρώτους μήνες του 1999, καθώς πολλοί από αυτούς προσπαθούσαν να ενισχύσουν τη θέση τους σε αυτή τη νέα και δυναμικά πιο δραστήρια αγορά. Ωστόσο, το 2000 οι εκδόσεις σε ευρώ μειώθηκαν κατά 6% κατ' όγκο (περιλαμβανομένων των εκδόσεων μη μόνιμων κατοίκων της ζώνης ευρώ για τους οποίους τα στοιχεία είναι διαθέσιμα μόνο από το 1999 και μετά), καθώς οι δραστηριότητες έκδοσης επανέρχονταν στους κανονικούς ρυθμούς τους, οι δανειακές ανάγκες του δημόσιου τομέα μειώνονταν συνεχώς και τα επιτόκια και οι τιμές των πετρελαϊκών προϊόντων αυξάνονταν σταθερά. Οι εκδόσεις σε ευρώ αυξήθηκαν εκ νέου απότομα στις αρχές του 2001. Παρά μια επιβράδυνση στα τέλη του έτους, ο συνολικός όγκος των εκδόσεων αυξήθηκε το 2001 κατά 16% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Ο δυναμισμός των εκδόσεων σε ευρώ το 2001 μπορεί να αποδοθεί στους εκδότες του ιδιωτικού και του χρηματοπιστωτικού τομέα, οι οποίοι αντέδρασαν στη βελτίωση των συνθηκών στην ομολογιακή αγορά και την επιδείνωση των μετοχικών αγορών σε παγκόσμιο επίπεδο.



Δεύτερον, σε σύγκριση με την προ της ONE κατάσταση, η αναλογία των εκδόσεων του ιδιωτικού τομέα αυξήθηκε σημαντικά σε σχέση με τις κρατικές εκδόσεις. Η μεταβολή στη σύνθεση των ομολογιακών εκδόσεων εξηγείται τόσο από τη μείωση των δανειακών αναγκών των χωρών της ζώνης ευρώ ως αποτέλεσμα των περιοριστικών δημοσιονομικών πολιτικών της δεκαετίας του 90, όσο και από τη σημαντική αύξηση των εκδόσεων εταιρειών τόσο του χρηματοπιστωτικού όσο και των άλλων κλάδων. Ειδικότερα, η σχετικά ανεπαρκής ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών αυξήθηκε με εξαιρετικά ταχείς ρυθμούς και το 2001 ο συνολικός όγκος της ανήλθε σε 97 δισεκατ. € έναντι 27 δισεκατ. € το 1998. Ο προοδευτικά αυξανόμενος όγκος των εκδόσεων σε πολλαπλές δόσεις που υπερβαίνουν πλέον συχνά το 1 δισεκατ. €⁵ αποτελεί πρόσθετη ένδειξη της αυξημένης ρευστότητας στις επιμέρους αγορές ομολόγων χρηματοπιστωτικών και άλλων εταιρειών. Στην επιμέρους αγορά ομολόγων μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών, η αύξηση των εκδόσεων εταιρειών με χαμηλό βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας αποτελεί επίσης ένδειξη μιας σχετικά ρευστής αγοράς, παρόλο που η αναλογία των εκδόσεων υψηλής απόδοσης παραμένει σχετικά χαμηλή. Η τάση προς μεγαλύτερη τιλοποίηση αντικατοπτρίζει αναμφισβήτητα την αύξηση της επενδυτικής ζήτησης στην πιο ρευστή ομολογιακή αγορά σε ευρώ, καθώς και άλλους παράγοντες που δεν σχετίζονται άμεσα με το ευρώ, όπως η ανάγκη χρηματοδότησης της αυξημένης δραστηριότητας εξαγωγών και συγχωνεύσεων και των δημοπρασιών για τις άδειες κινητής τηλεφωνίας τρίτης γενεάς (UMTS), οι οποίοι τόνωσαν επίσης την προσφορά ομολόγων του ιδιωτικού και του χρηματοπιστωτικού κλάδου. Παρά τη μείωση του μεριδίου τους στο συνολικό όγκο των εκδόσεων, οι κρατικές εκδόσεις παραμένουν η κυριότερη πηγή προσφοράς τίτλων στην αγορά ομολόγων σε ευρώ και το 2001

⁵ Το Freddie Mac, οργανισμός ενυπόθηκης πίστης του οιονεί δημόσιου τομέα των ΗΠΑ, άρχισε ένα σημαντικό πρόγραμμα εκδόσεων σε ευρώ το Σεπτέμβριο του 2000 και προβλέπει τριμηνιαίο όγκο εκδόσεων της τάξης των 5 δισεκατ. ευρώ με διάφορες προθεσμίες λήξης.

κινήσεων των τιμών των μετοχών μεταξύ κρατών μελών. Η εξέλιξη αυτή καταδεικνύει μια μεταβολή στη συμπεριφορά των επενδυτών οι οποίοι εγκαταλείπουν τις επενδύσεις σε εθνική βάση και στρέφονται όλο και περισσότερο προς τις επενδύσεις σε κλαδική βάση. Επίσης, σημαντική αύξηση σημείωσε τα τελευταία χρόνια η χρησιμοποίηση παράγωγων μέσων σχετιζόμενων με μετοχές, γεγονός που ενίσχυσε ακόμα περισσότερο τη ρευστότητα της πρωτογενούς αγοράς.

Η ώθηση που έδωσε το ευρώ στην ανάπτυξη των διασυνοριακών επενδύσεων σε μετοχές συνέβαλε επίσης στην τόνωση των αγορών μετοχών εταιρειών της νέας οικονομίας στην ΕΕ, οι οποίες, όπως και στις ΗΠΑ, παρουσιάζουν τα τελευταία χρόνια έντονες διακυμάνσεις που αντικατοπτρίζουν τις απότομες μεταβολές στη ζήτηση τίτλων του κλάδου της τεχνολογίας, των μέσων επικοινωνίας και των τηλεπικοινωνιών (TMT).

Τα επίσημα χρηματιστήρια αντέδρασαν στον αυξημένο ανταγωνισμό, ιδίως εκ μέρους των πολυάριθμων δικτύων ηλεκτρονικών συναλλαγών που δημιουργήθηκαν τα τελευταία χρόνια, με στρατηγικές συγχωνεύσεων και εξαγορών. Παρόλο που πρόκειται για ένα παγκόσμιο και όχι αποκλειστικά ευρωπαϊκό φαινόμενο, μερικές από τις σημαντικότερες συγκεντρώσεις του κλάδου πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη, με κυριότερη εκείνη που οδήγησε στη δημιουργία του Euronext με τη συγχώνευση των χρηματιστηρίων του Άμστερνταμ, των Βρυξελλών και του Παρισιού στα μέσα του 2000 και την προσχώρηση στη συνέχεια του χρηματιστηρίου της Λισσαβόνας το 2002. Ωστόσο, οι προσπάθειες συγκέντρωσης δεν ήταν όλες επιτυχείς, όπως καταδεικνύεται ιδίως από την αποτυχημένη συγχώνευση της Deutsche Börse και του London stock exchange.

Υπό την επίδραση της προοδευτικής συγκέντρωσης των χρηματιστηρίων στην ΕΕ, η υποδομή επεξεργασίας των συναλλαγών μεταβάλλεται επίσης με αργούς ρυθμούς. Ιστορικά, οι ευρωπαϊκές υποδομές διαπραγμάτευσης αναπτύχθηκαν σε καθαρά εθνική βάση και συνεπώς σε εθνικό επίπεδο υπάρχουν αποτελεσματικές διαρθρώσεις διαπραγμάτευσης μετοχικών τίτλων που συνήθως χαρακτηρίζονται από κάθετη ολοκλήρωση των λειτουργιών διαπραγμάτευσης, εκκαθάρισης, διακανονισμού και θεματοφυλακής⁷. Τα πολλαπλά εθνικά συστήματα βασίζονται σε συγκεκριμένες πρακτικές αγοράς και οι τίτλοι που είναι εισηγμένοι προς διαπραγμάτευση σε αυτές υπόκεινται σε διαφορετικά ρυθμιστικά, νομοθετικά και φορολογικά πλαίσια. Αυτή η κατάσταση πραγμάτων συνεπάγεται πρόσθετα κόστη κατά τη διασυνοριακή διαπραγμάτευση στην Ευρωπαϊκή Ένωση, τόσο άμεσα, με τη μορφή υψηλότερων τιμών για τις παρεχόμενες υπηρεσίες, όσο και έμμεσα λόγω της αναποτελεσματικής λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως τα πρόσθετα κόστη επεξεργασίας κατά τη διενέργεια συναλλαγών σε περισσότερες αγορές. Οι περιορισμένες συγκεντρώσεις μεταξύ φορέων του κλάδου αφορούν κυρίως τα γραφεία συμψηφισμού, ενώ η οργάνωση των συστημάτων διακανονισμού τίτλων παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη σε σχέση με την κατάσταση πριν την εισαγωγή του ευρώ⁸.

2.5 Επιχειρηματικά κεφάλαια

Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών αντιπροσωπεύουν παραδοσιακά μικρό μόνο μέρος της συνολικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Ωστόσο, η σημασία τους υπερβαίνει κατά πολύ το μερίδιό τους στη συνολική χρηματοδότηση, εφόσον ο ρόλος τους στα αρχικά στάδια του κύκλου ζωής μιας επιχείρησης είναι καθοριστικός.

Στη ζώνη του ευρώ, εν μέρει χάρη σε πρωτοβουλίες στο επίπεδο της ΕΕ όπως το Πρόγραμμα Δράσης για τα Επιχειρηματικά Κεφάλαια (ΠΔΕΚ) του Απριλίου 1998, οι δραστηριότητες παροχής επιχειρηματικών κεφαλαίων αναπτύχθηκαν με γρήγορους ρυθμούς στη δεκαετία του 90. Τα τελευταία χρόνια, οι δραστηριότητες αυτές υπέστησαν τις συνέπειες της οικονομικής επιβράδυνσης και της σημαντικής διόρθωσης των χρηματιστηριακών τιμών των εταιρειών με υψηλό δυναμικό ανάπτυξης στη διάρκεια του 2000. Ωστόσο, για την αγορά επιχειρηματικών κεφαλαίων, η διόρθωση αυτή μπορεί να θεωρηθεί αναγκαία και ο κλάδος παραμένει διαρθρωτικά υγιής. Μια σημαντική εξέλιξη ήταν η αυξανόμενη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών, και ιδίως των συνταξιοδοτικών ταμείων, στην αγορά αυτή.

Παρά την ανάπτυξη του τομέα, η Επιτροπή διαπίστωσε, στην ενδιάμεση εξέταση του ΠΔΕΚ τον Οκτώβριο του 2006, ότι οι ευρωπαϊκές αγορές επιχειρηματικών κεφαλαίων παραμένουν κατακερματισμένες, εφόσον το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων σε μετοχές ιδιωτικών επιχειρήσεων πραγματοποιείται πάντα σε εθνικό επίπεδο, και ότι η διαφορά σε σχέση με τις ΗΠΑ

⁷ Βλέπε έκθεση της Ομάδας Giovannini "Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union", *op. cit.*...

⁸ Για παράδειγμα, οι λειτουργίες εκκαθάρισης των τριών χρηματιστηρίων του Euronext (Άμστερνταμ, Βρυξέλλες και Παρίσι) συγχωνεύθηκαν από νομική άποψη από την αρχή του 2001 και αποτελούν πλέον το Clearex SBF, το οποίο είναι ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος για όλες τις συναλλαγές που διενεργούνται στο Euronext. Για να διευκολυνθεί η διασυνοριακή μεταφορά τίτλων, έχουν δημιουργηθεί διασυνδέσεις μεταξύ των συστημάτων διακανονισμού των συναλλαγών σε τίτλους. Διαπιστώνεται όμως ότι οι διασυνδέσεις αυτές χρησιμοποιήθηκαν σε πολύ μικρότερο βαθμό από ότι αναμενόταν. (ECB (2001) [Payment and securities settlement systems in the European Union](#) (Blue Book)).

διευρύνθηκε ακόμα περισσότερο στην περίοδο 1998-2001. Το 2001, οι επενδύσεις σε επιχειρηματικά κεφάλαια στη ζώνη ευρώ μειώθηκαν σε 8,8 δισεκατ. € (0,13% του ΑΕΠ), από 12,5 δισεκατ. € το 2000. Μετά το σκάσιμο της χρηματιστηριακής φούσκας για τις εταιρείες υψηλής τεχνολογίας, η μείωση ήταν ακόμα μεγαλύτερη στις ΗΠΑ: το 2001 οι επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων ανήλθαν σε 39,9 δισεκατ. € (0,35% του ΑΕΠ), έναντι 95,1 δισεκατ. € το προηγούμενο έτος.

Το γεγονός ότι οι επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων στη ζώνη ευρώ πραγματοποιούνται κυρίως σε εθνικό επίπεδο αντικατοπτρίζει τη σημασία που έχει για τους χρηματοδότες να βρίσκονται πλησίον των εταιρειών που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιό τους για να μπορούν να παρακολουθούν τις επενδύσεις τους. Ωστόσο, η σημερινή διεθνοποίηση των δραστηριοτήτων διαχείρισης, επένδυσης ιδιωτικών κεφαλαίων μπορεί εξίσου καλά να εξηγηθεί εν μέρει από διαφορές στις ρυθμιστικές, φορολογικές και νομικές διαρθρώσεις μεταξύ χωρών της ΕΕ. Για παράδειγμα, οι εθνικές ρυθμίσεις επιτρέπουν ή απαγορεύουν ανάλογα με τη χώρα, στα συνταξιοδοτικά ταμεία και στις ασφαλιστικές εταιρείες να επενδύουν σε ιδιωτικές επιχειρήσεις, ενώ τις επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων επηρεάζουν επίσης οι διαφορές μεταξύ εθνικών φορολογικών συστημάτων.

2.6 Χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές

Ο αντίκτυπος της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης δεν περιορίστηκε στα διάφορα επιμέρους τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Επεκτάθηκε επίσης στη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση. Οι ευρωπαϊκές τράπεζες είναι όλο και περισσότερο παρούσες στην προσφορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε ξένες επιχειρήσεις και ιδιώτες. Η ευρωπαϊκή αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε επιχειρήσεις είναι όλο και πιο ανοικτή στον παγκόσμιο ανταγωνισμό. Σε ορισμένες δραστηριότητες, όπως η έκδοση ομολόγων και μετοχών, καθώς και στα κοινοπρακτικά δάνεια, οι εγχώριοι διαμεσολαβητές απώλεσαν μερίδια αγοράς προς όφελος των ανταγωνιστών τους από τις ΗΠΑ. Η εισαγωγή του ευρώ ενέτεινε ακόμα περισσότερο τον ανταγωνισμό μεταξύ χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών, στο βαθμό που αύξησε τη διαφάνεια των τιμών, μείωσε τα έσοδα από ανταλλαγές συναλλάγματος, κατάργησε το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που είχαν οι εγχώριοι φορείς λόγω της ύπαρξης εθνικών νομισμάτων και προώθησε την ανάπτυξη αγορών με πολύ μεγαλύτερο εύρος και ρευστότητα, οι οποίες ευνοούν την τιτλοποίηση και την αποδιαμεσολάβηση.

Η κυριότερη αντίδραση των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών στις εξελίξεις αυτές ήταν οι συγκεντρώσεις μεταξύ επιχειρήσεων του κλάδου, είτε με συγχωνεύσεις και εξαγορές είτε με απόκτηση αμοιβαίων συμμετοχών. Οι συγκεντρώσεις συνοδεύτηκαν από μια διαδικασία αναδιάρθρωσης και από τον αναπροσανατολισμό των δραστηριοτήτων από τον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό σε δραστηριότητες "τράπεζας επενδύσεων". Ο αναπροσανατολισμός των τραπεζικών δραστηριοτήτων ενίσχυσε το ρόλο της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης στη δημιουργία και πώληση νέων προϊόντων της κεφαλαιαγοράς και στην παροχή συμβουλών σε πελάτες σχετικά με τον καθορισμό του ύψους και της διάρθρωσης της προσφοράς σε πράξεις συγχώνευσης και εξαγοράς. Η εξέλιξη αυτή είχε ως αποτέλεσμα τη μετατόπιση των εσόδων των τραπεζών από τους τόκους σε άλλα είδη εσόδων (αμοιβές και προμήθειες) και περιόρισε την εξάρτησή τους από τις καταθέσεις προς όφελος των εργασιών έκδοσης τίτλων. Ωστόσο, η κάμψη των δραστηριοτήτων της επενδυτικής τραπεζικής το 2001 κατέδειξε ότι ο τραπεζικός τομέας της ΕΕ πρέπει να αυξήσει την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα των παραδοσιακών τραπεζικών δραστηριοτήτων.

Οι συγκεντρώσεις μεταξύ χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών πραγματοποιήθηκαν μέχρι τώρα κυρίως εντός των εθνικών συνόρων, γεγονός που οδήγησε σε μια ουσιαστική αύξηση του βαθμού συγκέντρωσης του κλάδου σε εθνικό επίπεδο, ιδίως στα μικρότερα κράτη μέλη. Η τάση προς το σχηματισμό εθνικών ομίλων ετερογενών δραστηριοτήτων (συγκεντρώσεις μεταξύ επιχειρήσεων διαφόρων χρηματοπιστωτικών τομέων) εντείνεται επίσης σε διάφορες περιοχές της ΕΕ. Ωστόσο, οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές δεν είναι σπάνιες και η τάση τους είναι αυξητική. Λόγω των σημαντικών διαφορών στο νομοθετικό και ρυθμιστικό περιβάλλον μεταξύ χωρών (π.χ. νομοθεσία για την προστασία των καταναλωτών και για τον ανταγωνισμό), οι οποίες δεν επιτρέπουν προς το παρόν την προσφορά ενός φάσματος πραγματικά πανευρωπαϊκών προϊόντων, οι οικονομίες κλίμακας και φάσματος που μπορούν να επιτευχθούν με διασυνοριακές συγχωνεύσεις φαίνονται λιγότερο σημαντικές από τις δυνατότητες που προσφέρουν οι εγχώριες συγχωνεύσεις. Οι πολιτισμικές διαφορές και οι διαφορές στα πλαίσια εταιρικής διακυβέρνησης τείνουν επίσης να αποθαρρύνουν τις διασυνοριακές συγκεντρώσεις. Υπό τις συνθήκες αυτές, οι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές προτιμούν να προβούν σε αμυντικές συγχωνεύσεις σε εθνικό επίπεδο για να προετοιμαστούν στον πανευρωπαϊκό ανταγωνισμό, ο οποίος θα ενισχυθεί αναπόφευκτα όταν η ενοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ θα έχει σημειώσει μεγαλύτερη πρόοδο.

2.7 Μελλοντικές προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπίσουν οι υπεύθυνοι για τις οικονομικές πολιτικές

Χάρη στη μείωση του συναλλαγματικού κινδύνου στην ΕΕ και του ρόλου του ως καταλύτη μεταρρυθμίσεων, η δημιουργία του ευρώ αποτέλεσε τον κυριότερο παράγοντα επιτάχυνσης της ενοποίησης. Αλλά και μετά την επιτυχή εισαγωγή του ευρώ, ο στόχος για μια ενιαία χρηματοπιστωτική αγορά, ο οποίος έχει τεθεί ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 70, δεν έχει ακόμα επιτευχθεί και οι προσπάθειες πρέπει να συνεχιστούν. Παρόλο που η χρηματοπιστωτική ενοποίηση συντελείται σε μεγάλο βαθμό υπό την ώθηση των αγορών, καθώς οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί επωφελούνται από τις ευκαιρίες που προσφέρει η ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, η λήψη μέτρων σε ορισμένους τομείς με πρωτοβουλία των δημόσιων αρχών παραμένει αναγκαία.

Η πολιτική στήριξη των πολιτικών αυτών αυξάνεται όλο και περισσότερο καθώς οι υπεύθυνοι για τη χάραξή τους αναγνωρίζουν τα οικονομικά πλεονεκτήματα της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης. Σε μια ενοποιημένη αγορά, οι αποταμιευτές και οι επενδυτές επωφελούνται από ευρύτερο φάσμα επιλογών και χαμηλότερο κόστος συναλλαγών. Σε μακροοικονομικό επίπεδο, αυτό οδηγεί σε υψηλότερες αποταμιεύσεις, επενδύσεις, παραγωγικότητα και τελικά οικονομική ανάπτυξη. Οι θετικές αυτές επιπτώσεις αναλύθηκαν πρόσφατα σε έκθεση της ΟΧΕ για τη Χρηματοπιστωτική Ενοποίηση, η οποία υποβλήθηκε στο άτυπο Συμβούλιο Ecofin του Οβιέδο (13-14 Απριλίου 2002). Τα διαδοχικά Ευρωπαϊκά Συμβούλιο (και πιο πρόσφατα το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Βαρκελώνης το Μάρτιο του 2002) έδωσαν στην ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ πρώτη προτεραιότητα στο πλαίσιο των οικονομικών μεταρρυθμίσεων στην ΕΕ.

Η προτεραιότητα αυτή αντικατοπτρίζεται στη συνεπή στρατηγική οικονομικής πολιτικής σε επίπεδο ΕΕ και στον επείγοντα χαρακτήρα που δόθηκε στην υλοποίησή της. Καταρχήν, και αυτό είναι το κυριότερο στοιχείο, η ΕΕ ανέλαβε τη δέσμευση να θέσει πλήρως σε εφαρμογή έως το 2005 το Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (ΠΔΧΥ), ένα "πακέτο" 42 πρωτοβουλιών που αποσκοπούν στη βελτίωση της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ. Μια ακόμα πιο σύντομη προθεσμία, το 2003, ορίστηκε για τις πρωτοβουλίες στις αγορές κινητών αξιών και για το Πρόγραμμα Δράσης για τα Επιχειρηματικά Κεφάλαια (ΠΔΕΚ), το οποίο αποτελεί το πρώτο βήμα προς την ανάπτυξη μιας ενοποιημένης και αποτελεσματικής αγοράς για τη χρηματοδότηση νέων και δυναμικών επιχειρήσεων. Δεύτερον, η εφαρμογή του ΠΔΧΥ πρέπει να είναι ομοιόμορφη σε όλα τα κράτη μέλη για να εξασφαλιστεί η πραγματική - και όχι μόνο ονομαστική - ενοποίηση των εθνικών χρηματοπιστωτικών αγορών. Το νέο πλαίσιο λήψης των αποφάσεων για τη νομοθεσία των αγορών κινητών αξιών, το οποίο θεσπίστηκε με βάση τις προτάσεις της Επιτροπής Lamfalussy⁹ θα συμβάλει στην επίτευξη του στόχου αυτού και θα εξασφαλίσει ότι η νομοθεσία προσαρμόζεται όσο το δυνατόν ταχύτερα στις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Τρίτον, η πολιτική ανταγωνισμού πρέπει να δώσει νέα ώθηση στη διαδικασία χρηματοπιστωτικής ενοποίησης προκειμένου να καταστεί δυνατή η πλήρης αξιοποίηση των οικονομικών πλεονεκτημάτων της. Τέταρτον, οι καταναλωτές και οι επενδυτές πρέπει να τυγχάνουν κατάλληλης προστασίας για να μπορούν να ασκούν με εμπιστοσύνη τις δραστηριότητές τους σε μια ενιαία αγορά που καλύπτει το σύνολο της Ένωσης και να επωφελούνται πλήρως από τα πλεονεκτήματά της.

-Σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, όπως αυτό στην ευρωζώνη, πόσο σημαντική μπορεί να είναι η "διαφορά" από την εκμετάλλευση της διαθέσιμης ρευστότητας για μια επιχείρηση ή ακόμη και για μια τράπεζα; Τι ρόλο παίζει η εκμετάλλευση της τεχνολογίας σε αυτή τη διαδικασία;

⁹ Επιτροπή Σοφών για το ρυθμιστικό πλαίσιο των αγορών κινητών αξιών. Η επιτροπή δημοσιοποίησε την πρώτη της έκθεση το Φεβρουάριο του 2001. Για να επιταχύνει και να διευκολύνει τη δημιουργία ρυθμιστικού πλαισίου για τις αγορές κινητών αξιών της ΕΕ, η επιτροπή προτείνει μια νομοθετική προσέγγιση σε τέσσερα επίπεδα:

- Επίπεδο 1 – θέσπιση αρχών-πλαίσιων, με βάση την πρόταση της Επιτροπής στο Συμβούλιο και στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (συναπόφαση)
- Επίπεδο 2 – θέσπιση εκτελεστικών πράξεων οι οποίες θα προετοιμάζονται από την Επιτροπή με τη βοήθεια μιας νέας Ευρωπαϊκής Επιτροπής Κινητών Αξιών και μιας Επιτροπής Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών· η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών θα είναι επιφορτισμένη με την επίλυση τεχνικών ρυθμιστικών θεμάτων με μια ταχεία διαδικασία που θα επιτρέπει τη θέσπισή τους σε σύντομο χρονικό διάστημα·
- Επίπεδο 3 – συνεπής μεταφορά των νομοθετικών πράξεων που θεσπίζονται στα επίπεδα 1 και 2 στην εσωτερική νομοθεσία των κρατών μελών χάρη στην ενισχυμένη συνεργασία μεταξύ εθνικών ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών·
- Επίπεδο 4 – αυστηρότερη εφαρμογή της νομοθεσίας από την Επιτροπή με τη στήριξη των κυβερνήσεων, των κρατών μελών, των εθνικών ρυθμιστικών αρχών και του ιδιωτικού τομέα.

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ενέκρινε την προσέγγιση αυτή στις 5 Φεβρουαρίου 2002.

Πράγματι, τα επιτόκια στην Ευρωζώνη, αλλά και αυτά στις ΗΠΑ, τη Μεγάλη Βρετανία και την Ιαπωνία βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα σήμερα. Στην πραγματικότητα, κατά τη διάρκεια του 2004 είδαμε τα χαμηλότερα αμερικανικά επιτόκια των τελευταίων 55 χρόνων!

Η αποτελεσματική διαχείριση της ρευστότητας όμως έχει λίγο να κάνει με το ύψος των επιτοκίων. Για παράδειγμα, όταν ένας treasurer δεν γνωρίζει ότι μία από τις θυγατρικές της εταιρίας του έχει πλεόνασμα ρευστότητας και καλύπτει την ελλειμματική θέση μιας άλλης θυγατρικής, μέσω δανεισμού από την αγορά, τότε σπαταλά πόρους, αφού το κόστος δανεισμού της μιας είναι μεγαλύτερο από το όφελος που προσφέρει η ρευστότητα της άλλης. Στις ώριμες αγορές, τα επιτόκια και οι συντελεστές εσωτερικής απόδοσης των επενδύσεων **κινούνται παράλληλα**. Με αυτό εννοώ ότι εάν βρισκόμαστε σε περιβάλλον επιτοκίων -λόγου χάρη- της τάξης του 5%, ο εσωτερικός συντελεστής απόδοσης των επενδύσεων (IRR) είναι στο 9%-10% στις καθιερωμένες αγορές, ενώ η μεταξύ τους διαφορά **αντιπροσωπεύει ουσιαστικά το risk premium**.

Για το λόγο αυτό, σε καθιερωμένες εταιρίες με κανονικούς ρυθμούς ανάπτυξης η χρηματοοικονομική επίδραση της αποτελεσματικής διαχείρισης της ρευστότητας είναι **ουσιώδης και ανάλογη** με τον συντελεστή εσωτερικής απόδοσης (IRR). Οι τεχνικές χρηματοοικονομικής αποτελεσματικότητας και η τεχνολογία **μπορούν σε μεγάλο βαθμό να επηρεάσουν** τη διαδικασία της διαχείρισης ρευστότητας. Η χρήση της τεχνολογίας αφορά **δύο διαφορετικούς "άξονες"**: Πρώτον σχετίζεται με την ταχεία ροή πληροφοριών και δεύτερον με την αυτοματοποιημένη διεκπεραίωση των συναλλαγών.

Τεχνικές διαχείρισης ρευστότητας όπως το sweeping, που είναι η αυτοματοποιημένη φυσική κίνηση της ρευστότητας για σκοπούς χρηματοδότησης, δεύτερον, το pooling, που είναι η νοητή διακίνηση κεφαλαίων για σκοπούς βελτιστοποίησης της επιτοκιακής απόδοσης και, τρίτον, η ενδοεταιρική αντιστάθμιση στις νομισματικές θέσεις της εταιρίας είναι τρεις διαφορετικές εφαρμογές που ενισχύουν τις δυνατότητες διαχείρισης του κινδύνου και της ρευστότητας, τόσο σε μεγάλες επιχειρήσεις, όσο και σε χρηματοοικονομικούς οργανισμούς.

-Στην Ελλάδα έχει αρχίσει να παρουσιάζεται έντονο πρόβλημα σε ό,τι αφορά την "ποιότητα" του δανειακού χαρτοφυλακίου προς επιχειρήσεις αλλά και σε ορισμένες κατηγορίες του retail, όπως τα καταναλωτικά δάνεια. Ποιες είναι οι τελευταίες τάσεις στο risk management στις ΗΠΑ και πώς θα μπορούσαν να ενσωματωθούν στα ελληνικά -μικρά- μεγέθη;

Οι βασικές "αρχές" του δανεισμού είναι η **πιστωτική πολιτική και η πιστωτική ανάλυση**. Η πιστωτική πολιτική είναι στενά συνδεδεμένη με μακροοικονομικούς, δημογραφικούς και κοινωνικούς παράγοντες. Για παράδειγμα, η πιστωτική πολιτική έχει να κάνει με την απόφαση του συμβουλίου μιας τράπεζας να **καθιερώσει χρηματοοικονομικές "γραμμές"** για τη χρηματοδότηση μιας χώρας, όπως για παράδειγμα η Ινδονησία, ή ενός κλάδου όπως η ναυτιλία. Η πιστωτική ανάλυση σχετίζεται με τα κριτήρια μέσω των οποίων **αξιολογείται κάθε πρόταση χρηματοδότησης**. Αυτά είναι το ήθος, τα κεφάλαια, η ικανότητα, οι όροι και οι εγγυήσεις που διαθέτει ο οφειλέτης. Η συνισταμένη των παραγόντων αυτών καθορίζει μια απόφαση για χορήγηση δανείου. Για παράδειγμα, αν όλες οι παράμετροι **δεν "ταιριάζουν" με το προαποφασισμένο "σκορ"**, τότε η απόφαση για τη χορήγηση του δανείου θα πρέπει να τροποποιηθεί αντίστοιχα.

Κατά την άποψή μου, τόσο η πιστωτική πολιτική, όσο και η πιστωτική ανάλυση **πρέπει να παρακολουθούνται διαρκώς** από αρμόδια ειδική επιτροπή. Ας μην ξεχνάμε ότι το θέμα της "εταιρικής διακυβέρνησης" είναι "καυτό" και επηρεάζει σήμερα όλους τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς ανά τον κόσμο. Μαζί με το θέμα της διακυβέρνησης, **τίθεται και αυτό της "υπευθυνότητας"**. Ο Νόμος Sarbanes Oxley έφερε μια διαφορετική διάσταση στο χειρισμό του κινδύνου που εμπεριέχουν τα τραπεζικά χαρτοφυλάκια. Η ουσία είναι ότι η συμμόρφωση με τα όσα ορίζουν οι ρυθμιστικές αρχές πρέπει να παρακολουθείται κατά τρόπο ορατό, καθώς και ότι τα διευθυντικά στελέχη των τραπεζών έχουν **και προσωπική -εκτός από εταιρική- ευθύνη**. Οι πρόσφατες αποτυχίες στις περιπτώσεις της Enron, της Worldcom, της Tyco, της Adelphia και άλλων υπογράμμισαν το θέμα της υπευθυνότητας σε ό,τι αφορά τη διαχείριση κινδύνων σε χρηματοοικονομικούς και μη χρηματοοικονομικούς οργανισμούς.

Το θέμα της καταλληλότητας της σύγκρουσης συμφερόντων. Υπήρξαν πρόσφατα φήμες για αποσύνδεση του ρόλου του επιθετικού από τον αμυντικό σύμβουλο σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων. Αναφέρομαι στις επισημάνσεις που έγιναν στον Τύπο για την Goldman Sachs και τον συμβουλευτικό της ρόλο προς το NYSE και την εταιρία Archipelago, τις δύο εταιρίες που βρίσκονταν σε συζητήσεις για συγχώνευση. Πολλοί θα μπορούσαν να πουν ότι υπάρχει ασυμβίβαστο όταν η Goldman Sachs συμβουλεύει ταυτόχρονα τον αγοραστή αλλά και τον στόχο της εξαγοράς. Άλλο παράδειγμα θα μπορούσαν να είναι τα πρόσφατα δημοσιεύματα που αφορούσαν τη Citigroup και σχετίζονται με την αποσύνδεση της διανομής των προϊόντων διαχείρισης κεφαλαίου από την ίδια τη διαχείριση κεφαλαίου. Ότι υπήρξαν δηλαδή συζητήσεις προκειμένου η Legg Mason να γίνει ο

διαχειριστής (κατασκευαστής) των Αμοιβαίων Κεφαλαίων τους, ενώ η Citigroup να είναι ο διανομέας. Και στις δύο παραπάνω περιπτώσεις, έχουμε **πιθανή σύγκρουση συμφερόντων** που ενδεχομένως να έχουν αρνητική επίδραση στον μεμονωμένο επενδυτή. Η πιστωτική πολιτική και ανάλυση, η εταιρική διακυβέρνηση, η υπευθυνότητα και η καταλληλότητα θα ωφεληθούν περαιτέρω από τα κοινά λογιστικά πρότυπα και τη σύγκλιση των φορολογικών συστημάτων.

Τώρα, ερχόμενος στο θέμα της πιστοδότησης ιδιωτών στην ελληνική αγορά, θα ήθελα να τονίσω ορισμένα σημεία. Έχω την αίσθηση ότι οι **ελληνικές τράπεζες συγκρίνονται μεταξύ τους** και υπολογίζουν τα μερίδια αγοράς με βάση το μέγεθος του δανειακού τους χαρτοφυλακίου. Τα καταναλωτικά δάνεια είναι αναμφίβολα ένας κερδοφόρος τομέας. Αυτό μπορεί να το αντιληφθεί ο οποιοσδήποτε **απλώς κοιτάζοντας τη διαφορά του spread** ανάμεσα στα επιτόκια της ευρωπαϊκής διατραπεζικής αγοράς και στα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων, των δανείων για αγορά αυτοκινήτου, των πιστωτικών καρτών και των στεγαστικών δανείων.

Ωστόσο, είναι αυτά τα δάνεια δομημένα στη βάση μιας ισχυρής πιστωτικής πολιτικής και ανάλυσης; Συμμορφώνονται αυτοί που λαμβάνουν τις αποφάσεις με συγκεκριμένα στάνταρτ που θέτουν οι ρυθμιστικές αρχές; Παρακολουθούνται οι διαδικασίες αυτές από τις κατάλληλες επιτροπές;

Είναι πλάνη να πιστεύει κανείς ότι μια τράπεζα παγκοσμίου εμβέλειας είναι περισσότερο οργανωμένη από μια μικρή τράπεζα στα θέματα αυτά. Θυμάμαι ότι η ίδια η **JP Morgan**, στην οποία και βρίσκομαι, στα τέλη της δεκαετίας του '90 είχε σημαντικό άνοιγμα προς τηλεπικοινωνιακές εταιρίες και προς τα venture capital με αντικείμενο το internet. Όταν έσκασε η "φούσκα", η τράπεζα αντιμετώπισε σοβαρή ανισορροπία στο δανειακό της χαρτοφυλάκιο, που επέφερε πλήγμα στα αποτελέσματά της.

Συστηματική ασχολία με επενδύσεις σε χρηματαγορές και προϊόντα σταθερού εισοδήματος σε παγκόσμια κλίμακα. Ποιες είναι οι προβλέψεις σε σχέση με το ευρώ και το δολάριο;

Για παράδειγμα, με την είσοδο του ευρώ πολύ λίγοι πίστευαν ότι σύντομα θα καταστεί πραγματικός ανταγωνιστής του δολαρίου. Ωστόσο τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας των ΗΠΑ τα τελευταία έξι χρόνια ήταν τέτοια, ώστε **δικαιολόγησαν την κατά 40% υποχώρηση** του δολαρίου έναντι του ευρώ. Η πλειονότητα των προβλέψεων κάνει τώρα λόγο για σχέση ευρώ/δολαρίου μεταξύ του 1,20 και του 1,25.

Α) το αμερικανικό έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών. Όσο υψηλότερο είναι, τόσο μεγαλύτερη πίεση θα δέχεται το δολάριο, έτσι ώστε να αντισταθμίσει το συγκριτικό του μειονέκτημα στις χρηματαγορές.

Β) η σχέση του κινεζικού γουάν και του αμερικανικού νομίσματος. Πρόκειται για σταθερή ισοτιμία που σύμφωνα με τους Αμερικανούς δεν ακολουθεί την αντιστοιχία αγοραστικής δύναμης (Purchasing Power Parity) των δύο νομισμάτων. Αυτό κάνει την Κίνα πιο ανταγωνιστική αυξάνοντας έτσι το αμερικανικό εμπορικό έλλειμμα.

Γ) το επίπεδο των επιτοκίων. Αν και τα αμερικανικά επιτόκια εμφανίζουν ανοδική τάση, βρίσκονται ακόμη σε χαμηλά επίπεδα (3% για το διατραπεζικό overnight). Το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων δεν βοηθά την ισοτιμία να ανατιμηθεί μεσοπρόθεσμα, παρά την τρέχουσα αύξηση της αξίας του δολαρίου.

Δ) οι αμερικανικές κεφαλαιαγορές. Σε όρους μετοχών, βλέπουμε τον Dow Jones να διακυμαίνεται στο επίπεδο των 10.500 μονάδων (+/- 5%) εδώ και περισσότερους από 6 μήνες, ενώ τα γραμμάτια του αμερικανικού δημοσίου και οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων εμφάνισαν σχετική σταθερότητα σε αρκετά χαμηλά επίπεδα, ανεξάρτητα από την ημερομηνία λήξης τους.

-Εν μέσω της παγκοσμιοποίησης θεωρείται σχεδόν δεδομένο ότι μεγάλες τράπεζες του εξωτερικού θα αποκτήσουν ισχυρή –ίσως και κυρίαρχη- θέση στην ελληνική αγορά. Ποια είναι τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα που θα μπορούσαν να έχουν οι ελληνικές τράπεζες και ειδικότερα πώς θα μπορούσαν ενδεχομένως να αντιμετωπίσουν το χαμηλότερο "κόστος χρήματος" που φαίνεται να έχει ένας ξένος κολοσσός;

Η υπόθεση ότι η παγκοσμιοποίηση θα "σπρώξει" τις ξένες τράπεζες στην Ελλάδα δεν είναι **απαραίτητα σωστή**. Η ελληνική αγορά είναι αναμφισβήτητα λιγότερο ανεπτυγμένη, ειδικά σε

προϊόντα αιχμής, όπως οι ασφάλειες, η διαχείριση ρευστών και κεφαλαίου, το Internet banking "ανοικτής αρχιτεκτονικής" και τα "συνδυαστικά" καταναλωτικά προϊόντα. Ωστόσο, η ελληνική αγορά είναι σχετικά μικρή, με επαρκή κανονιστική ρύθμιση, ενώ αντιμετωπίζει προκλήσεις που σχετίζονται με το δημογραφικό ζήτημα. Για το λόγο αυτό, εκτιμώ ότι ξένες τράπεζες που **δεν διαθέτουν ιστορικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα** και καθιερωμένη πελατεία στην ελληνική αγορά, όπως για παράδειγμα συμβαίνει με ορισμένες ξένες τράπεζες στον κλάδο της ναυτιλίας, θα είναι δύσκολο να προσελκυσθούν. Λέγοντας αυτό όμως πρέπει να σημειώσω ότι για όσους "πιστέψουν" πραγματικά σε αυτή, **η ελληνική αγορά έχει ενδιαφέρον**, ιδιαίτερα στο χώρο της καταναλωτικής πίστης. Προσωπική μου αίσθηση είναι ότι οι ξένοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί **θα θελήσουν περισσότερο να εξαγοράσουν ελληνικές τράπεζες** με καθιερωμένη παρουσία και διείσδυση στην αγορά, παρά να ξεκινήσουν αυτόνομη παρουσία στη χώρα. Οι λόγοι που με οδηγούν στη σκέψη αυτή έχουν να κάνουν με τα ακόλουθα: Πρώτον, με ό,τι ανέφερα παραπάνω: Η ελληνική αγορά σήμερα υστερεί και κατά συνέπεια προσφέρει **περισσότερα "περιθώρια" ανάπτυξης** στην καταναλωτική πίστη και σε συναφή προϊόντα, όπως οι ασφάλειες και η διαχείριση χαρτοφυλακίου, έναντι της υπόλοιπης Ευρώπης. Δεύτερον, το ασφαλιστικό ζήτημα των τραπεζών ενδέχεται να δημιουργήσει τις προϋποθέσεις για την αγορά από ξένους επενδυτές σημαντικών ποσοστών σε καθιερωμένους ελληνικούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς **και σε ανταγωνιστικές τιμές**. Όσον αφορά στο θέμα της ανταγωνιστικότητας του κόστους κεφαλαίου, ζητώ την άδεια να αποστασιοποιηθώ από τη συμβατική σκέψη. Προσωπικά πιστεύω ότι πολύ λίγοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί **γνωρίζουν επακριβώς** το κόστος κεφαλαίου τους. Ακόμα όμως και εάν το ξέρουν, δεν έχουν κάποιον ιδιαίτερα επεξεργασμένο και αναλυτικό τρόπο σύνδεσης του κόστους χρηματοδότησης με τα προϊόντα που προσφέρουν στην αγορά. Με βάση αυτή τη συλλογιστική, άλλωστε, συμμετείχα προσωπικά στη δόμηση **ενός από τα ισχυρότερα επιχειρηματικά μοντέλα** που διαθέτει σήμερα η JP Morgan. Τα μεγάλα ιδρύματα έχουν όντως πλεονέκτημα έναντι των μικρότερων στο ότι διαθέτουν **μεγάλη και διαφοροποιημένη βάση καταθετών**. Έχουν επίσης περισσότερο άμεση πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές για βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση.

Αυτό που έχω παρατηρήσει είναι ότι **πολύ λίγα ελληνικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα** έχουν ακολουθήσει τον δρόμο της βελτιστοποίησης των ισολογισμών τους με συστηματικό τρόπο. Κατά τη γνώμη μου, ένα ελληνικό χρηματοοικονομικό ίδρυμα που θέλει να βρίσκεται στην αιχμή της ανταγωνιστικότητας, **θα πρέπει να είναι ενεργό σε όλα τα παρακάτω**: Στην εξειδίκευση σε τεχνικές πωλήσεων προς καταναλωτές και επιχειρήσεις, με την προσφορά μοντέρνων λύσεων καθημερινών χρηματοοικονομικών προβλημάτων και όχι απλώς με το "σπρώξιμο" ήδη υφισταμένων προϊόντων που πιθανόν να μην έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα, στην τιτλοποίηση επιχειρηματικών δανείων, οφειλών από πιστωτικές κάρτες και στεγαστικών δανείων, στην εισαγωγή ανταγωνιστικών και καινοτόμων προϊόντων που προσελκύουν καταθέσεις, στην άντληση κεφαλαίων, τόσο από την εγχώρια όσο και από τη διεθνή κεφαλαιαγορά, αλλά και στην εξαγορά ξένων ιδρυμάτων. **Αν ακολουθηθούν συγχρονισμένα** όλες οι παραπάνω μεθοδολογίες, πιστεύω ότι η "ψαλίδα" στο κόστος χρήματος θα εμφανίσει απρόσμενη σύγκλιση.

-Ποια είναι τα σημεία στα οποία επικεντρώνεται τώρα ο "ανταγωνισμός" μεταξύ των μεγάλων παικτών του διεθνούς τραπεζικού συστήματος; Τι προηγείται, η αύξηση του μεγέθους (μέσω και εξαγορών) ή η βελτιστοποίηση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας;

Εξαρτάται από ποια οπτική απαντά κανείς. Στη διεθνή αγορά προς το παρόν κυριαρχεί **το θέμα της προσφοράς "μετοχικής αξίας"** (shareholder value). Απαιτείται, με λίγα λόγια, συστηματική παραγωγή καθαρής κερδοφορίας προσαρμοσμένης στο επίπεδο κινδύνου. Οι μέτοχοι θέλουν να βλέπουν ότι η διαχείριση της επένδυσής τους είναι συνετή και κερδοφόρος με διαρκώς αυξανόμενο ρυθμό. Υπό αυτό το πρίσμα, θα παρακολουθούν τους ρυθμούς ανάπτυξης των εσόδων, σε συνδυασμό με τα σχετικά έξοδα. Επιτυχημένα χρηματοοικονομικά ιδρύματα αυξάνουν σήμερα τα έσοδά τους **με ετήσιο ρυθμό 10%**, ενώ τα έξοδά τους τείνουν να διαμορφωθούν περίπου στο 50%-55% των εσόδων. Είναι σημαντικό όμως να υπογραμμίσουμε **τη διαφορά μεταξύ οργανικής και μη οργανικής ανάπτυξης**. Τα έσοδα από διάθεση στοιχείων ενεργητικού και η ανατίμηση των περιουσιακών στοιχείων δεν συνυπολογίζονται πλέον στα στοιχεία αύξησης των εσόδων. Τα μη οργανικά έσοδα είναι σημαντικά, **μόνον εάν οι αποεπενδύσεις** αποτελούν μέρος μιας ορθής στρατηγικής και επιτρέπουν στις εταιρίες να εστιάσουν στα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα.

Κατά τα 10 τελευταία χρόνια, παρατηρήσαμε την ύπαρξη μιας **σημαντικής τάσης συγχωνεύσεων και εξαγορών** που σκοπό είχαν την υποστήριξη της οργανικής κερδοφορίας. Οι ενέργειες αυτές,

όμως, είναι επιτυχημένες μόνο όταν υπάρχουν συνέργειες και δημιουργούνται οικονομίες κλίμακας και φάσματος. Για παράδειγμα, όταν μια τράπεζα έχει ευδιάκριτη διείσδυση σε κάποια κατηγορία πελατών -ας πούμε σε αυτή των μεσαίων εισοδημάτων- και συγχωνεύεται με μια άλλη που έχει ανταγωνιστικά διαφοροποιημένες σειρές προϊόντων. Αν στην παραπάνω περίπτωση **η συγχώνευση πραγματοποιηθεί σωστά**, οι μέτοχοι θα επωφεληθούν από ουσιαστική αύξηση της αξίας, καθώς οι καταναλωτές του ενός από τους συμβαλλόμενους οργανισμούς θα απολαύσουν τα προϊόντα του άλλου.

Ωστόσο, η δημιουργία μεγαλύτερων ιδρυμάτων αυξάνει ακόμη περισσότερο **τη σημασία της συμμόρφωσης** με τους ρυθμιστικούς κανόνες και της διαχείρισης κινδύνου. Τέλος, θα ήθελα να αναφέρω συνοπτικά ορισμένες χρηματοοικονομικές σχέσεις που χαρακτηρίζουν έναν επιτυχημένο οργανισμό.

Χαμηλός λόγος εξόδων προς έσοδα: Εγγύαται ανταγωνιστικό λειτουργικό κόστος για το συγκεκριμένο επίπεδο δραστηριότητας.

Υψηλά καθαρά κέρδη μετά από φόρους: Σημαντική προσοχή δίνεται στην ποσόστωση των λειτουργικών κερδών, επί του συνόλου.

Υψηλή απόδοση ιδίων κεφαλαίων: Τα πιο αποτελεσματικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα λειτουργούν με διψήφιο ποσοστό μεγαλύτερο ή ίσο του 15%.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ **3**

ΘΕΜΑΤΙΚΗ ΕΝΟΤΗΤΑ 2

- **ΠΕ1.3 Από τα Παραδοσιακά στα ‘Εναλλακτικά’ Καινοτόμα Χρηματοοικονομικά Εργαλεία:** ως συνέπεια της διαφοροποίησης του επενδυτικού profile των οικονομικών μονάδων, τεκμηριώνεται η εξελικτική μετακίνηση των επενδυτικών προτιμήσεων από τα παραδοσιακά στα χαρακτηριζόμενα ‘εναλλακτικά’ επενδυτικά προϊόντα, που καλύπτουν διευρυνόμενο μερίδιο αγοράς και παρέχουν ευελιξία και αποτελεσματικότητα στη σύγχρονη διαχείριση χαρτοφυλακίου, καταγράφονται οι στόχοι, η χρησιμότητα και οι επιδράσεις των καινοτόμων χρηματοοικονομικών εργαλείων και παρέχεται ανασκόπηση θεωρητικής και εμπειρικής βιβλιογραφίας.

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

3.1.1 Ορισμός Χρηματιστηριακού Παραγώγου :

Χρηματιστηριακό παράγωγο προϊόν είναι μία διμερής σύμβαση, της οποίας η τιμή βασίζεται σε μία χρηματιστηριακή υποκείμενη αξία, όπως μία μετοχή, ένα ομόλογο ή ένας χρηματιστηριακός δείκτης και κατ' αυτήν την έννοια, παράγεται από αυτήν την αξία.

Σαν επενδυτικά εργαλεία ήταν ήδη γνωστά από τα μέσα του 17ου αιώνα αφού συμβόλαια δικαιωμάτων συναλλάσσονταν στο Χρηματιστήριο του Άμστερνταμ από εκείνη τη χρονική περίοδο.

Στα αναπτυγμένα Χρηματιστήρια υπάρχουν παράγωγα προϊόντα εκτός από μετοχές, ομόλογα και χρηματιστηριακούς δείκτες και σε επιτόκια νομισμάτων, σε συναλλαγματικές ισοτιμίες νομισμάτων, σε πολύτιμα μέταλλα όπως χρυσός και πλατίνα, σε διάφορα εμπορεύματα όπως καφές, βρώμη, ζάχαρη, πετρέλαιο ενώ διαρκώς εμπλουτίζονται οι νέες κατηγορίες προκειμένου να καλύψουν τις συνεχώς μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες και εξελίξεις.

Στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών το οποίο πρόσφατα συγχωνεύθηκε με το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αυτή την στιγμή διαπραγματεύονται τα ακόλουθα παράγωγα προϊόντα :

1. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE MID 40
2. Δικαιώματα προαίρεσης στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE MID 40
3. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε Μετοχές και συγκεκριμένα στις μετοχές Alpha Τράπεζα, ΕΕΕΚ, ΟΤΕ, Εθνική Τράπεζα, Ιντρακόμ και Πάναφον
4. Δικαιώματα Προαίρεσης σε Μετοχές
5. Δανεισμός τίτλων σε μορφή Repos
6. Σύμβαση Επαναγοράς

Αξιοσημείωτο είναι ότι αναμένονται μέχρι το τέλος του 2002 να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση και Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης αλλά και Δικαιώματα προαίρεσης στην συναλλαγματική Ισοτιμία Ευρώ-Δολλαρίου, ενώ έχει διακοπεί επ' αορίστον η διαπραγμάτευση των Συμβολαίων Μελλοντικών Εκπλήρωσης σε 10ετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου. (www.eurexchange.com)

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών λειτουργεί από τον Αύγουστο του 1999 ενώ σύμφωνα με το τελευταίο δελτίο ανάπτυξης που εκδίδει το Χρηματιστήριο Παραγώγων τον Οκτώβριο του 2002 υπάρχουν 72 συνολικά μέλη διαπραγμάτευσης του ΧΠΑ από 20 τον Δεκέμβριο του 1999, 48 μέλη εκκαθάρισης ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π από 20 τον Δεκέμβριο του 1999 ενώ οι κωδικοί πελατών και τα προϊόντα έχουν αυξηθεί αντίστοιχα από 325 σε 14446 πελάτες και από 1 σε 7 συνολικά προϊόντα.

Όσον αφορά τον όγκο συναλλαγών ακολουθεί σταθερά αυξητική τάση ενώ πρόσφατα αρκετές φορές ο όγκος συναλλαγών στα Παράγωγα ξεπέρασε τον όγκο συναλλαγών στην Χρηματιστηριακή αγορά.

Αξίζει να σημειωθεί ότι το Χρηματιστήριο Παραγώγων ακολουθεί μία ιδιαίτερα ανταγωνιστική τιμολογιακή πολιτική ώστε η χρήση των παραγώγων να μην περιορίζεται μόνο στους θεσμικούς επενδυτές αλλά και στους ιδιώτες με σκοπό την περαιτέρω ανάπτυξη των δραστηριοτήτων του. Ωστόσο το τελευταίο διάστημα τα περιθώρια ασφάλισης που χρειάζονται για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης αυξήθηκαν από 12% του δεσμευμένου κεφαλαίου σε 15% ενώ αυξήθηκαν και τα περιθώρια ασφάλισης για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε Μετοχές και διαμορφώνονται από 19% έως 28% ανάλογα με την μετοχή. Η απόφαση αυτή πάρθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αφενός διότι το τελευταίο διάστημα υπήρχε η εντύπωση ότι το Χρηματιστήριο Παραγώγων λειτουργούσε ανταγωνιστικά με το Χρηματιστήριο Αξιών και συντελούσε στην πτώση του τελευταίου, όπως επίσης για να αυξήσει τεχνητά το κόστος συναλλαγών στα Παράγωγα Προϊόντα .

Τα παράγωγα προϊόντα έχουν χαρακτηριστικά που τα διαφοροποιούν από άλλες μορφές επενδύσεων, όπως για παράδειγμα την ύπαρξη ημερομηνίας λήξης, την επίδραση της μεταβλητότητας των τιμών του υποκείμενου στην αξία τους και τον τρόπο εκκαθάρισης.

Σε αντίθεση με τα προϊόντα που έχουν χρηματικό διακανονισμό, οι επενδυτές σε παράγωγα προϊόντα με φυσική παράδοση, αγοραστής και πωλητές, αναλαμβάνουν υποχρέωση ανάλογη της ονομαστικής αξίας του συμβολαίου. Αυτό σημαίνει ότι οι πωλητές πρέπει να έχουν στην κατοχή τους τίτλους προς παράδοση και οι αγοραστής να καταβάλουν σε μετρητά την αξία των τίτλων.

Ένα πολύ σημαντικό γνώρισμα των παραγώγων είναι η μόχλευση των επενδυμένων κεφαλαίων, η οποία πολλαπλασιάζει την αναμενόμενη απόδοση, πολλαπλασιάζει επίσης και τις πιθανές ζημιές. Μία μικρή κίνηση της υποκείμενης αξίας επιφέρει πολλαπλάσια μεταβολή είτε θετική είτε αρνητική επί του επενδυμένου κεφαλαίου. Για αυτό τον λόγο σε περίπτωση που η ζημία καταβάλλεται μέσω του ημερήσιου διακανονισμού όπως στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης ο επενδυτής θα πρέπει να είναι σε θέση να καλύψει το απαιτούμενο ποσό με ρευστά διαθέσιμα σε ημερήσια βάση. Τα ιδιαίτερα

γνωρίσματα των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης θα αναλυθούν σε επόμενο κεφάλαιο. Αξίζει όμως να σημειώσουμε τους κινδύνους που υπάρχουν από την χρήση των παραγώγων προϊόντων εκτός από την μόγλευση. Οι ακόλουθοι κίνδυνοι είναι οι πιο σημαντικοί :

3.1.2 Συνθήκες της Αγοράς των Παραγώγων.

Οι οικονομικές συνθήκες της αγοράς όπως η έλλειψη ρευστότητας και τυχόν έκτακτες ανωμαλίες της αγοράς όπως προσωρινή διακοπή συνεδριάσεων, διαγραφή παραγώγου όπως η επ'αόριστον αναστολή διαπραγμάτευση του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο 10ετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου μπορεί να καθιστούν αδύνατη την διενέργεια αποτελεσματικών συναλλαγών επί παραγώγων.

2.Απόκλιση της Αγοράς των Παραγώγων από την Αγορά των Υποκειμένων Αξιών.

Επειδή τα παράγωγα διαπραγματεύονται καθημερινά στο Χρηματιστήριο Παραγώγων ακολουθώντας τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης υπάρχει η περίπτωση να υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ της υποκείμενης αγοράς και έτσι να πολλαπλασιάζονται τα κέρδη ή οι απώλειες.

3.Κίνδυνος Ατελούς Αντισταθμίσης του Κινδύνου.

Όπως θα δούμε παρακάτω υπάρχει η δυνατότητα ο επενδυτής να επιλέξει να αντισταθμίσει μερικώς και όχι ολικώς την θέση που έχει πάρει στην υποκείμενη αγορά. Αν επιλέξει να αντισταθμίσει ολικώς την θέση του έχει και μεν υψηλότερο κόστος συναλλαγών όμως μειώνει σημαντικά τον κίνδυνο ζημίας αλλά και το επίπεδο του κέρδους του.

4.Δέσμευση μετρητών ή κινητών αξιών.

Η δέσμευση μετρητών ή κινητών αξιών ενδέχεται να ενέχει πιστωτικό κίνδυνο σε περίπτωση που ο θεματοφύλακας δεν εκπληρώσει πλήρως τις υποχρεώσεις του. (www.nybot.com)

5.Νομοθετικό πλαίσιο.

Οι όροι και τα χαρακτηριστικά των παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Παραγώγων καθώς και ο τρόπος και οι προϋποθέσεις διενέργειας των συναλλαγών μπορεί να τροποποιηθούν με απόφαση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων, όπως επίσης και οι όροι και η διαδικασία εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών με απόφαση της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί παραγώγων.

6.Συναλλαγματικός κίνδυνος, Συστηματικός κίνδυνος και μη Συστηματικός κίνδυνος.

Μελλοντικά με την διαπραγμάτευση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιωμάτων Προαίρεσης στην Συναλλαγματική Ισοτιμία Ευρώ-Δολλαρίου θα υπάρχει ο επιπλέον συναλλαγματικός κίνδυνος από την διαφορά των Ισοτιμιών. Ο Συστηματικός κίνδυνος αφορά την Αγορά στο σύνολο της και μπορεί να είναι μία γενικευμένη κρίση την οποία ο επενδυτής δεν μπορεί να αποφύγει όπως η επικείμενη επίθεση στο Ιράκ και οι συνέπειες από την άνοδο του πετρελαίου. Αντίθετα ο μη Συστηματικός κίνδυνος αφορά μεμονωμένα περιστατικά όπως ένα σημαντικό επιχειρηματικό νέο που θα έχει επιπτώσεις στην τιμή της μετοχής στην υποκείμενη αγορά άρα και στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και στα Δικαιώματα Προαίρεσης για την συγκεκριμένη μετοχή.

7. Πολιτικός κίνδυνος, Κίνδυνος Πληθωρισμού και Κίνδυνος Επιτοκίων.

Στην εποχή της παγκοσμιοποίησης οτιδήποτε έχει να κάνει με διεθνείς εξελίξεις σε πολιτικό, διπλωματικό και στρατιωτικό επίπεδο όπως και οι αποφάσεις των κυβερνήσεων επηρεάζουν την πορεία των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών. Ο πληθωρισμός μειώνει την πραγματική αξία του επενδύμενου κεφαλαίου και των προσδοκώμενων αποδόσεων. Τέλος μία μεταβολή των επιτοκίων ενδέχεται να έχει σημαντική επίδραση σε χρηματοπιστωτικά μέσα όπως τα ομόλογα αλλά και σε μετοχές εφόσον τα επιτόκια καταθέσεων είναι μικρά ή ακόμα και αρνητικά όπως στην χώρα μας αφού την παρούσα στιγμή ο πληθωρισμός είναι στο 3.7 ενώ τα μέσα ονομαστικά επιτόκια καταθέσεων είναι στο 2% ή στο 1.7% μετά τη αφαίρεση φόρου 15% και επομένως η πραγματική απόδοση των χρημάτων σε ένα λογαριασμό ταμειυτηρίου είναι της τάξεως του -2%.

3.1.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΧΡΗΣΗΣ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

Τα πλεονεκτήματα των παράγωγων προϊόντων είναι πολλά και σημαντικά. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν για δύο κυρίως λόγους :

1. Για αντιστάθμιση του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου μετοχών.
2. Για καθαρά κερδοσκοπικούς σκοπούς.

Σε κάθε περίπτωση, ο σωστός επενδυτής πρέπει να γνωρίζει τα χαρακτηριστικά των προϊόντων, την αναμενόμενη απόδοση, τη μέγιστη ζημία του και να ακολουθεί μία ορθή επενδυτική τακτική.

Τα κύρια πλεονεκτήματα συνοψίζονται στη μόχλευση που πολλαπλασιάζει την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου, στην δυνατότητα εκμετάλλευσης όλων των τάσεων της αγοράς, στην ευελιξία που προσφέρουν μέσα από τη δημιουργία κατάλληλων στρατηγικών και στην απλοποίηση των συναλλαγών και την ποικιλία για διαφοροποίηση του συνολικού κινδύνου που επιθυμεί να αναλάβει ένας επενδυτής. Επίσης μπορεί να γίνει χρήση του υπάρχοντος χαρτοφυλακίου ως περιθώριο ασφάλισης και χρειάζονται μικρά κεφάλαια για συναλλαγές.

Τέλος ένα πολύ σπουδαίο πλεονέκτημα των παραγώγων προϊόντων είναι ότι σε περιόδους στασιμότητας της Χρηματιστηριακής Αγοράς μπορούν να αποφέρουν σημαντικά κέρδη. Αυτό οφείλεται στην μόχλευση και στο ποσό των χρημάτων που υποχρεούται να δεσμεύσει ο επενδυτής για μία θέση αγοράς ή πώλησης σε Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δείκτες ο επενδυτής οφείλει να καταβάλει μόνο το 15% της τιμής του υποκείμενου δείκτη σε μία χρονική περίοδο. Επειδή τα κέρδη ή οι ζημιές υπολογίζονται σε καθημερινή βάση επί της ονομαστικής τιμής του Συμβολαίου, η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου είναι πολλαπλάσια και 1% μεταβολή της τιμής του δείκτη οδηγεί σε $100/15=6.66$ φορές απόδοση στο κεφάλαιο. Έτσι σε μία μεταβολή λίγων ποσοστιαίων μονάδων του δείκτη, ο επενδυτής μπορεί να έχει σημαντικά κέρδη αν κάνει σωστές προβλέψεις. Αξίζει να σημειωθεί ότι στο παρελθόν οι αποδόσεις ήταν ακόμα μεγαλύτερες αφού το περιθώριο ασφάλισης ήταν 12% επί της καθημερινής τιμής του δείκτη και επομένως τα περιθώρια ασφάλισης έμμεσα μπορούν να λειτουργήσουν σαν ένα μέσο περιορισμού των κερδών ή αντίθετα σε μία σημαντική πολιτική προώθησης των παράγωγων προϊόντων αν μειωθούν τα περιθώρια ασφάλισης. Μεγαλύτερη δυνατότητα κερδών δίνεται από τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δείκτες παρά σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε μετοχές αφού οι τελευταίες έχουν πολύ μεγαλύτερα περιθώρια ασφάλισης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ

4

4.1 ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ ΔΕΙΚΤΕΣ

Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε έναν από τους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/MID-40 είναι τα εξής :

Προϊόν	Σ.Μ.Ε στο δείκτη FTSE/ASE 20
Διακανονισμός	Ημερήσιος Χρηματικός Διακανονισμός
Μέγεθος Συμβολαίου	Πολλαπλασιαστικής των 5 Ευρώ
Τιμή Συμβολαίου	Μονάδες Δείκτη
Ώρες Συναλλαγών	10:45-16.15
Περιθώριο Ασφάλισης	15% της αξίας της θέσης
Μήνες Λήξης	Κάθε φορά υπάρχουν συνολικά 6 Σ.Μ.Ε προς διαπραγμάτευση. Αυτά αφορούν τους 3 πιο κοντινούς μήνες από τον μηνιαίο κύκλο και τους 3 πιο κοντινούς μήνες από τον τριμηνιαίο

	κύκλο, Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου που δεν περιλαμβάνονται στους παραπάνω.
Ημερομηνία Λήξης	Η 3 ^η Παρασκευή του μήνα λήξης
Ημέρα Τελικής Εκκαθάρισης	Η 1 ^η ημέρα συναλλαγής μετά την ημέρα λήξης

Αντίστοιχα για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/MID-40 τα χαρακτηριστικά είναι πανομοιότυπα με βασική διαφορά ότι ο πολλαπλασιαστής είναι 10 Ευρώ ανά μονάδα δείκτη.

Στην ουσία, τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δείκτες είναι συμφωνίες μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή να αποζημιώσουν ο ένας τον άλλο ανάλογα με την πορεία της τιμής του δείκτη. Ένας αγοραστής Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης αναλαμβάνει την υποχρέωση να αγοράσει το δείκτη την ημέρα λήξης του συμβολαίου σε μία συμφωνημένη τιμή την ημέρα λήξης. Ο αγοραστής προσδοκά μία άνοδο του συγκεκριμένου δείκτη, ενώ ο πωλητής μία πτώση. Αξίζει να σημειωθεί ότι εφόσον το κέρδος του ενός είναι η ζημία του άλλου, το αποτέλεσμα του αθροίσματος των κερδών και των ζημιών σε κάθε δεδομένη στιγμή ισούται με μηδέν.

Ανά πάσα στιγμή ο αγοραστής ή ο πωλητής μπορεί να κλείσει την θέση του κάνοντας μία αντίστροφη κίνηση, δηλαδή ο αγοραστής να πουλήσει το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης και ο πωλητής να το αγοράσει. Κάθε ημέρα ο επενδυτής σε ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης εισπράττει το κέρδος ή πληρώνει την ζημία του, ανάλογα με την θέση που έχει πάρει και βεβαίως την κίνηση της τιμής του Συμβολαίου την προηγούμενη ημέρα.

Ένας επενδυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης για τους παρακάτω σκοπούς :

1. Να κάνει αντιστάθμιση του κινδύνου ενός μετοχικού χαρτοφυλακίου με το να πάρει θέση πώλησης σε Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη.
2. Να αξιοποιήσει την μόχλευση των κεφαλαίων και να επιτύχει μεγαλύτερες αποδόσεις για το κεφάλαιο του χάρη στο περιθώριο ασφάλισης ή ακόμα αντί για μετρητά να προσφέρει σαν ενέχυρο τις μετοχές που έχει ήδη στο χαρτοφυλάκιο του.
3. Να κερδοσκοπήσει βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα.
4. Να πραγματοποιήσει εξισορροπητική κερδοσκοπία μεταξύ της Χρηματιστηριακής Αγοράς και της Αγοράς των Παραγώγων και να εκμεταλλευθεί ακόμα και τις περιόδους με μικρή διακύμανση της Χρηματιστηριακής Αγοράς.
5. Να κάνει πιο αποτελεσματική παθητική ή ενεργητική διαχείριση του χαρτοφυλακίου του.

Όλα τα παραπάνω αποτελούν και τα κύρια οφέλη από την χρήση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης μαζί με την άμεση ρευστοποίηση των θέσεων του, την εγγύηση ότι οι υποχρεώσεις του διακανονισμού θα εκπληρωθούν και φυσικά την ταχύτητα και το μικρό σχετικά κόστος των συναλλαγών.

4.1.1 ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΕΠΙ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ένα νέο προϊόν στο Χρηματιστήριο παραγώγων είναι τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί μετοχών. Την παρούσα χρονική περίοδο υπάρχουν Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης για τις μετοχές Άλφα Τράπεζα, ΟΤΕ, Εθνική Τράπεζα, ΕΕΕΚ (Coca-Cola), Πάναφον και Ιντρακόμ.

Τα γνωρίσματα και τα πλεονεκτήματα τους είναι σε γενικές γραμμές όμοια με τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δείκτες με την βασική διαφορά ότι έχουμε φυσική παράδοση των τίτλων στη λήξη του Συμβολαίου σε πολλαπλάσια των 100 μετοχών. Ο καθημερινός χρηματικός διακανονισμός παραμένει ενώ τα περιθώρια ασφάλισης είναι πολύ μεγαλύτερα από τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δείκτες και κυμαίνονται από 19%-28% ανά μετοχή. Υπάρχουν 3 σειρές διαπραγματεύσεων αντί 6 και προέρχονται από τους 3 κοντινότερους μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου.

Οι βασικότερες χρήσεις των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί μετοχών είναι οι εξής :

1. Αντιστάθμιση του κινδύνου από τις κινήσεις της τιμής μίας μετοχής σε ένα μετοχικό χαρτοφυλάκιο. Αν υπάρχει σημαντική πτώση της τιμής μίας μετοχής ο επενδυτής πουλώντας Συμβόλαια

Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί της συγκεκριμένης μετοχής μπορεί να εξουδετερώσει τις απώλειες από την μείωση της χρηματιστηριακής τιμής.

2. Διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου με χαμηλό κόστος μέσω της φυσικής παράδοσης ή παραλαβής μετοχών στη λήξη.

3. Πολλαπλάσια κέρδη αλλά και ζημίες λόγω της μόχλευσης που οφείλεται στα περιθώρια ασφάλισης.

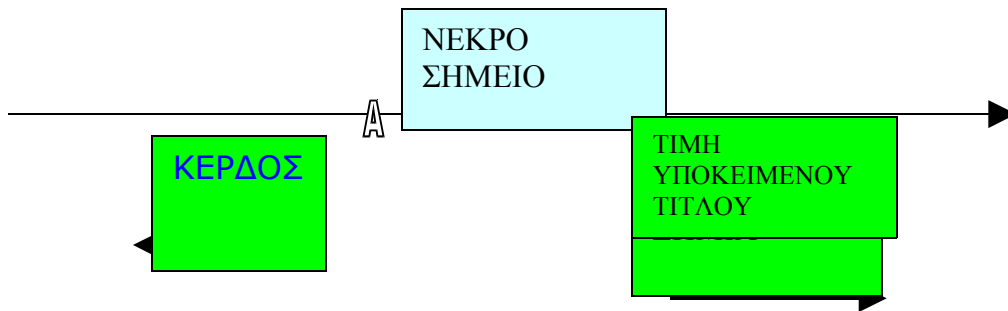
4. Δημιουργία πολλών συνδυαστικών θέσεων μεταξύ μετοχών και δεικτών με σκοπό την εξισορροπητική κερδοσκοπία μεταξύ των αγορών.

5. Απλή κερδοσκοπία στην τιμή μίας μετοχής.

Βέβαια εφόσον υπάρχει και εδώ η ημέρα λήξης των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης που είναι η 3^η Παρασκευή του μήνα λήξης και η ημέρα τελικής εκκαθάρισης είναι η 3^η εργάσιμη ημέρα μετά την ημέρα λήξης αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι σε μήνες που λήγουν τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί μετοχών θα πρέπει να αναμένουμε μεγάλο όγκο συναλλαγών και μεταβλητότητα στις τιμές των μετοχών ώστε ένας επενδυτής να μπορεί να επιλέξει την κατάλληλη στρατηγική του. Αν μάλιστα έχει ένα σημαντικό αριθμό μετοχών και τις δανείσει στην Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί παραγώγων μέσω του προϊόντος Stock Repos τότε μπορεί να υλοποιήσει την στρατηγική του χωρίς την δέσμευση μετρητών και να έχει έτσι επιπλέον ρευστότητα για να εκμεταλλευθεί τις τάσεις της αγοράς και ένα επιπλέον έσοδο από τον δανεισμό των μετοχών προς την Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων.

4.1.2 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΘΕΣΗΣ ΣΕ ΠΩΛΗΣΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ ΔΕΙΚΤΗ

Ένας επενδυτής πιστεύει ότι οι τρέχουσες τιμές στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι αρκετά ελκυστικές και αποφασίζει να αγοράσει ορισμένες μετοχές. Ταυτόχρονα επιθυμεί να έχει διασφάλιση του κινδύνου σε περίπτωση που οι μετοχικές αξίες υποχωρήσουν και για αυτόν τον λόγο παίρνει θέση στο Χρηματιστήριο Παραγώγων πουλώντας ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε ένα δείκτη. Διαγραμματικά οι απώλειες και τα κέρδη του επενδυτή φαίνονται στο παρακάτω διάγραμμα. Το νεκρό σημείο είναι το σημείο που ο επενδυτής δεν έχει ούτε κέρδη ούτε ζημίες και αντιστοιχεί στην τιμή που είχε το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης την ημέρα που πήρε θέση πώλησης σε ένα τέτοιο Συμβόλαιο. Αν η τιμή του Συμβολαίου Εκπλήρωσης στο δείκτη μειωθεί τότε ο επενδυτής κερδίζει ενώ αν αυξηθεί χάνει. Για λόγους απλούστευσης θεωρούμε ότι δεν υπάρχουν προμήθειες στην αγοραπωλησία Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Η κλίση της ευθείας είναι ευθεία γραμμή διότι αντιπροσωπεύει το κέρδος ή ζημία που έχει ο επενδυτής και είναι σταθερή και εξαρτάται από το περιθώριο ασφάλισης, το οποίο είναι σταθερό. Έχει δε αρνητική κλίση διότι όταν μειώνεται η τιμή του υποκείμενου τίτλου ο επενδυτής κερδίζει ενώ όταν αυξάνεται ο επενδυτής χάνει. Στην ακραία περίπτωση που η τιμή του υποκείμενου τίτλου πέσει στο μηδέν το μέγιστο κέρδος θα είναι ίσο με την τιμή αγοράς του υποκείμενου τίτλου επί τον πολλαπλασιαστή. Επίσης ο επενδυτής μπορεί να κλείσει την θέση του ανά πάσα στιγμή αποκομίζοντας κέρδη ή ελαχιστοποιώντας την ζημία του. Μία σωστή επενδυτική επιλογή μπορεί να του αποφέρει κέρδη ή ελάχιστες ζημίες συγκριτικά με το αν δεν είχε πάρει θέση πώλησης σε Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης και έτσι μπορεί να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του. Στο εμπειρικό και πρακτικό παράδειγμα που ακολουθεί θα δούμε τα αποτελέσματα μίας τέτοιας στρατηγικής.



4.1.3 ΕΜΠΕΙΡΙΚΟ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Επειδή η καλύτερη βάση για επιβεβαίωση της θεωρίας είναι η πρακτική εξάσκηση θα αντιπαραθέσουμε τα δεδομένα ενός πρακτικού παραδείγματος βασισμένου σε πραγματικά στοιχεία. Οι υποθέσεις που κάνουμε, οι οποίες θα μας βοηθήσουν στην κατανόηση και αξιολόγηση της επενδυτικής στρατηγικής της αντιστάθμισης του συστηματικού κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου με Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, είναι οι εξής :

1. Έχουμε έναν σωστά ενημερωμένο επενδυτή, ο οποίος παρακολουθεί τις τρέχουσες χρηματιστηριακές εξελίξεις τόσο στον Ελληνικό όσο και στον Διεθνή χώρο και ο οποίος γνωρίζει την χρησιμότητα των Παραγώγων Προϊόντων.

2. Ο επενδυτής θέλει να δημιουργήσει ένα αρκετά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο για να εξαλείψει τον μη-συστηματικό κίνδυνο και να έχει να αντιμετωπίσει μόνο τον συστηματικό κίνδυνο της αγοράς τον οποίο δεν μπορεί να αποφύγει. Πιστεύει δε ότι οι τιμές ορισμένων μετοχικών τίτλων είναι σε αρκετά ελκυστικά επίπεδα και προσφέρονται για επιλεκτικές τοποθετήσεις.

3. Τα βασικά κριτήρια επιλογής των μετοχών είναι κυρίως ο λόγος Τιμής της Μετοχής/Κέρδη ανά Μετοχή δηλαδή το P/E, όπως επίσης η μερισματική απόδοση των μετοχών για τις οποίες επιθυμεί να έχουν χαμηλό σχετικά P/E και υψηλή μερισματική απόδοση θεωρώντας ότι σε περίπτωση που οι τρέχουσες τιμές υποχωρήσουν να έχει ως αντιστάθμισμα μία καλή μερισματική απόδοση του χρόνου δηλαδή εκτιμά ότι το χρηματιστηριακό κλίμα θα βελτιωθεί σταδιακά και οι φετινές μερισματικές αποδόσεις δίνουν μία ένδειξη ότι ίσως είναι ακόμα καλύτερες μελλοντικά. Επιπλέον δίνει βαρύτητα στην διαφορά της τρέχουσας τιμής από τις χαμηλές και υψηλές τιμές των τελευταίων 52 εβδομάδων ώστε να αξιολογήσει τα περιθώρια ανόδου των μετοχών που θα επιλέξει και θεωρεί πολύ βασική αρχή οι μετοχές να έχουν καλή εμπορευσιμότητα ώστε να αποκλειστεί ο κίνδυνος εγκλωβισμού σε περίπτωση υποχώρησης των τιμών και αντίστοιχα να μπορεί να ρευστοποιήσει άμεσα το χαρτοφυλάκιο σε περίπτωση σημαντικής ανόδου και να καρπωθεί τις υπεραξίες. Τέλος στηρίζεται σε κάποιες προσωπικές εκτιμήσεις και είναι θετικός στην έννοια του κινδύνου με την έννοια ότι θέλει ένα επιθετικό χαρτοφυλάκιο ώστε σε περίπτωση ανόδου της αγοράς να ξεπεράσει σε απόδοση την αγορά. Το διάστημα που θα μελετήσουμε είναι από 01/11/2002 έως 15/11/2002 κάνοντας τις υποθέσεις ότι ο επενδυτής έχει στην διάθεση του 100.000 EURO και αγοράζει όλες τις μετοχές σε τιμή κλεισίματος την 01/11/2002.

Οι κλάδοι που επιλέγει συνολικά ο επενδυτής είναι 15 και αντίστοιχα οι μετοχές συνολικά 25. Στους πίνακες που ακολουθούν παραθέτουμε την σύνθεση του χαρτοφυλακίου του επενδυτή την χρονική περίοδο που αναφέραμε.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 : ΚΛΑΔΟΙ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

1.Τράπεζες
2.Συμμετοχές
3.Τηλεπικοινωνίες
4.Διυλιστήρια
5.Ηλεκτρική Ενέργεια
6.Ύδρευση
7.Εταιρίες Πληροφορικής
8.Τυχερά Παιχνίδια
9.Υγεία
10.Λιανικό Εμπόριο
11.Τρόφιμα
12.Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας
13.Κατασκευές
14.Ηλεκτρονικός Εξοπλισμός
15.Ελαστικά και Πλαστικά

Αντίστοιχα οι Μετοχές που επιλέχτηκαν είναι οι εξής :

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 : ΜΕΤΟΧΕΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ

ΜΕΤΟΧΗ	ΤΙΜΗ	<i>TEM</i>	<i>P/E</i>	<i>M/A</i>	<i>52X</i>	<i>52Y</i>	<i>BETA</i>
ETE	14.92	400	6.43	7.37	13.32	31.90	1.054

ΕΜΠ	13.54	300	4.09	10.34	13.04	40.00	1.141
ΕΥΡΩΒ	11.12	600	11.77	4.62	10.70	17.42	0.824
ΑΛΦΑ	11.56	400	6.66	7.87	10.74	22.46	1.066
ΒΙΟΧΚ	4.30	200	11.96	2.09	3.78	10.80	1.000
ΕΧΑΕ	2.46	1000	4.81	7.22	2.28	9.14	1.005
ΟΤΕ	11.08	300	14.50	6.36	10.74	20.60	0.782
ΠΑΝΦ	4.58	500	15.55	2.40	4.08	6.82	0.960
ΚΟΣΜΟ	8.40	600	18.50	1.79	7.90	12.00	0.684
ΕΛΠΕ	5.96	300	-	2.01	5.44	8.56	1.051
ΔΕΗ	13.54	100	-	0.00	11.60	16.30	0.704
ΕΥΔΑΠ	3.94	700	6.09	5.58	3.60	7.80	1.080
ΛΟΔΙΣ	1.16	2000	20.35	2.59	1.08	3.22	1.320
ΔΕΣΙΝ	3.12	3000	22.79	3.21	2.73	4.76	1.087
ΟΠΑΠ	9.52	200	12.80	6.30	5.98	11.12	0.711
ΥΓΕΙΑ	3.36	800	16.14	4.46	2.92	4.70	1.18
ΝΟΤΟΣ	1.71	1000	24.19	2.34	1.58	2.67	0.932
ΤΣΙΠ	5.00	500	63.59	1.20	4.54	9.10	0.76
ΕΒΖ	5.32	600	12.66	2.43	3.88	10.88	0.95
ΑΣΤΑΚ	4.60	1000	9.89	4.35	3.94	8.74	1.401
ΑΚΤΩΡ	5.66	500	19.46	2.53	4.64	9.12	1.134
ΓΕΝΕΡ	1.04	2500	41.97	1.92	0.76	2.20	1.055
ΙΝΚΑΤ	1.73	400	5.56	9.25	1.19	5.86	1.949
ΙΝΤΚΑ	5.52	1500	6.81	7.61	5.04	15.93	1.182
ΠΕΤΖΚ	1.18	300	-	0.00	1.14	5.76	0.985

Σημείωση :

1.ΤΙΜΗ = Χρηματιστηριακή τιμή κλεισίματος την 01/11/2002

2.ΤΕΜ= Τεμάχια που αγόρασε ο επενδυτής

3.Ρ/Ε= Ρ/Ε κάθε μετοχής την 01/11/2002

4.Μ/Α = Μερισματική Απόδοση κάθε μετοχής την 01/11/2002

5.52Χ = Η πιο χαμηλή τιμή της μετοχής τις τελευταίες 52 εβδομάδες την 01/11/2002

6.52Υ= Η πιο υψηλή τιμή της μετοχής τις τελευταίες 52 εβδομάδες την 01/11/2002

7.ΒΕΤΑ= Το beta κάθε μετοχής όπως έχει εκτιμηθεί

Η συνολική αξία του χαρτοφυλακίου είναι 84.231 EURO. Υποθέτουμε ότι οι προμήθειες που πλήρωσε ο επενδυτής είναι ασήμαντες. Ο επενδυτής βρίσκει το συνολικό beta του χαρτοφυλακίου του χρησιμοποιώντας τον σταθμισμένο beta κάθε μετοχής με τον ακόλουθο πίνακα. (**www.liffe.com**
www.cbot.com)

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 : ΕΥΡΕΣΗ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΒΕΤΑ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

<i>ΜΕΤΟΧΗ</i>	<i>ΒΕΤΑ</i>	<i>% ΧΑΡΤΟΦ</i>	<i>ΣΤΑΘ. ΒΕΤΑ</i>
<i>ΕΤΕ</i>	1.054	7.08	0.074
<i>ΕΜΠ</i>	1.141	4.82	0.054
<i>ΕΥΡΩΒ</i>	0.824	7.92	0.065
<i>ΑΛΦΑ</i>	1.066	5.48	0.058
<i>ΒΙΟΧΚ</i>	1.000	1.02	0.010
<i>ΕΧΑΕ</i>	1.005	2.92	0.029
<i>ΟΤΕ</i>	0.782	3.94	0.030
<i>ΠΑΝΦ</i>	0.960	2.71	0.026
<i>ΚΟΣΜΟ</i>	0.684	5.98	0.040
<i>ΕΛΠΕ</i>	1.051	2.12	0.022
<i>ΔΕΗ</i>	0.704	1.60	0.011
<i>ΕΥΔΑΠ</i>	1.080	3.27	0.035
<i>ΛΟΔΙΣ</i>	1.320	2.75	0.036
<i>ΔΕΣΙΝ</i>	1.087	11.11	0.120
<i>ΟΠΑΠ</i>	0.711	2.26	0.016
<i>ΥΓΕΙΑ</i>	1.18	3.19	0.037
<i>ΝΟΤΟΣ</i>	0.932	2.03	0.018
<i>ΤΣΙΠ</i>	0.76	2.96	0.022
<i>ΕΒΖ</i>	0.95	3.78	0.035
<i>ΑΣΤΑΚ</i>	1.401	5.46	0.076
<i>ΑΚΤΩΡ</i>	1.134	3.35	0.037
<i>ΓΕΝΕΡ</i>	1.05	3.08	0.032
<i>ΙΝΚΑΤ</i>	1.949	0.82	0.015
<i>ΙΝΤΚΑ</i>	1.182	9.83	0.116

ΠΕΤΖΚ	0.985	0.42	0.004
ΣΥΝΟΛΟ		100	1.0213

Σημείωση :

% ΧΑΡΤΟΦ = Ποσοστό επί του χαρτοφυλακίου που έχει κάθε μετοχή

ΣΤΑΘ. ΒΕΤΑ = Ο Σταθμισμένος συντελεστής beta κάθε μετοχής

Παρατηρούμε ότι το συνολικό σταθμισμένο beta του χαρτοφυλακίου είναι σχεδόν ίσο με την μονάδα και επομένως αναμένουμε η συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου να έχει σχεδόν την ίδια απόδοση με το σύνολο της αγοράς. Την 01/11/2002 ο Γενικός Δείκτης έκλεισε στις 1.775,81 μονάδες, ο FTSE/ASE-20 στις 884.04 μονάδες ενώ ο FTSE/MID-40 στις 196.45 μονάδες.

Ο επενδυτής, επειδή οι μετοχές που περιλαμβάνει το χαρτοφυλάκιο του έχουν συνολικό σταθμισμένο beta ίσο σχεδόν με την μονάδα, αποφασίζει να κάνει αντιστάθμιση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου του με Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο Δείκτη FTSE/ASE-20. Αποφασίζει να κάνει πλήρη αντιστάθμιση και όχι μερική και επομένως πρέπει να υπολογίσει πόσα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης πρέπει να πουλήσει για να πάρει αντίθετη θέση από την κύρια Χρηματιστηριακή Αγορά. Ο τύπος που μας δίνει τον αριθμό των συνολικών συμβολαίων που πρέπει να αγοράσει ή πουλήσει κάποιος δίνεται από την σχέση :

Αριθμός Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης = Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Τιμή του Χαρτοφυλακίου x Συνολικό Beta του Χαρτοφυλακίου/Τρέχουσα Τιμή Δείκτη x Πολλαπλασιαστή Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης

και επομένως ο αριθμός των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης που πουλάει ο επενδυτής είναι : $84.231 \times 1.0213 / 884.04 \times 5 = 86025,12 / 4420,2 = 19.46$ άρα ο επενδυτής πουλάει **20** Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης την 01/11/2002.

Η τιμή εκκαθάρισης του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης για τον μήνα Νοέμβριο την 01/11/2002 ήταν 879.30 παρουσιάζοντας ένα discount της τάξης του

0.53% σε σχέση με την τιμή του δείκτη FTSE/ASE-20. Ο επενδυτής επιλέγει να πουλήσει 20 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον FTSE/ASE-20 του μήνα Νοεμβρίου διότι εκτιμά ότι θα έχουν μεγάλη μεταβλητότητα και ρευστότητα αφού αποφασίζει να τα κρατήσει μέχρι την λήξη τους την 3η παρασκευή του Νοεμβρίου στις 15/11/2002. Επειδή μεσολαβούν μόλις 14 ημέρες ο επενδυτής εκτιμά ότι η διακύμανση του Γενικού Δείκτη αλλά και του Δείκτη FTSE/ASE-20 θα είναι σχετική μικρή το χρονικό διάστημα των 2 εβδομάδων. Επιπλέον καταθέτει το ποσό των 13.260,6 EURO που προκύπτει από το ποσό ασφάλισης των 20 συνολικά Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο λογαριασμό της ΕΤΕΣΕΠ και επομένως έχει συνολικά επενδύσει $84231 + 13260 = 97491$ EURO ενώ έχει ακόμα 2509 EURO ρευστά διαθέσιμα για να καλύψει τυχόν μεταβολές του Δείκτη FTSE/ASE-20 που θα απαιτήσουν να καταβάλει επιπλέον ποσό σαν περιθώριο ασφάλισης για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης που έχει.

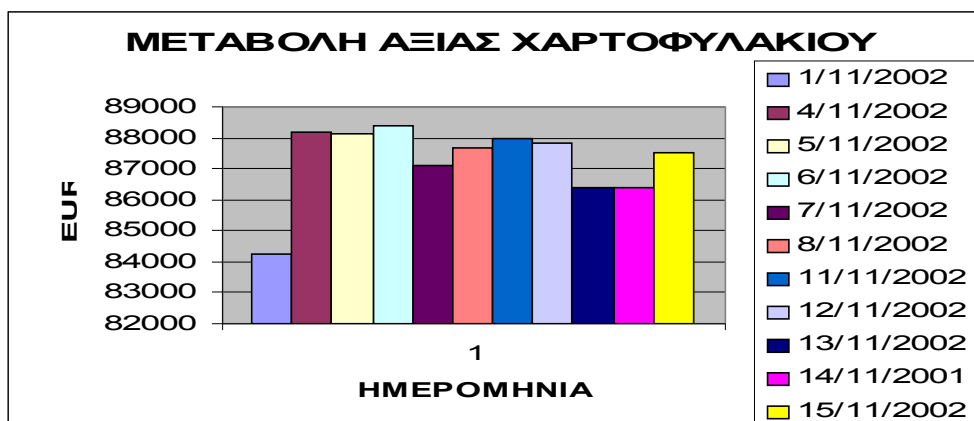
Σημείωση :

Επειδή ο Δείκτης FTSE/ASE-20 την 01/11/2002 έκλεισε στις 884.04 μονάδες το περιθώριο ασφάλισης ανά Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης ανέρχεται στο ακόλουθο ποσό :

$884.04 \times 5 \times 0.15 = 663.03$ EURO ανά Συμβόλαιο. Άρα $663.03 \times 20 = 13260.06$ EURO.

Υποθέτουμε πάλι ότι ο επενδυτής πουλήσε τα 20 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην τιμή Εκκαθάρισης την 01/11/2002.

Στους παρακάτω πίνακες φαίνονται τα αποτελέσματα της Στρατηγικής του επενδυτή για την χρονική

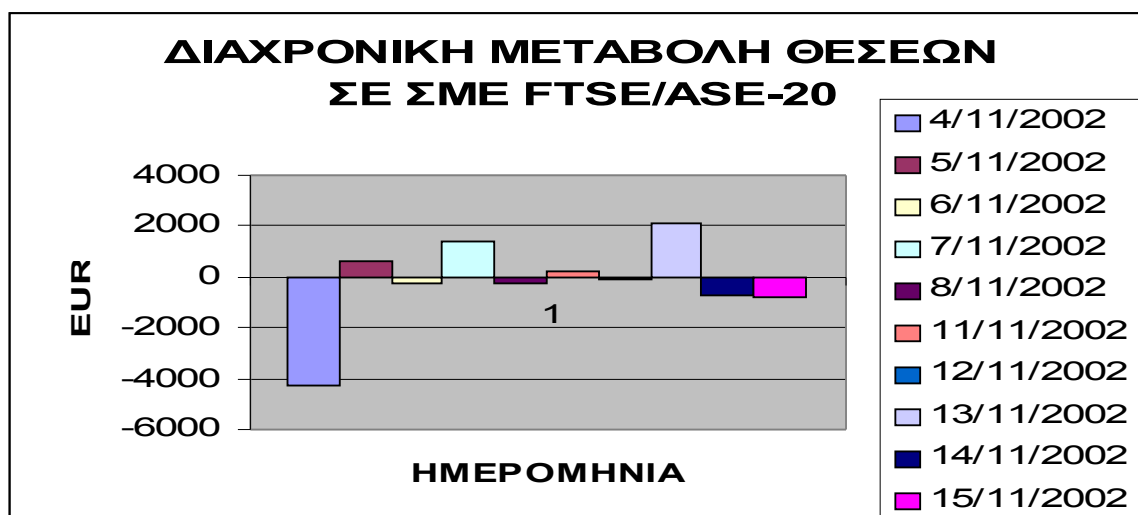


περίοδο 01/11/2002 – 15/11/2002.

Παρατηρούμε ότι η μέγιστη θετική διαφορά παρατηρήθηκε την 06/11/2002 όταν η αξία του χαρτοφυλακίου ήταν 88407 EURO με κέρδος 4176 EURO και απόδοση + 4.95% ενώ η ελάχιστη θετική διαφορά παρατηρήθηκε την 13/11/2002 όταν η αξία του χαρτοφυλακίου ήταν 86393 EURO με κέρδος 2162 EURO και απόδοση + 2.56%.

Την 15/11/2002 η τελική αποτίμηση του χαρτοφυλακίου ήταν 87501 EURO με κέρδος 3270 EURO και απόδοση + 3.88%. (www.eurexchange.com)

Αντίστοιχα τα αποτελέσματα για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης φαίνονται στον ακόλουθο Πίνακα



Παρατηρούμε ότι η μέγιστη ζημία είναι την 04/11/2002 χάνοντας ο επενδυτής 4259 EURO ενώ το μέγιστο κέρδος την 13/11/2002 κερδίζοντας 2105 EURO.

Το σύνολο του αθροίσματος των θέσεων που είχε ο επενδυτής σε Μετοχές και σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι ιδιαίτερα σημαντικό και παρουσιάζεται στον επόμενο Πίνακα

Παρατηρούμε ότι με εξαίρεση την 1η ημέρα ο επενδυτής είχε πάντα ένα κέρδος το οποίο ήταν μέγιστο και ίσο με 1512 EURO την 13/11/2002 ενώ την τελευταία ημέρα το συνολικό κέρδος ήταν 1118 EURO. Το όφελος για τον επενδυτή είναι ότι για όλες τις ημέρες εκτός από την 1η είχε «κλειδώσει» ένα κέρδος ανεξάρτητα από τις μεταβολές του Γενικού Δείκτη και του Δείκτη FTSE/ASE-20.

Βέβαια, ο επενδυτής θα μπορούσε την 13/11/2002 που είχε το μέγιστο συνολικό κέρδος από την συνδυαστική θέση να ρευστοποιήσει το χαρτοφυλάκιο του και να κλείσει τις θέσεις του στα



Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Ωστόσο η επιλογή του να περιμένει μέχρι την 3η Παρασκευή του Νοεμβρίου κρίνεται αποτελεσματική αφού είχε το 74% του μέγιστου κέρδους του. Επιπλέον το
George P. Dikaios

περιθώριο ασφάλισης που είχε καταβάλει αποδεδειγμένα και του επιστράφηκε από την ΕΤΕΣΕΠ ενώ το επιπλέον ποσό που είχε καταθέσει ήταν σε τοκοφόρο λογαριασμό για το διάστημα των δύο εβδομάδων. (www.cme.com)

4.1.4 ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

Τα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα είναι σύγχρονα εργαλεία χρηματοοικονομικής διαχείρισης ενός χαρτοφυλακίου επιτελώντας 2 βασικές λειτουργίες :

1.Την αντιστάθμιση του συστηματικού κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου, δηλαδή τον κίνδυνο της αγοράς τον οποίο κανένας επενδυτής δεν μπορεί να αποφύγει

2.Την κερδοσκοπία έναντι της αγοράς

Ενώ στα χέρια ενός ενημερωμένου και εξοικειωμένου επενδυτή τα Παράγωγα μπορούν να αποδειχτούν πολύ χρήσιμα στα χέρια ενός άπειρου επενδυτή μπορούν να αποφέρουν πολύ δυσμενή αποτελέσματα. Ιδιαίτεροι κρίσιμοι είναι οι παράγοντες της χρονικής διάρκειας που θα επιλέξει ένας επενδυτής να τα χρησιμοποιήσει όπως άλλωστε και του ποσοστού αντιστάθμισης που θα επιλέξει να κάνει ένας επενδυτής. Ο επενδυτής του παραδείγματος μας επέλεξε να κάνει πλήρη αντιστάθμιση του κινδύνου ενώ θα μπορούσε να επιλέξει να κάνει μερική αντιστάθμιση πουλώντας λιγότερα από 20 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο Δείκτη FTSE/ASE-20.

Επίσης πολύ βασικός παράγοντας είναι η σύνθεση του χαρτοφυλακίου και η επιλογή της στάθμισης κάθε μετοχής στο σύνολο του χαρτοφυλακίου και επομένως και ο συνολικός συντελεστής beta του χαρτοφυλακίου. Το συγκεκριμένο μετοχικό χαρτοφυλάκιο που είχε συντελεστή beta ίσο με 1.0213 είχε συνολικά καλύτερη απόδοση τόσο σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη με απόδοση 3.88% έναντι απόδοσης 3.08% του Γενικού Δείκτη όσο και σε σχέση με τον Δείκτη FTSE/ASE-20, ο οποίος είχε απόδοση + 1.89%. Βέβαια η συνδυαστική θέση είχε συνολική απόδοση ίση με + 1.118% αλλά ο επενδυτής ανά πάσα χρονική στιγμή είχε πετύχει ένα κέρδος εκτός από την πρώτη ημέρα. Βλέπουμε λοιπόν ότι η διαδικασία επιλογής και διαμόρφωσης ενός χαρτοφυλακίου αποτελεί μία πολύ σημαντική υπόθεση. Με την σωστή επιλογή στρατηγικής τα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα μπορούν να αποδειχθούν ένας πολύτιμος σύμμαχος σε περιόδους χρηματιστηριακής αβεβαιότητας, στασιμότητας ενώ μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για κερδοσκοπικούς σκοπούς. Σε κάθε περίπτωση είναι ένα πολύ ευέλικτο, έξυπνο, αποτελεσματικό αλλά και επικίνδυνο επενδυτικό μέσο.

Αξίζει να επισημανθεί πως στην εποχή της Παγκοσμιοποίησης ένας επενδυτής έχει εναλλακτικές λύσεις για να επενδύσει σε Παράγωγα σε διεθνείς αγορές και έτσι είτε να κερδοσκοπήσει είτε να κάνει διαφοροποίηση του συνολικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου του στην Ελλάδα παίρνοντας θέσεις σε παράγωγα σε Ξένες Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου. (www.numa.com)

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ (Συμπεράσματα)

Αν και το νωχελικό χρηματιστηριακό κλίμα υποτίθεται ότι «παροτρύνει» τις διοικήσεις των Ελληνικών εισηγμένων εταιριών προς μία μεγαλύτερη και πιο εξειδικευμένη ενημέρωση προς τους θεσμικούς επενδυτές και αναλυτές - ως ένδειξη της εντονότερης θέλησής τους να αναδειχθούν οι πραγματικές διαστάσεις των επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων ή των αναπτυξιακών τους ρυθμών - εντούτοις στις ημέρες μας εξακολουθούν να υφίστανται σημαντικά «χάσματα» πληροφόρησης όσον αφορά σε εξειδικευμένα στοιχεία χρηματοοικονομικής φύσης που διευκολύνουν την ανάπτυξη μοντέλων προβλέψεως μελλοντικής κερδοφορίας.

Οι κυριότεροι - πλην όμως ενδεικτικοί και συνεπώς μη εξαντλητικοί -τομείς στους οποίους παρατηρούνται αξιοσημείωτες αδυναμίες εκ μέρους των διοικήσεων των εισηγμένων εταιριών να διαφωτίσουν στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό τους επαγγελματίες της αγοράς, είναι οι ακόλουθοι:

Αναλυτική Κατανομή Πωλήσεων (Turnover Breakdown): Ανάλυση Πωλήσεων Ομίλου ανά Εταιρία (Μητρική & θυγατρικές), Γεωγραφική Περιοχή, Νόμισμα Τιμολόγησης, Χώρα Παραγωγής, Τομέα Δραστηριότητας (παραγωγή ή εμπόριο κλπ.). Τα παραπάνω αποτελούν ορισμένα ενδεικτικά και μόνον κριτήρια, τα οποία θα έπρεπε να γνωστοποιούνται με συστηματικό τρόπο στις εταιρικές παρουσιάσεις. Αντιθέτως, στην πράξη, οι εισηγμένες εταιρίες τείνουν να χρησιμοποιούν ένα γενικό κριτήριο ανάλυσης του κύκλου εργασιών τους - όπως για παράδειγμα την ανάλυση ανά κατηγορία δραστηριότητας (βιομηχανική ή / και εμπορική), ενώ αποφεύγουν να «μιλήσουν» και για άλλα κρίσιμα μεγέθη τους, όπως τις μέσες τιμές πώλησης των προϊόντων τους ή γενικότερα για την τιμολογιακή τους πολιτική σε ποιοτικούς όρους. Είναι ενδεικτικό ότι οι ίδιες εταιρίες συνηθίζουν να επικαλούνται ως αιτία για την παραπάνω τακτική, τις οξυτάτες

συνθήκες ανταγωνισμού, οι οποίες «επιβάλλουν» στις διοικήσεις τους να είναι όσον το δυνατό φειδωλές απέναντι σε μία πληρέστερη ανάλυση των πωλήσεών τους. Επίσης όσον αφορά στην κατηγοριοποίηση βάσει του ΣΤΑΚΟΔ (η παρουσίαση της οποίας είναι υποχρεωτική στις λογιστικές καταστάσεις), μάλλον θα πρέπει να αποδίδεται μικρότερη έμφαση σε αυτήν, καθώς δεν είναι ιδιαίτερα πρακτική και κατανοητή σε ποιοτικούς ή ποσοτικούς όρους από χρηματοοικονομικούς αναλυτές και θεσμικούς επενδυτές. Όμως, και αυτή ακόμη η ανάλυση όταν παρέχεται, αφορά συνήθως μόνον στην τελευταία (τρέχουσα) λογιστική περίοδο και όχι και στην αμέσως προηγούμενη, οπότε καθίσταται εκ των πραγμάτων ανέφικτη η σύγκριση με προηγούμενες χρονικές περιόδους και η διάγνωση τάσεων σε επίπεδο οικονομικών μεγεθών.

Διαχωρισμός των Αγορών Δραστηριοποίησης ανά Ευρύτερη Γεωγραφική Περιοχή. Στην περίπτωση αυτήν, πέραν της Ελληνικής αγοράς - όπου και εδώ θα πρέπει αυτονόητα να υπάρχει ανάλυση σε αστικά και μη κέντρα - είναι απαραίτητος ο καταμερισμός των πωλήσεων σε διαφορετικές χώρες / οικονομίες, καθώς και σε διαφορετικά ιστορικά χρονικά διαστήματα, ώστε να διαπιστώνονται οι ειδικότερες τάσεις εξέλιξης των αντίστοιχων οικονομικών μεγεθών με βάση το γεωγραφικό κριτήριο. Επίσης, οι ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης των πωλήσεων θα πρέπει να παρέχονται στο επίπεδο των επιμέρους γεωγραφικών αγορών (τόσο σε όρους εγχώριου νομίσιματος όσο και σε όρους Ευρώ), καθώς και ανά κατηγορία πωλήσεων / δραστηριότητα. Τα στοιχεία αυτά είναι ιδιαίτερος απαραίτητος για τις Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες που έχουν επιτύχει μέχρι σήμερα σημαντική διεθνοποίηση των δραστηριοτήτων τους. Αμέσως πιο κάτω εμφανίζεται μία πρόσθετη ομάδα παραμέτρων (σε συνδυασμό με τις επιμέρους διαστάσεις τους), τις οποίες οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές αναζητούν συνήθως με δυσκολία από τις εισηγμένες εταιρίες και τους εκπροσώπους τους:

(I) Χαρτοφυλάκιο Προϊόντων (Product Portfolio): Στοιχεία ανά προϊόν, συμμετοχή κάθε προϊόντος στις συνολικές πωλήσεις, διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου μέσω νέων προϊόντων, μελλοντικοί στόχοι εμπλουτισμού του χαρτοφυλακίου προϊόντων.

(II) Πολιτική Τιμών: Παρουσίαση επιδερμικών ή αναλυτικών (ανάλογα με το βαθμό ευαισθησίας) στοιχείων τιμολογιακής πολιτικής καθώς και εκτενής αναφορά σε ιστορικές επιδράσεις από τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις περιπτώσεις των εισηγμένων εταιριών με έντονη παρουσία στις διεθνείς αγορές. Αυτή η πληροφόρηση δύναται να παρασχεθεί για λόγους καλύτερης «καθοδήγησης» («guidance») της αγοράς από μέρους των διοικήσεων, ώστε να αποφεύγονται φαινόμενα «ομιχλώδους τοπίου» στην ερμηνεία των απότομων μεταβολών των οικονομικών μεγεθών, οι οποίες σήμερα - λόγω και της μη ευνοϊκής οικονομικής συγκυρίας - είναι ιδιαίτερα συχνές.

(III) Παραγωγική Δυναμικότητα και Βαθμός Χρήσης Παραγωγικών Εγκαταστάσεων (Production Capacities & Utilization Rates): Τα στοιχεία αυτά αφορούν σε εργοστάσια ή παραγωγικές μονάδες μιας εισηγμένης εταιρίας, η οποία δεν θα πρέπει να παραλείπει την παρουσίαση επιπρόσθετων στοιχείων ως προς ενδεχόμενες μελλοντικές μεταβολές αυτών.

Η Παρουσίαση των Περιοδικών Αποτελεσμάτων: Από την άλλη πλευρά, σήμερα παρατηρείται μία εξίσου φειδωλή παρουσίαση χρηματοοικονομικών στοιχείων σε επίπεδο τριμήνου, φαινόμενο το οποίο είτε αποτελεί συνειδητή συμπεριφορά των εισηγμένων εταιριών (η οποία «συνηθίζεται» σε περιόδους μη ευνοϊκών αποτελεσμάτων), είτε προέρχεται από την ελλιπή κατανόηση από μέρους των εκπροσώπων τους των βασικών αναγκών εξειδικευμένης ενημέρωσης των επαγγελματιών της αγοράς. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό το γεγονός ότι η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιριών αποφεύγει να παρουσιάζει τα περιοδικά τους αποτελέσματα ανά τρίμηνο (προσέγγιση η οποία είναι πιο αντικειμενική, αλλά και πιο ενδεικτική των πραγματικών εξελίξεων), παραμένοντας κατ' αυτόν τον τρόπο προσηλωμένη αποκλειστικά και μόνο στην αθροιστική παρουσίαση των οικονομικών τους μεγεθών (ανά 6μηνο, 9μηνο, κλπ.). Η τελευταία προσέγγιση είναι βεβαίως διαμετρικά αντίθετη με την πρακτική που επικρατεί στις ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές του εξωτερικού, με αποτέλεσμα να μην γίνεται κατανοητή - ως προς τη χρησιμότητά της - κυρίως από τους ξένους θεσμικούς επενδυτές ή αναλυτές. Οι λόγοι για τους οποίους οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες προτιμούν την πρώτη μέθοδο παρουσίασης των τριμηνιαίων αποτελεσμάτων τους, συνδέονται - μεταξύ των άλλων - και με την επιθυμία τους να γνωστοποιηθούν όσο το δυνατό λιγότερα στοιχεία αναφορικά με την εποχικότητα των πωλήσεών τους, με ενδεχόμενες αρνητικές επιπτώσεις σε επίπεδο χρηματοοικονομικών επιδόσεων, ή τέλος αναφορικά με παραμέτρους η επεξήγηση των οποίων θα απαιτούσε ακόμη μεγαλύτερη γνωστοποίηση εσωτερικών στοιχείων πληροφόρησης.

Ανάλυση Κόστους, Αποσβέσεων και Περιθωρίων Κέρδους: Η ανάλυση του κόστους και των αποσβέσεων κρίνεται ως ιδιαίτερα χρήσιμη όταν προσφέρεται τόσο ανά ημερολογιακό έτος όσο και ανά τρίμηνο. Πιο συγκεκριμένα, καθώς η ανάλυση του κόστους και των αποσβέσεων για μία ετήσια οικονομική χρήση διατίθεται μέσω του ετήσιου απολογισμού της εισηγμένης εταιρίας την περίοδο Μαΐου - Ιουνίου του επόμενου έτους, η ανάγκη των χρηματοοικονομικών αναλυτών για μία αρτιότερη και συστηματικότερη - ανά τρίμηνο - γνωστοποίηση των εν λόγω στοιχείων εξακολουθεί να υφίσταται σε έντονο βαθμό. Επίσης, υπογραμμίζεται το γεγονός ότι οι τριμηνιαίες λογιστικές καταστάσεις δεν παραθέτουν ανάλυση των παραπάνω χρηματοοικονομικών στοιχείων, με αποτέλεσμα η ενδεχόμενη γνωστοποίηση αυτών να εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των διοικήσεων των εισηγμένων εταιριών. Τέλος, η ανάγκη γνώσης

από μέρους των επαγγελματιών της αγοράς αναλυτικών στοιχείων (μικτού ή καθαρού (π.φ.) περιθωρίου κέρδους ανά τομέα δραστηριότητας και ταυτόχρονα ανά τρίμηνο ή / και έτος, παραμένει μεν σε πλήρη ισχύ, αλλά δυστυχώς από την άλλη πλευρά τυγχάνει περιορισμένης ανταπόκρισης από τους εκπροσώπους των εισηγμένων εταιριών.

Ελεύθερες Ταμειακές Ροές και Λειτουργικά Κέρδη: Στον τομέα αυτό φαίνεται να υπάρχει μία ιδιόμορφη «ταλάντευση» σε επίπεδο παροχής πληροφόρησης από τις Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες προς αναλυτές και θεσμικούς επενδυτές. Οι εν λόγω εταιρίες δείχνουν - στην πλειοψηφία τους - να μην επιθυμούν την παράθεση στοιχείων ταμειακών ροών τόσο ανά έτος, όσο και ανά τρίμηνο, ακόμη και σε περιόδους κατά τις οποίες μάλλον θα τις ευνοούσε η υιοθέτηση αυτής της στρατηγικής. Στο σημείο αυτό βέβαια, θα μπορούσε να αντιταχθεί το επιχείρημα ότι στον Ετήσιο Απολογισμό και Ετήσιο Δελτίο τους, οι εισηγμένες εταιρίες υποχρεώνονται να παρουσιάζουν πλήρη έκθεση ταμειακών ροών για το έτος αναφοράς. Όμως και εδώ, ο τύπος της σχετικής κατάστασης των ταμειακών ροών (η παρουσίαση της οποίας ορίζεται ως υποχρεωτική από τις αρμόδιες χρηματοπιστηριακές αρχές) δεν θεωρείται ιδιαίτερα πρακτικός. Ειδικότερα, εμπεριέχει - συνήθως - αρκετά αριθμητικά στοιχεία, τα οποία δεν προέρχονται από τις αντίστοιχες λογιστικές καταστάσεις, αλλά από εσωτερικά λογιστικά στοιχεία των εν λόγω εισηγμένων εταιριών, και επίσης δεν παραθέτει συγκριτικά στοιχεία προηγούμενων ετών, ώστε να εξάγονται και τα ανάλογα συμπεράσματα. Στην περίπτωση, των λειτουργικών κερδών (γνωστών και ως EBITDA - κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων), οι διοικήσεις των εισηγμένων εταιριών υπερεκτιμούν την ανάγκη προβολής τους, ακόμη και σε περιόδους κατά τις οποίες οι εν λόγω εταιρίες βρίσκονται σε φάση υψηλών επενδυτικών προγραμμάτων. Άλλωστε θα πρέπει να υπογραμμισθεί το γεγονός ότι ο τρόπος αποτίμησης μιας εταιρίας βάσει του θεωρητικού / δίκαιου EBITDA (και των παραγώνων δεικτών του) δεν ήταν και δεν είναι ιδιαίτερα δημοφιλής στις διεθνείς αγορές μετοχών, συνεπώς η συστηματική προβολή του μάλλον αποτελεί δείγμα αδυναμίας στην ανάπτυξη πειστικότερων επιχειρημάτων για την ελκυστικότητα μιας εταιρίας και της αντίστοιχης μετοχής της.

Η Ανάλυση των Διακυμάνσεων και των Μεταβολών - «Variance Analysis» - πραγματοποιείται συνήθως από μέρους μιας εισηγμένης εταιρίας, προκειμένου η τελευταία να επισημαίνει τους ειδικούς παράγοντες που επέδρασαν στα αποτελέσματα της υπό εξέταση οικονομικής περιόδου, σε σύγκριση με τους αντίστοιχους παράγοντες της προηγούμενης χρονικής περιόδου. Μέσω της παραπάνω αναλυτικής οπτικής γωνίας, γίνεται συνήθως μία εκτενής αναφορά σε συγκυριακούς ή μη λόγους διαμόρφωσης των περιόδων και των ετήσιων αποτελεσμάτων, καθώς και σε πρωτοεμφανιζόμενους παράγοντες, οι οποίοι στο μέλλον θα συνεχίζουν να επηρεάζουν τα οικονομικά αποτελέσματα της υπό εξέταση εισηγμένης εταιρίας. Επισημαίνεται ότι αυτού του τύπου η ανάλυση παρέχεται πολύ σπάνια στην Ελληνική αγορά, ενώ στην πλειοψηφία των περιπτώσεων όταν κάτι τέτοιο συμβαίνει, η σχετική πληροφόρηση προέρχεται συνήθως από - επιλεκτικές - εισηγμένες εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης (blue chips). Πάνω απ' όλα βέβαια είναι και θέμα επενδυτικής κουλτούρας μιας εισηγμένης εταιρίας να αντιληφθεί τη σημασία ή την κρισιμότητα αυτού του είδους της πληροφόρησης προς τους επαγγελματίες της αγοράς.

Θέματα Ενοποίησης Λογιστικών Καταστάσεων: Είναι συχνό φαινόμενο οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές να αναζητούν κρίσιμα στοιχεία αναφορικά με την ενοποίηση θυγατρικών εταιριών υπό τη σκέπη μιας εισηγμένης εταιρίας. Πρόκειται για ένα ιδιαίτερα ευαίσθητο πεδίο πληροφόρησης καθώς σήμερα η αποτίμηση των Ελληνικών εισηγμένων εταιριών πραγματοποιείται βάσει ενοποιημένων στοιχείων και όχι βάσει στοιχείων μητρικής εταιρίας. Στην περίπτωση αυτή, θα ήταν χρήσιμο να παρουσιάζονται τα χρηματοοικονομικά μεγέθη - σε ετήσια και περιοδική βάση - των θυγατρικών εταιριών που ενοποιούνται με τη μητρική εταιρία, τα ποσοστά συμμετοχής της μητρικής εισηγμένης εταιρίας σε αυτές - τόσο για το τρέχον όσο και για το προηγούμενο οικονομικό έτος - καθώς και οι μέθοδοι ενοποίησης (πλήρης ενοποίηση ή μέθοδος της καθαρής θέσης, για το τρέχον και το προηγούμενο οικονομικό έτος). Επίσης πρέπει να παρέχεται μία σαφής αναφορά ως προς εάν οι περιοδικές μεταβολές οικονομικών αποτελεσμάτων (πωλήσεων ή κερδών) είναι συγκρίσιμες, ή οφείλονται στην ενοποίηση νέων εταιριών, ή στη μη ενοποίηση εταιριών οι οποίες παλαιότερα ενοποιούνταν, ή και στις δύο αιτίες. Παράλληλα, μέσα στο πλαίσιο της παραπάνω πληροφόρησης είναι εξίσου εποικοδομητική, η παροχή ενός «guidance» όσον αφορά στα δικαιώματα μειοψηφίας, καθώς οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές δεν είναι εκ των πραγμάτων σε θέση να υπολογίζουν ξεχωριστά τις μελλοντικές κερδοφορίες των ενοποιούμενων θυγατρικών εταιριών.

Ο Λογαριασμός των Συμμετοχών: Στον τομέα αυτόν, επικρατεί συνήθως μία ακόμη μεγαλύτερη «ασάφεια», καθώς απαιτούνται συστηματικότερα στοιχεία πληροφόρησης, τα οποία οι διοικήσεις των εισηγμένων εταιριών αποφεύγουν να εκθέτουν στις παρουσιάσεις τους. Επισημαίνεται ότι ο λογαριασμός «Συμμετοχές» τείνει να είναι διαφορετικός μεταξύ του μητρικού και του ενοποιημένου ισολογισμού, ακριβώς διότι στην ενοποιημένη λογιστική κατάσταση, ο εκάστοτε όμιλος δεν εμφανίζει στις συμμετοχές του, τις εταιρίες εκείνες που ενοποιεί. Θυγατρικές εταιρίες με αρνητικές υπεραξίες όταν ενοποιούνται, είτε επιβαρύνουν τα ίδια κεφάλαια ενός Ομίλου, είτε εμφανίζονται με υψηλή φήμη και πελατεία («goodwill»), δημιουργώντας όμως προβληματισμό ως προς την όποια πιθανή μελλοντική τους επίπτωση στα τελικά αποτελέσματα

(«bottom line») της εισηγμένης εταιρίας. Από την άλλη πλευρά, αν και οι εκάστοτε σημειώσεις των ορκωτών ελεγκτών βοηθούν προς την κατεύθυνση της μερικής αποσαφήνισης των οικονομικών μεγεθών (και στοιχείων όπως η πιθανή θετική ή αρνητική υπεραξία), εντούτοις δεν κρίνονται ως επαρκείς, καθώς απαιτούνται πρόσθετα ανά τρίμηνο - και όχι μόνον ανά έτος - στοιχεία όπως μεταξύ των άλλων τα ακόλουθα: Κόστος κτήσης και τρέχουσα αξία ή εσωτερική λογιστική αξία (εφόσον η θυγατρική δεν είναι εισηγμένη) της κάθε συμμετοχής. Παράλληλα, η διοίκηση μιας εισηγμένης εταιρίας θα ήταν χρήσιμο να αποκρυσταλλώνει την πολιτική μεταχείρισης του ευαίσθητου θέματος των αρνητικών υπεραξιών, ώστε να είναι γνωστή εκ των προτέρων η πάγια συμπεριφορά της (επιλογή επιβάρυνσης μεταξύ ιδίων κεφαλαίων ή αποτελεσμάτων) σε ανάλογες περιστάσεις εάν αυτές προκύψουν στο μέλλον.

Ο Πραγματικός Φορολογικός Συντελεστής: Η κρισιμότητα αυτού του στοιχείου αποδεικνύεται από το γεγονός ότι οι κατά καιρούς αποκλίσεις σε προβλέψεις κερδών ανά μετοχή που εκπονούνται από διάφορους αναλυτές οφείλονται σε σημαντικό βαθμό στην υιοθέτηση ενός διαφορετικού πραγματικού φορολογικού συντελεστή (effective tax rate). Όσον αφορά δε τις μελλοντικές οικονομικές χρήσεις, η εισηγμένη εταιρία θα πρέπει να διατυπώνει την άποψή της ως προς το επίπεδο του πραγματικού φορολογικού συντελεστή ο οποίος αντιπροσωπεύει καλύτερα τη μελλοντική της λειτουργία, ώστε να δημιουργείται μία σχετική «ομοφωνία» στη χρήση αυτού του ποσοστού στα μοντέλα χρηματοοικονομικών προβλέψεων. Τέλος, η εισηγμένη εταιρία είναι χρήσιμο να διευκρινίζει εάν ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής υπολογίζεται επί των καθαρών της κερδών μετά ή πριν από τα δικαιώματα μειοψηφίας (στην περίπτωση αναφοράς σε ενοποιημένα οικονομικά μεγέθη).

Κόστος Τραπεζικού Δανεισμού: Το ύψος του κόστους δανεισμού αποτελεί βασική παράμετρο στην αποτίμηση μιας εισηγμένης εταιρίας, καθώς μέσω αυτού του στοιχείου αλλά και ορισμένων πρόσθετων παραμέτρων εξάγεται το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου. Η δε ανάλυση των υποχρεώσεων είναι ιδιαίτερα χρήσιμη τόσο σε ετήσια όσο και σε τριμηνιαία βάση, και όχι μόνον απαραίτητα στα πλαίσια της δημοσίευσης των λογιστικών καταστάσεων. Ειδικότερα όσον αφορά στα τραπεζικά δάνεια μιας εισηγμένης εταιρίας, σημαντικοί τομείς πληροφόρησης είναι τα στοιχεία του χρόνου διάρκειάς τους, των επιτοκίων και των αντίστοιχων νομισμάτων στα οποία αυτά εκφράζονται, ενώ δεν είναι εκτός των «κανόνων της καλής συμπεριφοράς» μιας εισηγμένης εταιρίας να παρουσιάζεται η «προσωπική» της εκτίμηση για το μέσο κόστος δανεισμού, το οποίο επιτυγχάνει όταν αντλεί ξένα κεφάλαια από την αγορά. Παράλληλα, σε περιπτώσεις εταιριών με υψηλή έκθεση στον τραπεζικό δανεισμό, καθώς και σε μεταβολές των συναλλαγματικών *ισοτιμιών*, η αναφορά των διοικήσεων τους σε ενδεχόμενες στρατηγικές αναχαίτισης ρίσκου θα μπορούσε να συμβάλει στην εκπόνηση ακριβέστερων προβλέψεων από μέρους των αναλυτών. Όμως και σε αυτόν τον ευρύτερο τομέα πληροφόρησης, τα τριμηνιαία αποτελέσματα των Ελληνικών εισηγμένων εταιριών εξακολουθούν - εδώ και αρκετά χρόνια - να μην είναι ιδιαίτερα διαφωτιστικά. Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων οι 3μηνιαίες λογιστικές καταστάσεις παρουσιάζουν το σύνολο των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, «αποφεύγοντας» την περαιτέρω ανάλυση αυτών, ώστε να διαφανεί το ακριβές μέγεθος του τραπεζικού δανεισμού (ανά τακτά χρονικά διαστήματα).

Πρόγραμμα Επενδυτικών / Κεφαλαιουχικών Δαπανών (Capex): Η παράθεση του μελλοντικού επενδυτικού προγράμματος από τις εισηγμένες εταιρίες θα πρέπει να γίνεται τόσο σε ποιοτικούς όσο και σε ποσοτικούς όρους. Ειδικότερα, κρίνεται χρήσιμη η παρουσίαση του επενδυτικού προγράμματος ανά κατηγορία επένδυσης (παγίων στοιχείων και εξαγορών εταιριών) και ανά μελλοντικό έτος, εφόσον υπάρχει αντίστοιχο επιχειρηματικό σχέδιο, με παράλληλη αναφορά των προτεινόμενων πηγών χρηματοδότησης του εν λόγω επενδυτικού πλάνου. Με τον τρόπο αυτόν, προσφέρονται μεγαλύτερες και ρεαλιστικότερες κατευθύνσεις - η χρήση των οποίων βέβαια εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια αναλυτών και θεσμικών επενδυτών - όσον αφορά στη διατύπωση προβλεπόμενων μεγεθών, όπως στοιχείων ενεργητικού και καθαρής θέσης μιας εισηγμένης εταιρίας. Δυστυχώς και σε αυτήν την περίπτωση, τα παραπάνω στοιχεία «προσφέρονται» σπάνια και από επιλεκτικές εισηγμένες εταιρίες προς τους ενδιαφερόμενους επαγγελματίες της αγοράς.

Αναφορά στη Μετοχική Σύθεση: Η ολοκληρωμένη αναφορά στη μετοχική σύθεση μιας εισηγμένης εταιρίας θα πρέπει να περιλαμβάνει -τουλάχιστον- τις ακόλουθες κατηγορίες: Κύριους Μετόχους (βάσει ενός ελάχιστου ποσοστού συμμετοχής - αναλυτική παρουσίαση), Έλληνες Θεσμικούς Επενδυτές (με αναλυτική παρουσίαση ορισμένων εξ' αυτών), Ξένους Θεσμικούς Επενδυτές (με αναλυτική παρουσίαση ορισμένων εξ' αυτών), Σημαντικούς Μετόχους (βάσει ενός ελάχιστου ποσοστού συμμετοχής - αναλυτική παρουσίαση των σημαντικότερων), καθώς και το Ευρύ Επενδυτικό Κοινό (free float). Παράλληλα, δεν θα πρέπει να παρέχεται μόνο η πιο πρόσφατη - χρονικά - αναλυτική μετοχική σύθεση, αλλά και οι αντίστοιχες μετοχικές συνθέσεις πριν από ένα έτος και πριν από δύο έτη (για λόγους συγκρισιμότητας). Τέλος, είναι χρήσιμη η καθοδήγηση (guidance) από μέρους των διοικήσεων ως προς το ποσοστό εκείνων των θεσμικών επενδυτών και μετόχων - πέραν των βασικών ιδιοκτητών της εισηγμένης εταιρίας - που θεωρούνται ως

στρατηγικοί μέτοχοι και διαθέτουν μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα στην αντίστοιχη μετοχή. Αν και τα παραπάνω δεδομένα δεν έχουν ακόμη εφαρμοσθεί από τις Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες (τουλάχιστον από την πλειοψηφία τους), σαφώς θα συνιστούσαν έναν τρόπο μέσω του οποίου οι επαγγελματίες της αγοράς θα αντιλαμβάνονταν αποτελεσματικότερα το επίπεδο της εμπορευσιμότητας της αντίστοιχης μετοχής, τας εισροές / εκροές συναλλαγών από έτος σε έτος, τη «βραχυχρόνια» ή τη «μακροχρόνια» φύση της μετοχικής σύνθεσης αλλά και το βαθμό πίστης των βασικών μετόχων προς τις προοπτικές της εταιρίας.

Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα: Παρά τη φανερή ευαισθησία των εισηγμένων εταιριών απέναντι στην πρόκληση αυτήν του κοντινού μέλλοντος, οι διοικήσεις τους δεν προβαίνουν συνήθως στη διατύπωση των προθέσεων τους αναφορικά με την υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards). Πιο συγκεκριμένα, δεν φαίνεται να γίνεται «καθαρός» λόγος περί της συγκεκριμένης χρονικής στιγμής προσαρμογής των λογιστικών καταστάσεων στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, ή περί των πιθανών επιπτώσεων αυτής της προσαρμογής στους λογαριασμούς της εκάστοτε εισηγμένης εταιρίας. Αυτό δυστυχώς με τη σειρά του έχει ως αποτέλεσμα, τα μοντέλα χρηματοοικονομικών προβλέψεων που εφαρμόζονται από τους αναλυτές της αγοράς να μην ενσωματώνουν τις αντίστοιχες μεταβολές σε καίρια μελλοντικά στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων, στα οποία βασίζονται συνήθως θεμελιώδεις υποθέσεις (assumptions) αποτίμησης.

Ομάδα Συγκρίσιμων Εταιριών (Peer Group): Η καθοδήγηση των αναλυτών και των θεσμικών επενδυτών ως προς τις εταιρίες οι οποίες σε Ελληνικό και κυρίως σε Ευρωπαϊκό επίπεδο είναι συγκρίσιμες - σε όρους αποτίμησης - με την υπό εξέταση Ελληνική εισηγμένη εταιρία πρέπει να θεωρείται ως έργο της διοίκησης της τελευταίας. Αρκετές φορές οι διοικήσεις των Ελληνικών εισηγμένων εταιριών προτιμούν να μην «αγγίζουν» το εν λόγω ζήτημα για τους ακόλουθους λόγους:

(α) Δεν κρίνεται συμφέρουσα η σύγκριση της μετοχής τους - σε επίπεδο αποτίμησης - με τις αντίστοιχες Ελληνικές ή Ευρωπαϊκές μετοχές,

(β) Δεν έχουν πλήρη γνώση του ειδικότερου κλάδου δραστηριοποίησης της εταιρίας τους σε Ευρωπαϊκό επίπεδο, με αποτέλεσμα να αποφεύγουν τη παράθεση ενδεικτικών εταιριών διεθνούς εμβέλειας,

(γ) Θεωρούν την εταιρία τους μοναδική περίπτωση, καθώς η δραστηριότητά της αλλά και η σύνθεση των πωλήσεων της δεν συναντά ανάλογα παραδείγματα στην Ελλάδα ή το εξωτερικό.

Όμως και σε αυτήν την περίπτωση, οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες δείχνουν να παραμερίζουν το γεγονός ότι η συγκριτική αποτίμηση εταιριών (βάσει των διαφόρων δεικτών αποτίμησης, όπως για παράδειγμα του πολλαπλασιαστή κερδών - δείκτη P/E), θεωρείται η υπ' αριθμόν 1 μέθοδος επιλογής, ή μη, μετοχών τόσο από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές όσο και από τους θεσμικούς επενδυτές στην Ελλάδα και το εξωτερικό.

Τελικά Συμπεράσματα

Είναι γενικά αποδεκτό ότι οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες ωφελούνται σε σημαντικό βαθμό όταν αυξάνεται ο βαθμός της εξειδικευμένης πληροφόρησης που παρέχουν προς τους θεσμικούς επενδυτές αλλά και τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές. Σε θεωρητικό επίπεδο, η υιοθέτηση αυτής της πολιτικής και η συστηματική διάχυση ουσιαστικής - και όχι επιδερμικής - πληροφόρησης προς τους ενδιαφερόμενους αποδέκτες αυξάνει το βάθος της αγοράς μιας μετοχής, βελτιώνει σταδιακά την εμπορευσιμότητά της, αλλά ταυτόχρονα μειώνει το κόστος κεφαλαίου που αποτελεί τον κινητήριο άξονα επενδύσεων και ανάπτυξης μιας εισηγμένης εταιρίας. Από την άλλη πλευρά όμως, οι εισηγμένες εταιρίες εξακολουθούν στην πράξη να παραμένουν ιδιαίτερα φειδωλές απέναντι στη διάχυση εξειδικευμένης πληροφόρησης, η οποία έχει προστιθέμενη αξία για τους επαγγελματίες της αγοράς. Καθώς οι μέθοδοι χρηματοοικονομικής ανάλυσης που σήμερα εφαρμόζονται και τα επενδυτικά κριτήρια που υιοθετούνται στην επιλογή μετοχών, γίνονται ολοένα και πιο πολυδιάστατα, οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες θα πρέπει να ανταποκριθούν σε ακόμη μεγαλύτερο βαθμό στις νέες ανάγκες της χρηματιστηριακής αγοράς σε επίπεδο πληροφόρησης. Με τον τρόπο αυτό, οι εν λόγω εταιρίες θα είναι σε θέση να διαφωτίσουν τους ενδιαφερόμενους αποδέκτες με επιπρόσθετα στοιχεία σε τομείς που έως σήμερα παραμένουν ελλιπείς, αλλά είναι ωστόσο ζωτικής σημασίας για την ορθή αποτίμηση των μετοχών τους και την εμφάνιση της πραγματικής τους αξίας στο Χρηματιστήριο.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

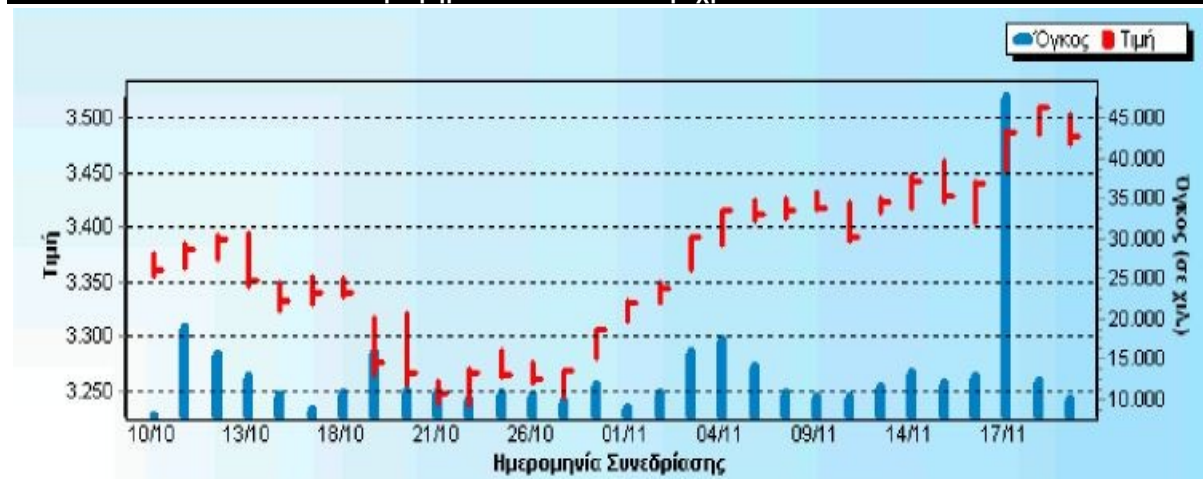
Γενικός Δείκτης Τιμών Κύριας Αγοράς Χ.Α.

Ημερομηνία Συνεδρίασης	21/11/2005 Σύμβολο Δείκτη		ΓΔ (Σύνθεση)
Κλείσιμο	3.482,08 Προηγούμενο Κλείσιμο		3.509,20
Διαφορά	-27,12	Διαφορά %	-0,77
Ελάχιστο Ημέρας	3.474,74	Μέγιστο Ημέρας	3.502,80
Ελάχιστο Έτους	2.786,51 Μέγιστο Έτους		3.509,20
Διαφ. % από 31.12.2004	24,981		
Όγκος Συναλλαγών			
Τεμάχια	9.783.572	% επί του Συνόλου	42,17
Αξία Συναλλαγών			
Χιλιάδες Ευρώ	142.815,03	% επί του Συνόλου	82,82
Χρηματιστηριακή Αξία			
Χιλιάδες Ευρώ	92.624.479,37	% επί του Συνόλου	78,47

Όνομασία	Γενικός Δείκτης Κύριας Αγοράς Χ.Α.
Χρηματιστήριο Διαπραγμάτευσης	Χ.Α - ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
Περιγραφή	Μέσος σταθμικός δείκτης ως προς την κεφαλαιοποίηση της αγοράς . Απεικονίζει τη γενική τάση του συνόλου της Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Αποτελείται από 60 μετοχές. Ο δείκτης δεν προσαρμόζεται σύμφωνα με τις καταβολές μερισμάτων.
Τεχνικά Χαρακτηριστικά	
Βάση	100
Έτος Βάσης [Ημέρα -Μήνας-Έτος]	31/12/1980
Τύπος Δείκτη	Ευρείας επιλογής
Μαθηματικός τύπος	Στάθμιση ως προς τη χρηματιστηριακή αξία
Αριθμός μετοχών στο Δείκτη	60
Μέγιστη στάθμη μετοχής	Χωρίς όριο
Κριτήριο στάθμισης	Κεφαλαιοποίηση

Γενικός Δείκτης Τιμών Κύριας Αγοράς Χ.Α.

Γράφημα από 10/10/2005 μέχρι 21/10/2006



Προσαρμοσμένο free float	Όχι
Απόδοση / Τιμή Δείκτη	Δείκτης τιμών
Τακτική αναθεώρηση	Δύο φορές / έτος
Χρήση Κλαδοποίησης	Κανένα
Προσαρμογή σε περίπτωση εταιρικών πράξεων	Καθημερινά εάν απαιτείται και πριν την έναρξη της συνεδρίασης
Νόμισμα	Ευρώ, ο Δείκτης όμως είναι καθαρός αριθμός
Διάχυση Δεδομένων	
Tick Frequency	Πραγματικός χρόνος (κάθε 30")
Περίοδος υπολογισμού	11:00-16:00
Ιστορικό	
Τύπος ιστορικών δεδομένων	Ανώτατη, κατώτατη, κλείσιμο
Reuters Κωδικός	ATG
Bloomberg Κωδικός	ASE<INDEX>
Παράγωγα Προϊόντα	
Χρηματιστήριο που διαπραγματεύονται τυποποιημένα παράγωγα προϊόντα	
Τυποποιημένα συμβόλαια option	Κανένα
Τυποποιημένα συμβόλαια Σ.Μ.Ε.	Κανένα
Αύλλα παράγωγα προϊόντα	Κανένα
Exchange-traded funds (ETF's)	Κανένα
Νομικές & Διοικητικές Λεπτομέρειες	
Σήμα κατατεθέν ®	
Κόστος χρήσης προϊόντος	
Ετήσιο κόστος άδειας χρήσης προϊόντος	Ναι
Επικοινωνία	Αλέξανδρος Κοροβέσης
Τηλέφωνο	(+30-210) 336-6166
Email address	A.Korovessis@ase.gr
Name of the index compiler	ASYK S.A.
Email address	asyk@asyk.ase.gr
Website address	www.ase.gr
Τηλέφωνο	(+30-210) 336-6194

Ημερομηνία Συνεδρίασης	21/11/2005	Σύμβολο Δείκτη	FTSE (Σύνθεση)
Κλείσιμο	1.951,86	Προηγούμενο Κλείσιμο	1.969,69
Διαφορά	-17,83	Διαφορά %	-0,91
Ελάχιστο Ημέρας	1.947,65	Μέγιστο Ημέρας	1.963,95
Ελάχιστο Έτους	1.546,801	Μέγιστο Έτους	1.970,33
Διαφ. % από 31.12.2004	26,13		

Όγκος Συναλλαγών			
Τεμάχια	6.074.734	% επί του Συνόλου	26,19
Αξία Συναλλαγών			
Χιλιάδες Ευρώ	127.656,97	% επί του Συνόλου	74,03
Χρηματιστηριακή Αξία			
Χιλιάδες Ευρώ	58.500.361,61	% επί του Συνόλου	49,56

Δείκτης FTSE /X.A 20	
Όνομασία	FTSE /X.A 20
Χρηματιστήριο Διαπραγμάτευσης	X.A - Χρηματιστήριο Αθηνών
Περιγραφή	Δείκτης Υψηλής Κεφαλαιοποίησης, που περιλαμβάνει τις 20 μεγαλύτερες μετοχές του X.A. Το μέγεθος των εταιριών αποτιμάται με βάση την προσαρμοσμένη κεφαλαιοποίηση, τη διασπορά καθώς και την εμπορευσιμότητά τους . Τέθηκε σε ισχύ το Σεπτέμβριο του 1997.Σχεδιάστηκε από το X.A. και την FTSE International Limited.
Τεχνικά Χαρακτηριστικά	
Βάση	100
Έτος Βάσης [Ημέρα -Μήνας-Έτος]	23/9/1997
Τύπος Δείκτη	Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης
Μαθηματικός τύπος	Στάθμιση ως προς τη χρηματιστηριακή αξία
Αριθμός μετοχών στο Δείκτη	20
Μέγιστη στάθμη μετοχής	Χωρίς όριο
Κριτήριο στάθμισης	Κεφαλαιοποίηση
Προσαρμοσμένο free float	Ναι
Απόδοση / Τιμή Δείκτη	Δείκτης τιμών
Τακτική αναθεώρηση	Δύο φορές / έτος
Χρήση Κλαδοποίησης	Κανένα
Προσαρμογή σε περίπτωση εταιρικών πράξεων	Καθημερινά αν απαιτείται και πριν την έναρξη της συνεδρίασης.
Νόμισμα	σε Ευρώ, αλλά ο Δείκτης είναι καθαρός αριθμός
Διάχυση Δεδομένων	
Συχνότητα υπολογισμού	Πραγματικός χρόνος (κάθε 30")
Περίοδος υπολογισμού	11:00-16:00
Ιστορικό	23/9/1997
Τύπος ιστορικών δεδομένων	Ανώτατη, κατώτατη, κλείσιμο
Reuters Κωδικός	ATF
Bloomberg Κωδικός	FTASE<INDEX>
Telekurs Κωδικός	
Παράγωγα Προϊόντα	
Χρηματιστήριο που διαπραγματεύονται τυποποιημένα παράγωγα προϊόντα	Χρηματιστήριο Αθηνών- Αγορά Παραγώγων
Τυποποιημένα συμβόλαια option	Ναι
Τυποποιημένα συμβόλαια Σ.Μ.Ε.	Ναι
Άλλα παράγωγα προϊόντα	Κανένα
Exchange-traded funds (ETF's)	Κανένα
Νομικές & Διοικητικές Λεπτομέρειες	

Σήμα κατατεθέν ®	
Κόστος χρήσης προϊόντος	
Ετήσιο κόστος άδειας χρήσης προϊόντος	Ναι
Επικοινωνία	Αλέξανδρος Κοροβέσης
Τηλέφωνο	(+30-210) 336-6166
Email address	A.Korovessis@ase.gr
Name of the index compiler	ASYK S.A.
Email address	asyk@asyk.ase.gr
Website address	www.ase.gr
Τηλέφωνο	(+30-210) 336-6194

Λεξικό Όρων στα Παράγωγα (Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών - Αγορά Παραγώγων)

A

Ανάθεση (assignment)

Ειδοποίηση από την ΕΤΕΣΕΠ προς τον πωλητή δικαιώματος ότι το δικαίωμα έχει εξασκηθεί από τον αγοραστή.

Ανοιγμα (spread)

Μία σύνθετη θέση σε παράγωγα, που αποτελείται από μία θέση αγοράς ενός συμβολαίου και μία θέση πώλησης ενός παρόμοιου συμβολαίου.

Ανοικτή θέση (open position)

Η αποτύπωση ως προς τον αριθμό των συμβολαίων ή την ποσότητα της υποκείμενης αξίας, του συνόλου των δικαιωμάτων ή υποχρεώσεων οποιουδήποτε συναλλασσόμενου, που απορρέουν από πράξεις στα παράγωγα.

Ανοικτή Πώληση (short selling)

Συναλλαγή κατά την οποία ο επενδυτής δανείζεται μετοχές και τις πουλάει σε τρίτο αναλαμβάνοντας έτσι την υποχρέωση να τις αγοράσει στο μέλλον για να τις επιστρέψει στο δανειστή. Με τον τρόπο αυτό πραγματοποιεί κέρδος ή ζημιά ανάλογα με τις τιμές που πούλησε και κατόπιν αγόρασε τις μετοχές

Αντιστάθμιση κινδύνου (hedging)

Συναλλαγή κατά την οποία ένας επενδυτής προσπαθεί να προστατεύσει μία θέση του στην υποκείμενη αγορά χρησιμοποιώντας μία αντίθετη θέση στην αγορά των παραγώγων.

Αξία χρόνου (time value)

Η διαφορά της τιμής ενός δικαιώματος προαίρεσης μείον την εσωτερική του αξία.

B

Βάση (basis)

Η τιμή της υποκείμενης αξίας ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) μείον την τιμή του ΣΜΕ. Καθώς το ΣΜΕ πλησιάζει προς την ημέρα λήξης του, η βάση συγκλίνει στο μηδέν.

Δ

Δανεισμός Τίτλων (stock lending)

Συμφωνίες μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων (του δανειζόμενου και του δανειστή) με τις οποίες η κυριότητα μετοχών που βρίσκονται στην κατοχή του δανειστή μεταβιβάζεται στο δανειζόμενο έναντι ποσού που εξαρτάται από το χρόνο μέχρι την επιστροφή της κυριότητας των μετοχών στο δανειστή και προσδιορίζεται από την τιμή δανεισμού η οποία δίνεται σε μορφή ετήσιου επιτοκίου.

Δικαίωμα με θετική εσωτερική αξία (in-the-money option)

Ένα δικαίωμα αγοράς (πώλησης) το οποίο αν εξασκηθεί θα αποφέρει αξία στον κάτοχό του, επειδή η τιμή της υποκείμενης αξίας είναι μεγαλύτερη (μικρότερη) από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος.

Δικαίωμα με μηδενική εσωτερική αξία (out-of-the-money option)

Ένα δικαίωμα αγοράς (πώλησης) το οποίο αν εξασκηθεί δεν θα αποφέρει αξία στον κάτοχό του, επειδή η τιμή της υποκείμενης αξίας είναι μικρότερη (μεγαλύτερη) από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος.

Δικαίωμα προαίρεσης αμερικανικού τύπου (American option)

Ένα δικαίωμα προαίρεσης που μπορεί να εξασκηθεί οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την ημέρα λήξης του συμβολαίου.

Δικαίωμα προαίρεσης ευρωπαϊκού τύπου (European option)

Ένα δικαίωμα προαίρεσης που μπορεί να εξασκηθεί μόνο κατά την ημέρα λήξης του συμβολαίου.

Δικαίωμα στην τρέχουσα τιμή (at-the-money option)

Από μία σειρά δικαιωμάτων αγοράς (ή πώλησης) με την ίδια ημέρα λήξης και διαφορετικές τιμές εξάσκησης, το δικαίωμα αγοράς (ή πώλησης) εκείνο του οποίου η τιμή εξάσκησης βρίσκεται πιο κοντά στην τρέχουσα τιμή της υποκείμενης αξίας.

Δικαιώματα Προαίρεσης (options)

Συμφωνίες μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων (ενός αγοραστή και ενός πωλητή) που δίνουν στον αγοραστή το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει από (αν πρόκειται για δικαίωμα αγοράς - Call) ή να πουλήσει στον (αν πρόκειται για δικαίωμα πώλησης - Put) πωλητή συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου) σε προκαθορισμένη τιμή (η τιμή εξάσκησης).

Διωνυμικό μοντέλο (binomial model)

Μέθοδος αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης, που βασίζεται στην υπόθεση ότι σε κάθε χρονική στιγμή, η τιμή της υποκείμενης αξίας ή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, μπορεί να πάρει μόνο δύο δυνατές τιμές.

E

Ειδικός Διαπραγματευτής (market maker)

Εκπρόσωπος εταιρίας μέλους του ΧΠΑ με την υποχρέωση να παρέχει συνέχεια τιμές στις οποίες είναι διατεθειμένος να αγοράσει και να πουλήσει καθορισμένα προϊόντα, εξασφαλίζοντας έτσι επαρκή ρευστότητα στην αγορά.

Εκκαθάριση με ρευστά διαθέσιμα (cash settlement)

Όρος σε ορισμένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης, που καθορίζει ότι η εκκαθάριση δεν γίνεται με φυσική παράδοση της υποκείμενης αξίας αλλά με μεταβίβαση χρηματικού ποσού, όπως καθορίζεται από αλγόριθμο.

Εκκαθάριση Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) με φυσική παράδοση (settlement by physical delivery)

Κατά τη λήξη ενός ΣΜΕ που εκκαθαρίζεται με φυσική παράδοση, το συμβόλαιο εκπληρώνεται με τον πωλητή να παραδίδει στον αγοραστή την υποκείμενη αξία και τον αγοραστή να καταβάλει στον πωλητή το δραχμικό ισοδύναμο της τελικής τιμής εκκαθάρισης του ΣΜΕ.

Εντολή με όριο (limit order)

Εντολή βούλησης αγοράς ή πώλησης που διαβιβάζεται προς την αγορά, η οποία προσδιορίζει τιμή πέραν της οποίας ο αγοραστής δεν επιθυμεί να αγοράσει ή ο πωλητής να πουλήσει, αντίστοιχα.

Εξάσκηση (exercise)

Διαδικασία κατά την οποία ένα δικαίωμα αγοράς ή ένα δικαίωμα πώλησης χρησιμοποιείται από τον αγοραστή του δικαιώματος για να αγοράσει από ή να πουλήσει στον πωλητή του δικαιώματος την υποκείμενη αξία στην τιμή εξάσκησης του δικαιώματος.

Εξισοροποιητική κερδοσκοπία (arbitrage)

Ταυτόχρονη αγορά και πώληση της ίδιας ή ισοδύναμων αξιών σε σημαντικά διαφορετικές τιμές που αποφέρει κέρδος δίχως κίνδυνο.

Εσωτερική αξία (intrinsic value)

Για ένα δικαίωμα αγοράς, είναι η διαφορά της τρέχουσας τιμής της υποκείμενης αξίας μείον την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος, αν αυτή είναι θετική και μηδέν, αν αυτή είναι αρνητική. Για ένα δικαίωμα πώλησης, είναι η διαφορά της τιμής εξάσκησης του δικαιώματος μείον την τρέχουσα τιμή της υποκείμενης αξίας, αν αυτή είναι θετική και μηδέν, αν αυτή είναι αρνητική.

Θ

Θεσμικός επενδυτής (institutional investor)

Κάθε Ε.Π.Ε.Υ., εταιρία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, εταιρία επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ασφαλιστική εταιρία και ασφαλιστικό ταμείο που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα.

K

Καθημερινή αποτίμηση (mark-to-market)

Διαδικασία που χρησιμοποιείται για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης κατά την οποία στο τέλος κάθε ημέρας οι επενδυτές των οποίων οι θέσεις (αγοράς ή πώλησης) σημείωσαν ζημιές πληρώνουν τις ζημιές τους αυτές στους επενδυτές των οποίων οι θέσεις σημείωσαν κέρδη.

M

Μη προστατευμένη πώληση δικαιώματος αγοράς (uncovered call)

Στρατηγική σύμφωνα με την οποία ο επενδυτής πουλάει ένα δικαίωμα αγοράς, χωρίς να κατέχει την υποκείμενη αξία.

Μη συστηματικό ρίσκο (unsystematic risk)

Το ρίσκο ενός τίτλου, που σχετίζεται με παράγοντες που συνδέονται με αυτόν και όχι με την αγορά ή την οικονομία σαν σύνολο.

Μονάδα βάσης (basis point)

Το ένα εκατοστό της ποσοστιαίας μονάδας (0,01%). Χρησιμοποιείται για την αναφορά μικρών μεταβολών σε επιτόκια.

Μοντέλο Black-Scholes (Black-Scholes model)

Μοντέλο που αναπτύχθηκε από τους Fisher Black και Myron Scholes το 1973 και αποτελεί την κλασική μέθοδο αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης, ευρωπαϊκού τύπου.

Ο

Όριο θέσης (position limit)

Ο τυχόν περιορισμός που επιβάλλει εκάστοτε το ADEX ή και η ΕΤΕΣΕΠ ως προς τη δυνατότητα οποιουδήποτε προσώπου να διατηρεί ανοικτή θέση ή και τη δημιουργία ανοικτής θέσης της αγοράς, ως σύνολο.

Π

Παραδοτέα ομόλογα (deliverable bonds)

Τα ομόλογα που καθορίζονται από το ADEX ως αυτά των οποίων τα χαρακτηριστικά προσομοιάζουν επαρκώς το συνθετικό ομόλογο, το οποίο είναι η υποκείμενη αξία ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ), που εκκαθαρίζεται με φυσική παράδοση. Κατά τη λήξη του συμβολαίου, οι πωλητές των ΣΜΕ παραδίδουν στους αγοραστές ομόλογα από το καλάθι των παραδοτέων ομολόγων.

Περιθώριο ασφάλειας (margin)

Χρηματικά ποσά ή αξίες δεσμευμένες υπέρ της εταιρίας εκκαθάρισης σαν ενέχυρο για την κάλυψη ζημιών από θέσεις σε παράγωγα προϊόντα.

Πολλαπλασιαστής (multiplier)

Δραχμικός συντελεστής, που χρησιμοποιείται στα παράγωγα προϊόντα πάνω σε δείκτες μετοχών, για τη μετατροπή των τιμών του δείκτη σε δραχμικά ισοδύναμα, ανά συμβόλαιο.

Προστατευμένη πώληση δικαιώματος αγοράς (covered call)

Πώληση δικαιώματος αγοράς με παράλληλη κατοχή της υποκείμενης αξίας.

Ρ

Ρευστότητα (liquidity)

Η ικανότητα να αγοράζονται ή να πωλούνται μεγάλες ποσότητες μίας χρηματοοικονομικής αξίας χωρίς να επηρεάζεται η τιμή της.

Σ

Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ - futures)

Συμβόλαιο σύμφωνα με τα οποία οι αντισυμβαλλόμενοι (ένας αγοραστής και ένας πωλητής) αναλαμβάνουν την υποχρέωση να αγοράσουν ή να πουλήσουν συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου) σε προκαθορισμένη τιμή και τα οποία συναλλάσσονται σε κάποια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά και υπόκεινται σε καθημερινή διαδικασία αποτίμησης.

Συνθετικό δικαίωμα αγοράς (synthetic call)

Ο συνδυασμός αγοράς ενός δικαιώματος πώλησης και πώλησης ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης με την ίδια υποκείμενη αξία και το ίδιο μέγεθος συμβολαίου, που προσομοιάζει τη συμπεριφορά ενός δικαιώματος αγοράς. Εναλλακτικά, η αγορά ενός δικαιώματος πώλησης μπορεί να συνδυαστεί με την ανοιχτή πώληση της υποκείμενης αξίας.

Συνθετικό δικαίωμα πώλησης (synthetic put)

Ο συνδυασμός αγοράς ενός δικαιώματος αγοράς και πώλησης ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης με την ίδια υποκείμενη αξία και το ίδιο μέγεθος συμβολαίου, που προσομοιάζει τη συμπεριφορά ενός δικαιώματος πώλησης. Εναλλακτικά, η αγορά ενός δικαιώματος αγοράς μπορεί να συνδυαστεί με την ανοιχτή πώληση της υποκείμενης αξίας.

Συνθετικό ομόλογο (synthetic bond - notional bond)

Συνθετικό συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης (synthetic futures)

Ο συνδυασμός αγοράς ενός δικαιώματος αγοράς και ενός δικαιώματος πώλησης με την ίδια υποκείμενη αξία, την ίδια τιμή εξάσκησης και το ίδιο μέγεθος συμβολαίου, που προσομοιάζει τη συμπεριφορά ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης.

Συντελεστής βήτα (beta factor)

Μέτρο της ευαισθησίας της αξίας ενός τίτλου ή χαρτοφυλακίου στις διακυμάνσεις της αγοράς σαν σύνολο.

Συντελεστής τιμής παραδοτέου ομολόγου (price factor of a deliverable bond)

Κατά τη λήξη ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ), που εκκαθαρίζεται με φυσική παράδοση ομολόγου, οι πωλητές των ΣΜΕ παραδίδουν στους αγοραστές ομόλογα από το καλάθι των παραδοτέων ομολόγων. Για κάθε παραδοτέο ομόλογο από αυτό το καλάθι, το ADEX καθορίζει ένα συντελεστή τιμής, που χρησιμοποιείται για την προσαρμογή της αξίας του παραδοτέου ομολόγου που θα καταβάλει ο αγοραστής στον πωλητή, με βάση την τελική τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ.

Συστηματικό ρίσκο (systematic risk)

Το ρίσκο ενός τίτλου που σχετίζεται με την αγορά ή την οικονομία σαν σύνολο και όχι με παράγοντες που συνδέονται με αυτόν.

Τ

Τίμημα δικαιώματος (option premium)

Το ποσό που οφείλει να καταβάλει ένας συναλλασσόμενος για την αγορά δικαιώματος προαίρεσης.

Τράπεζα διακανονισμού (Settlement bank)

Το πιστωτικό ίδρυμα, το οποίο διενεργεί μεταφορές χρημάτων μεταξύ λογαριασμών των Μελών ΕΤΕΣΕΠ και της ΕΤΕΣΕΠ, για τη διεκπεραίωση του χρηματικού διακανονισμού, σύμφωνα με τις υποδείξεις της ΕΤΕΣΕΠ.

Τράπεζα Τήρησης των Περιθωρίων Ασφάλισης (margin bank)

Τα πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία διενεργούν δεσμεύσεις και αποδεσμεύσεις των κεφαλαίων που προορίζονται για περιθώρια ασφάλισης, ανά συναλλασσόμενο, σύμφωνα με τις υποδείξεις της ΕΤΕΣΕΠ.

Υ

Υποκείμενη αγορά (cash market - underlying market)

Η αγορά στην οποία διαπραγματεύεται η χρηματοοικονομική αξία στην οποία βασίζεται ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης ή ένα δικαίωμα προαίρεσης.

Φ

Φέρον κόστος (cost of carry)

Το κόστος που συνδέεται με τη διατήρηση και διαφύλαξη ενός προϊόντος. Για χρηματοοικονομικά προϊόντα το κόστος αυτό περιλαμβάνει τον τόκο, που δεν εισπράχθηκε λόγω της δέσμευσης χρημάτων. Για φυσικά προϊόντα, το κόστος αυτό περιλαμβάνει δαπάνες αποθήκευσης, ασφάλισης και φθοράς.

Φέρουσα εξισορροπητική κερδοσκοπία (cash and carry arbitrage)

Δίχως κίνδυνο κερδοσκοπική θέση, που λαμβάνει χώρα όταν η τιμή ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) είναι μεγαλύτερη από την τιμή της υποκείμενης αξίας του, συν το φέρον κόστος. Ο κερδοσκόπος δανείζεται στα τρέχοντα επιτόκια διαθεσίμων, για να χρηματοδοτήσει την αγορά της υποκείμενης αξίας και, ταυτόχρονα, πουλάει το ΣΜΕ.

A. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- [1] Βούλγαρη-Παπαγεωργίου Ε., *Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων*, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα (1999).
- [2] Γιαλιάτσος Κ., *Διεθνείς Κεφαλαιαγορές και Ελληνικό Χρηματιστήριο*, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, (1994).
- [3] Δημητρόπουλος Π., *Τα Παράγωγα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο*, Εκδ. Φυκίρη, (1999).
- [4] Θεοδωρόπουλος Θ., *Επενδυτική Στρατηγική και Χρηματιστήριο*, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη, Αθήνα, (2000).
- [5] Καραθανάσης Γ.Α.-Γκλεζάκος Μ., *Ο Μηχανισμός των Τιμών στα Χρηματιστήρια Αξιών: Εμπειρικές Έρευνες με Αναφορά στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, (1997).
- [6] Μαλινδρέτος Π. - Μαλινδρέτου Β. Π., *Χρηματιστήριο*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, (2000).
- [7] Νιάρχος Ν., *Η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, Εξελίξεις και Προοπτικές*, Επιμέλεια Γ. Προβόπουλος, IOBE, Αθήνα (1995).
- [8] Παπούλιας Γ., *Παράγωγα (Derivatives)*, Αθήνα (1998).
- [9] Παπανικολάου Γεώργιος, Α.Π. *Κίχχος Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών Διεθνή Χρηματιστήρια*, (2001).
- [10] Πορφύρης Νικόλαος (επιμέλεια), *David A. Dubofsky Παράγωγα Προϊόντα & Ελληνική Αγορά*, (2004).

B. ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- [11] Benninga Simon, *Financial Modelling*, MIT Press, USA (1999).
- [12] Chance Don, *An Introduction to Derivatives, 5th Edition*, Dryden, USA (2001).
- [13] Hull John C., *Options, Futures, & Other Derivatives, 4th Edition*, Prentice-Hall, USA (2000).

G. PAPERS

- [14] Γκλεζάκος Μιχάλης, *Αξιόγραφα και Χρηματιστηριακές Επενδύσεις*, Νοέμβριος (2005).
- [15] Κουλησιάνης Δ. Μηνάς, *“Διδακτορική διατριβή” Αποτίμηση Χρηματιστηριακών Παραγώγων Πανεπιστήμιο Πατρών*, Νοέμβριος (2003).
- [16] Τσαγρής Γ. Βασίλειος, *Περιγραφή λειτουργίας Παραγώγων & Χρηματοοικονομική Μηχανική* (2003).

A. ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ-ΠΕΡΙΟΔΙΚΑ

1. Ειδικές Εκδόσεις.
2. Οικονομία.
3. Ανάπτυξη.
4. Οικονομικός Ταχυδρόμος.

E. ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ

1. (Investment Research & Analysis Journal) www.iraj.gr
2. (Derivatives.gr) www.derivatives.gr
3. (All about ADEX) www.allaboutadex.gr
4. (ARTION) www.artion.net
5. (ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.) www.adex.ase.gr
6. (ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ) www.ecb.int
7. (ΚΕΡΔΟΣ στο Διαδίκτυο) www.kerdos.gr

8. (Π&Κ Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων) www.pkfunds.gr
9. (Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ) www.kathimerini.gr
10. (REPORTER TOMORROW'S NEWS DAYS) www.reporter.gr
11. (ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ) www.naftemporiki.gr
12. www.pathfinder.gr
13. (ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ) www.ase.gr

- 1."INVESTMENTS",BODIE, KANE, MARCUS 5th EDITION, MCGRAW-HILL,
- 2.<http://www.adex.ase.gr>
- 3.<http://www.derivatives.gr>
- 4.ETBA BETA BOOK, ΤΕΥΧΟΣ 38, ΙΟΥΝΙΟΣ 2002

ΧΡΗΣΙΜΑ LINKS

- 1.<http://www.numa.com>
- 2.<http://www.eurexchange.com>
- 3.<http://www.nybot.com>
- 4.<http://www.cme.com>
- 5.<http://www.liffe.com>
- 6.<http://www.cbot.com>