**ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ**

ΣΥΡΙΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

ΠΑΠΑΔΑΜΟΥ ΣΤΕΦΑΝΟΣ

ΠΑΤΡΑ

ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2014

Αφιερωμένο ………………. Κ.Σ.

Αφιερωμένο στην γυναίκα μου και στα παιδιά μας Σ.Π.

Πρόλογος

…………………………………..

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω ……………

**ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

[ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 5](#_Toc393111058)

[Η ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ 5](#_Toc393111059)

[4.1 Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομία 5](#_Toc393111060)

[4.2 Χρήμα έναντι Πίστης 8](#_Toc393111061)

[4.2 Οι διαμορφωτές αγοράς (Market Makers) 13](#_Toc393111062)

[4.3 Συστήματα Πληρωμών: Χρήμα και Πίστη 16](#_Toc393111063)

[4.4 Χρήμα και Χρόνος: Ρευστότητα και Φερεγγυότητα 18](#_Toc393111064)

[4.5 Η διατραπεζική αγορά 22](#_Toc393111065)

[4.6 Η αγορά των συμφωνιών επαναγοράς (Repos) 30](#_Toc393111066)

[4.7 Η αγορά ευρωνομισμάτων 37](#_Toc393111067)

[4.8 Άλλα προϊόντα της χρηματαγοράς 42](#_Toc393111068)

[4.9 Μετρώντας τις αποδόσεις των προϊόντων της χρηματαγοράς 45](#_Toc393111069)

[4.10 Ο ρόλος των διαπραγματευτών τίτλων στην χρηματαγορά 47](#_Toc393111070)

[4.11 Μελέτες περίπτωσης Τραπεζικών Συστημάτων 53](#_Toc393111071)

[4.11.1 Το Ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα 53](#_Toc393111072)

[4.11.2 Το Αμερικανικό τραπεζικό σύστημα 58](#_Toc393111073)

[4.11.3 Το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα 63](#_Toc393111074)

[Ερωτήσεις Μελέτης Κεφαλαίου 74](#_Toc393111075)

[Βιβλιογραφικές Αναφορές Κεφαλαίου 76](#_Toc393111076)

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

# Η ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

## 4.1 Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομία

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελείται απόθεσμούς, οργανισμούς και αγορές. Η κύρια λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος, είναι η διαμεσολάβηση μεταξύ πλεονασματικών και ελλειμματικών οικονομικών μονάδων. Με βασικό στόχο την ορθολογική κατανομή κεφαλαίων από τις λιγότερο παραγωγικές στις περισσότερο παραγωγικές οικονομικές μονάδες, μειώνοντας ταυτόχρονα τον κίνδυνο και το κόστος των συναλλαγών γενικότερα.

Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μπορεί να γίνει με δύο τρόπους είτε άμεσα μέσω των αγορών είτε έμμεσα μέσω των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Οι επιχειρήσεις (συνήθως ελλειμματικές μονάδες) εκδίδουν τίτλους τους οποίους πωλούν στο χρηματιστήριο για την άμεση χρηματοδότηση των επενδύσεων τους από τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες. Ανάλογα με το εάν αυτοί οι τίτλοι έχουν βραχυπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη διάρκεια κάνουμε αντίστοιχα την διάκριση μεταξύ χρηματαγοράς και κεφαλαιαγοράς. Εδώ επίσης θα πρέπει να τονίσουμε μια ακόμα σημαντική διάκριση των αγορών σε πρωτογενείς και δευτερογενείς αγορές. Η πρωτογενής αγορά έχει να κάνει με την εισαγωγή τίτλων για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο. Μια νέα έκδοση τίτλων ή άντληση κεφαλαίων μέσω αύξησης μετοχικών κεφαλαίων αποτελούν κλασσικά παραδείγματα. Ενώ η λεγόμενη δευτερογενής αγορά έχει να κάνει με την αγοροπωλησία τίτλων ήδη εισηγμένων στο χρηματιστήριο.

Από την άλλη η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μπορεί να επιτευχθεί μέσω δανεισμού από τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς όπως φαίνεται στο ακόλουθο γράφημα. Οι τράπεζες για παράδειγμα δέχονται καταθέσεις τις οποίες στην συνέχεια τις διοχετεύουν σε δάνεια των επιχειρήσεων ή και των ιδιωτών συμβάλλοντας στην αποτελεσματική κατανομή των πόρων και την βελτίωση της κοινωνικής ευημερίας. Αυτό γίνεται καλύτερα αντιληπτό μέσα από το ακόλουθο παράδειγμα. Έστω ότι κάποιος αποταμίευσε 1000 Ευρώ και δεν υπάρχει χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ο γείτονας του από την άλλη ανακάλυψε μια νέα τεχνολογία που θα αυξήσει την παραγωγή του και θα του αποφέρει έσοδα 1200 ευρώ τον επόμενο χρόνο. Δεν έχει όμως τα απαιτούμενα κεφάλαια των 1000 ευρώ για την επένδυση. Αν του δάνειζε λοιπόν ό γείτονας του 1000 ευρώ και αυτός δεχόταν να επιστρέψει πίσω σε αυτόν 1100 ευρώ το επόμενο έτος, τότε και οι δύο θα έβγαιναν ωφελημένοι κατά 100 ευρώ ο καθένας από την αποτελεσματική χρήση αυτών των κεφαλαίων (Asset allocation efficiency).

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα παρέχει την δυνατότητα να δανειστεί κάποιος από το μελλοντικό του εισόδημα προκειμένου να καταναλώσει. Δεν θα μπορούσε να αγοράσει αυτοκίνητο ή σπίτι στα 24 του. Συμβάλλει έτσι στην άνοδος της κοινωνικής ευημερίας.

**Γράφημα 4.1**  Άμεση έναντι έμμεσης χρηματοδότησης



**Πηγή:** [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

Για την προστασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, θα πρέπει να εντοπίζονται οι κύριες πηγές κινδύνων και αδυναμιών, ενώ όλοι οι σχετικοί φορείς, όπως τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι εποπτικές αρχές, θα πρέπει να ενημερώνονται για τους κινδύνους. Στους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς περιλαμβάνονται:

* Τα πιστωτικά ιδρύματα, δηλ. εγχώριες εμπορικές τράπεζες, υποκαταστήματα ξένων τραπεζών, συνεταιριστικές τράπεζες και ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί.
* Οι θεσμικοί επενδυτές, δηλ. ασφαλιστικές εταιρίες, φορείς κοινωνικής ασφάλισης και οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες.
* Οι λοιπές μη τραπεζικές επιχειρήσεις, δηλ. χρηματιστηριακές εταιρίες, εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing), εταιρίες πρακτόρευσης απαιτήσεων (factoring), εταιρίες παροχής πιστώσεων και εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών.
* Ως «Ειδικοί Πιστωτικοί Οργανισμοί», εμφανίζονται τράπεζες με «ειδικό» καθεστώς λειτουργίας και (συχνά) ρόλο τον οποίο επιδοτεί το δημόσιο, όπως παλαιότερα στην Ελλάδα ήταν οι λεγόμενες «αναπτυξιακές» τράπεζες (π.χ. ΕΤΒΑ) οι οποίες ήταν ένα είδος «επενδυτικών» τραπεζών.

Στα πλαίσια ενός μακροοικονομικού πλαισίου ανάλυσης μπορούμε να αναδείξουμε τον ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Καίριας σημασίας στο πρόβλημα από τη μη σύμπτωση των αποταμιευτών (S πλεονασματικές μονάδες) και των επενδυτών (Ι, ελλειμματικές μονάδες) είναι οι θεσμοί και οι μηχανισμοί που επιτρέπουν την σύζευξη της προσφοράς αποταμιευτικών πόρων και ζήτησης δανειακών κεφαλαίων.

Ξεκινώντας και αναλύοντας το κύκλωμα εισοδήματος δαπάνης σε μια κλειστή οικονομία με κρατικό τομέα. Oι επιχειρήσεις δημόσιες και ιδιωτικές παράγουν ότι ζητείται από τη δαπάνη που γίνεται για την αγορά καταναλωτικών (C=Cp+Cg, Private and Government consumption) και κεφαλαιουχικών αγαθών (I=Ip+Ig, Private and Government investment). Διακρίνοντας την καταναλωτική και την επενδυτική δαπάνη του δημοσίου σε G= Cg+Ig μπορούμε να γράψουμε την εξίσωση σχηματισμού του εισοδήματος:

Υ=Cp+Ip+(Cg+Ig) ή Υ=Cp+Ip+G

Από την άλλη τα νοικοκυριά που εισπράττουν το Υ, το διαθέτουν για κατανάλωση ή αποταμίευση αλλά και για πληρωμή των φόρων (T, Taxes). Από την πλευρά διάθεσης του εισοδήματος έχουμε λοιπόν:

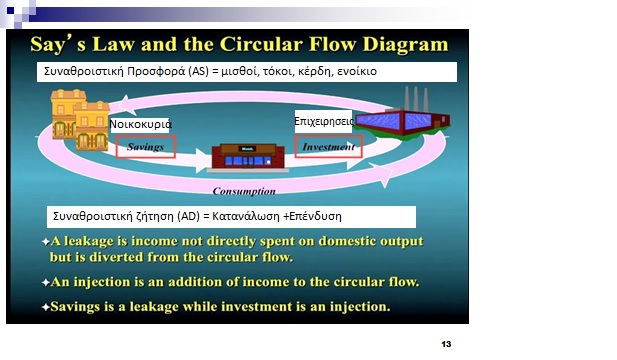
Y=Cp+Sp+T

Εξισώνοντας τις δύο εξισώσεις καταλήγουμε ότι στην ισορροπία όπου θα πρέπει οι αποταμιεύσεις να επαρκούν για την χρηματοδότηση τόσο των επενδύσεων όσο και του ελλείμματος του δημόσιου τομέα (Dg=G-T>0, Government Deficit)

Ip+Dg=Sp

Πώς όμως το μέρος του Υ που δεν καταναλώνεται θα διοχετευθεί σε εκείνους που το χρειάζονται για την αγορά κεφαλαιουχικών αγαθών; Η απάντηση είναι μέσα από τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Σύμφωνα με τον νόμο του Say μια οικονομία προσφέρει ότι ζητείται. Οι τράπεζες και οι κεφαλαιαγορές μεσολαβούν για την παροχή των κεφαλαίων από τις πλεονασματικές (συνήθως νοικοκυριά) στις ελλειμματικές μονάδες (συνήθως επιχειρήσεις) όπως χαρακτηριστικά βλέπουμε στο ακόλουθο γράφημα.

**Γράφημα 4.2** Ο νόμος του Say και το κύκλωμα εισοδήματος δαπάνης



Η αποταμίευση αποτελεί διαρροή ενώ η επένδυση προσθήκη στο εθνικό εισόδημα. Προχωρώντας την ανάλυση σε μια ανοικτή οικονομία άλλες διαρροές είναι οι φόροι και οι εισαγωγές. Ενώ εισροές σε μια ανοικτή οικονομία αποτελούν δαπάνες καταναλωτικών και κεφαλαιουχικών αγαθών αλλά και οι εξαγωγές που προστίθενται στο εθνικό εισόδημα. Έτσι από την πλευρά δημιουργίας και διάθεσης του εισοδήματος έχουμε:

Υ=Cp+Ip+G+Χ-Μ

Y=Cp+Sp+T

Τώρα μπορούμε να δείξουμε τη νέα συνθήκη ισορροπίας, η οποία υποστηρίζει ότι οι αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα και τα δανειακά κεφάλαια από το εξωτερικό (Df=M-X, όπου M:εισαγωγές και Χ: εξαγωγές) χρηματοδοτούν τις ιδιωτικές επενδύσεις και το έλλειμμα του δημόσιου τομέα.

Ip+Dg=Sp+Df

Όπως προκύπτει από την ανάλυση του μακροοικονομικού πλαισίου το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι αυτό που μπορεί να διασφαλίσει αποτελεσματική κατανομή των πόρων για την επίτευξη του στόχου της οικονομικής ανάπτυξης και της ευημερίας.

## 4.2 Χρήμα έναντι Πίστης

Τα νομισματικά συστήματα είναι ιεραρχικά. Ένας τρόπος για να καταλάβουμε καλύτερα αυτό το σημείο, είναι η διάκριση του χρήματος (μέσο τελικής πληρωμής) από την πίστη (υπόσχεση για πληρωμή χρήματος, μέσο για καθυστέρηση της τελικής πληρωμής). Είναι ιδιαίτερα κατατοπιστική η ανάλυση που κάνει ο Mehrling (2010, 2011) θεωρώντας ένα νομισματικό σύστημα που λειτουργεί κάτω από έναν κανόνα χρυσού. Περισσότερο ενδιαφέρουσα γίνεται η ανάλυση όχι με την γενική διάκριση μεταξύ χρήματος και πίστης αφηρημένα, αλλά περισσότερο συγκεκριμένα υποθέτοντας την ύπαρξη τεσσάρων χρηματοοικονομικών στοιχείων τον χρυσό, το νόμισμα, τις τραπεζικές καταθέσεις, και τους τίτλους.

Σε ένα τέτοιο περιβάλλον ανάλυσης ο χρυσός είναι το έσχατο χρήμα επειδή είναι το έσχατο διεθνές μέσο πληρωμής. Τα εθνικά νομίσματα αποτελούν μια μορφή πίστης με την έννοια ότι είναι υποσχέσεις για πληρωμή σε χρυσό. Τα εθνικά νομίσματα μπορεί να «υποστηριχτούν» από χρυσό, με την έννοια ότι ο εκδότης του νομίσματος κρατά κάποια ποσότητα χρυσού, αλλά αυτό δε σημαίνει ότι αυτά τα νομίσματα αντιπροσωπεύουν χρυσό ή ότι βρίσκονται στο ίδιο ιεραρχικό επίπεδο με το χρυσό. Όταν ένα νόμισμα υποστηρίζεται από αποθέματα χρυσού, εξακολουθεί να είναι μια υπόσχεση για πληρωμή, απλά είναι μια πιο αξιόπιστη υπόσχεση πληρωμής επειδή η παρουσία του χρυσού αυξάνει την πιθανότητα ο εκδότης του νομίσματος να κρατήσει την υπόσχεση του όταν κληθεί να το κάνει. Ακόμη χαμηλότερα στην ιεραρχία, οι τραπεζικές καταθέσεις είναι υποσχέσεις πληρωμής του νομίσματος σε πρώτη ζήτηση, άρα είναι δυο φορές απομακρυσμένες υποσχέσεις πληρωμής του έσχατου χρήματος. Τέλος οι τίτλοι είναι υποσχέσεις πληρωμής νομίσματος μέσα σε κάποιο χρονικό ορίζοντα στο μέλλον, άρα είναι ακόμη πιο μακροχρόνιες υποσχέσεις πληρωμής. Η αξιοπιστία αυτών των υποσχέσεων πληρωμής είναι ένα θέμα και υπάρχουν όπως θα δούμε θεσμοί, όπως για παράδειγμα η ΚΤ, οι οποίοι συμβάλλουν στην σταθερότητα και αξιοπιστία του συστήματος. Στον πίνακα που ακολουθεί φαίνεται διαγραμματικά η ιεραρχία που παρουσιάσαμε.

**Πίνακας 4.1** Μια Απλή Ιεραρχία

|  |  |
| --- | --- |
| Χρήμα | Χρυσός |
| ↑ | Νόμισμα |
| ↑ | Καταθέσεις |
| Πίστη | Τίτλοι |

Μια σημαντική παρατήρηση είναι ότι μοιάζει με χρήμα σε ένα επίπεδο του συστήματος, μοιάζει με πίστη στο αμέσως πιο πάνω επίπεδο. Σε αυτή την ιεραρχία, που βρίσκεται η διαχωριστική γραμμή μεταξύ χρήματος και πίστης εξαρτάται από την θέση στην οποία βρισκόμαστε. Για μια τράπεζα που διευθετεί τους λογαριασμούς της στο τέλος της μέρας, το νόμισμα είναι αναμφισβήτητα το μέσο αυτής της διευθέτησης. Και άρα η διαχωριστική γραμμή μεταξύ χρήματος και πίστης χαράσσεται στο ύψος του νομίσματος. Αλλά τα πράγματα μοιάζουν διαφορετικά ακόμη πιο χαμηλά στην ιεραρχία. Για εμάς συνήθως οι τραπεζικές καταθέσεις είναι το μέσο διευθέτησης. Άρα μπορεί να έχουμε την τάση να βλέπουμε τις καταθέσεις (και οτιδήποτε πιο πάνω από αυτές στην ιεραρχία) ως χρήμα και τους τίτλους ως πίστη. Διαφέρουν όμως τα πράγματα και ψηλότερα στην ιεραρχία. Για μια χώρα που διευθετεί τους λογαριασμούς της στο τέλος της μέρας, το εθνικό νόμισμα έχει περιορισμένη σημασία. Αυτό που θέλουν οι άλλες χώρες είναι να έχουν το δικό τους νόμισμα, ή το διεθνές μέσο διευθέτησης, που σημαίνει χρυσό στην περίπτωση υιοθέτησης του κανόνα χρυσού.

Στο πραγματικό κόσμο βλέπουμε πολύ περισσότερα στρώματα και πιο ακριβείς διαβαθμίσεις στην ιεραρχία αλλά το τί ισχύει ως χρήμα και τι ισχύει ως πίστη εξαρτάται από την δική σου οπτική, που σημαίνει ότι εξαρτάται στο που βρίσκεσαι στην ιεραρχία. Επομένως μας αρκεί μια γενική διάκριση μεταξύ πίστης και χρήματος.

Η ιεραρχία όμως δεν είναι μόνο ένα ζήτημα ποιοτικής διαφοράς μεταξύ διαφόρων χρηματοοικονομικών εργαλείων. Είναι ιδιαίτερα διαφωτιστικό θέμα στη προσπάθεια μας να μελετήσουμε το χρηματοπιστωτικό περιβάλλον μιας σύγχρονης οικονομίας να δούμε την ιεραρχία από τη θέση των διάφορων χρηματοοικονομικών *θεσμών* που εκδίδουν τα εργαλεία (δες ακόλουθο πίνακα).

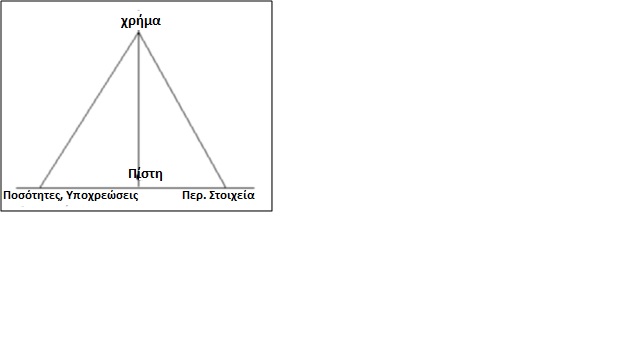
**Πίνακας 4.2**  Η Ιεραρχία στους Ισολογισμούς

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Κεντρική τράπεζα** | | **Τραπεζικό Σύστημα** | | **Ιδιωτικός Τομέας** | |
| **Ενεργητικό** | **Παθητικό** | **Ενεργητικό** | **Παθητικό** | **Ενεργητικό** | **Παθητικό** |
| Χρυσός | Νόμισμα | Νόμισμα | Καταθέσεις | Καταθέσεις | Τίτλοι |

Για να κρατήσουμε την ανάλυση σε ένα απλό επίπεδο για παιδαγωγικούς κυρίως λόγους παρουσιάζουμε αφαιρετικά τους ισολογισμούς τριών βασικών πυλώνων του οικονομικού συστήματος της κεντρικής τράπεζας, του τραπεζικού συστήματος και του ιδιωτικού τομέα. Άρα υπάρχουν σημαντικά πράγματα που λείπουν για παράδειγμα το κρατικό χρέος ως το πιο σημαντικό στοιχείο ενεργητικού της κεντρικής τράπεζας, τα δάνεια ως στοιχείο ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος, και οι τίτλοι ως στοιχείο ενεργητικού του ιδιωτικού τομέα. Για τις παρούσες ανάγκες, με την ύπαρξη όλων των μορφών πίστης το σημαντικό σημείο που πρέπει να αντιληφθούμε είναι ότι όλα τα εργαλεία εκτός από το χρυσό εμφανίζονται ως στοιχεία και του ενεργητικού και του παθητικού. Σε έναν ενοποιημένο ισολογισμό όλες οι μορφές πίστης θα εμφανίζονταν και ως στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού, και επομένως θα ακυρώνονταν. Μόνο ο χρυσός θα απέμενε επειδή μόνο ο χρυσός είναι στοιχείο ενεργητικού χωρίς να είναι στοιχείο παθητικού οποιουδήποτε.

Γενικότερα, η διαφορά μεταξύ χρυσού και των άλλων μορφών χρήματος είναι η διαφορά μεταξύ «εξωτερικού» χρήματος και «εσωτερικού» χρήματος, κατά τους Gurley et al., (1960). Από τη δική τους οπτική το νόμισμα καθώς και ο χρυσός εμφανίζεται να είναι ένα στοιχείο ενεργητικού χωρίς αντιστάθμισμα στο παθητικό σε αντίθεση με τις καταθέσεις. Για να εμπεδώσουμε την ιδέα ενός «εσωτερικού» στοιχείου ενεργητικού, μπορεί να βοηθήσει η οπτικοποίηση της ιεραρχίας από τον Merhling (2010) ως συμμετρική πυραμίδα που υψώνεται σε έναν άξονα πίστης –χρήματος από μια γραμμή που έχει κέντρο το μηδέν, ώστε η καθαρή διακριτή πίστη σε κάθε επίπεδο να είναι μηδέν. Τοποθετεί την κορυφή της πυραμίδας στο μηδέν μολονότι υπάρχει θετική ποσότητα χρυσού, απλά για να δώσει έμφαση στο ότι αυτή η ποσότητα είναι απειροελάχιστη συγκριτικά με το μεγάλο οικοδόμημα πίστης από κάτω. Θεωρώντας το σύστημα ως σύνολο, κάθε στοιχείο του παθητικού είναι στοιχείο ενεργητικού κάποιου άλλου.

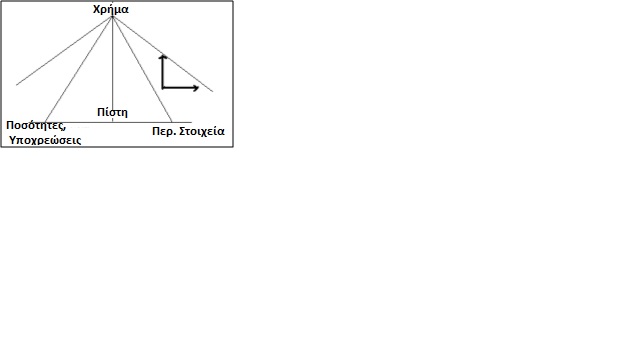
**Γράφημα 4.3** Η ιεραρχία μέσα από ένα συμμετρικό τρίγωνο



**Πηγή:** Merhling (2010)

Εάν επικεντρώσουμε την προσοχή μας στην ιεραρχία για οποιαδήποτε χρονική περίοδο, ένα πράγμα γίνεται αμέσως ξεκάθαρο, το ότι η ιεραρχία είναι δυναμική. Σε κάθε χρονική κλίμακα, βλέπουμε επέκταση και συστολή της ιεραρχίας. Καθώς επεκτείνεται, η ιεραρχία γίνεται πιο επίπεδη και η ποιοτική διαφορά μεταξύ πίστης και χρήματος αμβλύνεται, αλλά τότε το σύστημα συστέλλεται και η ιεραρχία επαναβεβαιώνεται (εμφανές στο ακόλουθο γράφημα). Στη συχνότητα του επιχειρηματικού κύκλου, τα φαινόμενα που εμφανίζονται είναι αυτά της *παράλογης αφθονίας* στη φάση επέκτασης και της *χρηματοοικονομικής κρίσης* στη φάση συστολής.

**Γράφημα 4.4** Συστολή/διαστολή (Οικονομική ανάπτυξη /Χρηματοοικονομική κρίση)



**Πηγή:** Merhling (2010)

Μπορούμε να διακρίνουμε δύο πηγές αυτής της μεταβλητότητας. Πρώτη, και απλούστερη, είναι η επέκταση και συστολή της *ποσότητας* πίστης, που λαμβάνει χώρα σε όλα τα επίπεδα του συστήματος. Δεύτερη, και πιο πονηρή είναι η μεταβλητότητα του πόσο μοιάζει με χρήμα κάθε δεδομένος τύπος πίστης. Λαμβάνοντας αυτό υπόψη, η ποιότητα της πίστης τείνει να αυξηθεί κατά τη διάρκεια μιας επέκτασης, και να μειωθεί κατά τη διάρκεια μιας συστολής. Σε κάθε περίπτωση, το νομισματικό σύστημα μπορεί να χαρακτηρισθεί από την ισορροπία ανάμεσα σε αυτές τις δύο διαστάσεις. Πρόκειται σαν να έχουμε μια ταλάντευση από *σπανιότητα* σε *ελαστικότητα* και πάλι πίσω.

Η ιστορία της νομισματικής θεωρίας κυριαρχείται σε μεγάλο βαθμό από ένα διάλογο μεταξύ δύο απόψεων, που συχνά διαχωρίζονται ως η *Νομισματική Σχολή και η Τραπεζική Σχολή*. Η πρώτη δίνει έμφαση στη σπανιότητα του έσχατου χρήματος. Η δεύτερη στην ελαστικότητα της δημιουργίας πίστης. Σύμφωνα με τον Mehrling (2010), και οι δύο έχουν μέρος της αλήθειας αλλά καμία δεν έχει όλη την αλήθεια. Επομένως, η ρευστότητα είναι ταυτόχρονα και φυσικά σπάνια και φυσικά ελαστική. Η φυσική σπανιότητα προέρχεται από το γεγονός ότι οι οικονομικές μονάδες (agents) σε κάθε συγκεκριμένο επίπεδο της ιεραρχίας δε μπορούν μόνο με τις δικές τους δράσεις να αυξήσουν την ποσότητα των μορφών του χρήματος σε υψηλότερο επίπεδο από το δικό τους. Ακριβώς έτσι, οι κυβερνήσεις δε μπορούν να αυξήσουν την ποσότητα χρυσού, και οι τράπεζες να αυξήσουν την ποσότητα του κρατικού νομίσματος. Η διαθεσιμότητα χρήματος επομένως χρησιμεύει ως περιορισμός που κρατά πίσω το σύστημα στις προσπάθειες του να εξαπλωθεί.

Για παράδειγμα εάν η τράπεζα Α και η τράπεζα Β θέλουνε να κάνουνε μια συναλλαγή και η Β είναι πρόθυμη να δεχθεί μια ανάληψη υποχρέωσης από την Α, τότε αυτό που κάνει εφικτή τη συναλλαγή είναι μια επέκταση της πίστης. Η ελαστικότητα της πίστης επομένως χρησιμεύει σαν ένα στοιχείο ελευθερίας που διευκολύνει την απελευθέρωση από τον περιορισμό των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας που μπορεί να σταθεί ως εμπόδιο στο δρόμο της επέκτασης. Το σημαντικό σημείο είναι ότι το σύστημα περιλαμβάνει σε κάθε περίπτωση μια ισορροπία μεταξύ πειθαρχίας και ελαστικότητας, με μερικές φορές τη μία και μερικές την άλλη να λειτουργεί ως η πιο ισχυρή.

## 4.2 Οι διαμορφωτές αγοράς (Market Makers)

Ο δυναμικός και ο ιεραρχικός χαρακτήρας, είναι βαθιά χαρακτηριστικά του συστήματος. Αυτό σημαίνει ότι, η ιεραρχία δεν είναι κάτι που επιβάλλεται από πάνω προς τα κάτω, π.χ. από την κυβέρνηση ή την κεντρική τράπεζα. Αλλά ότι η θεσμική οργάνωση του νομισματικού συστήματος εγγενώς περιλαμβάνει ένα σύστημα ***διαμορφωτών αγοράς (market makers)*** σε διαφορετικά επίπεδα της φυσικής ιεραρχίας (Merhling, 2010).

Ένας διαπραγματευτής τίτλων (dealer) αποτελεί ένα είδος διαμορφωτή αγοράς, είναι δηλαδή σε ετοιμότητα να αγοράσει ή να πουλήσει ένα τίτλο σε μια δεδομένη τιμή σε όρους χρήματος (στην πραγματικότητα σε δύο τιμές,, είναι το περιθώριο αγοράς-πώλησης). Το πραγματοποιεί κρατώντας ένα απόθεμα τίτλων και χρήματος ( πιο συγκεκριμένα repos και αντίστροφα repos που θα αναλύσουμε στο κεφάλαιο αγορά χρήματος). Ανάλογα σκεφτείτε την τράπεζα σαν ένα διαπραγματευτή καταθέσεων έτοιμο να αγοράσει ή να πουλήσει μια κατάθεση σε μια δεδομένη τιμή σε όρους νομίσματος. Ανάλογα και η κεντρική τράπεζα η οποία, κάτω από έναν κανόνα χρυσού, είναι σε επιφυλακή να αγοράσει ή να πουλήσει νόμισμα σε όρους χρυσού. Έτσι και οι τράπεζες και οι κεντρικές τράπεζες είναι επομένως σαν εξειδικευμένοι διαπραγματευτές τίτλων.

Όμως σκεπτόμενοι όπως είδαμε την ιεραρχία μεταξύ των διαφόρων αξιόγραφων υπάρχει και μια ιεραρχία μεταξύ των διαμορφωτών αγοράς. Έτσι για κάθε διαμορφωτή αγοράς, υπάρχει μια συνδεόμενη τιμή του χρήματος. Οι τιμές στην απλή ιεραρχία είναι τρεις: η συναλλαγματική ισοτιμία (η τιμή του νομίσματος σε όρους χρυσού), η τιμή στο άρτιο «par» (τιμή των καταθέσεων σε όρους νομίσματος), και το επιτόκιο (η τιμή των τίτλων σε όρους καταθέσεων ή νομίσματος, υποθέτοντας par). Σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο, οι διαμορφωτές αγοράς βρίσκονται ανάμεσα σε δύο στρώματα του συστήματος όπως φαίνεται στο ακόλουθο πίνακα.

**Πίνακας 4.3**  Η ιεραρχία στους διαμορφωτές αγοράς (Market Makers)

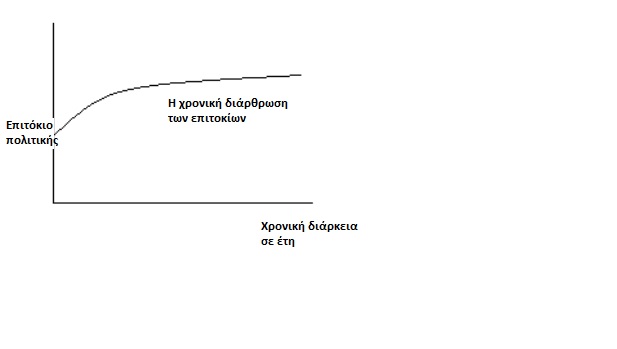
|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Στοιχείο Ενεργητικού** | **Διαμορφωτής Αγοράς** | **Τιμή** |
| Χρυσός |  | Συναλλαγματική ισοτιμία |
|  | Κεντρική Τράπεζα |  |
| Νόμισμα |  | Τιμή στο άρτιο (par) |
|  | Τραπεζικό σύστημα |  |
| Καταθέσεις |  | Επιτόκιο |
|  | Διαπραγματευτές Τίτλων |  |
| Τίτλοι |  | Τιμές τίτλων |

Εάν οι διαμορφωτές αγοράς κάνουν καλά τη δουλειά τους, θα παρατηρήσουμε συνεχείς αγορές στις διάφορες τιμές του χρήματος. Πάνω σε αυτή την παρατήρηση γίνεται εφικτή η ανάπτυξη θεωριών στα οικονομικά και τα χρηματοοικονομικά οι οποίες αφήνουν στην άκρη τον ιεραρχικό χαρακτήρα του συστήματος. Αλλά ο ιεραρχικός χαρακτήρας παραμένει, και εμφανίζεται από καιρού εις καιρόν, ειδικά όταν οι διαμορφωτές αγοράς δεν κάνουν καλά τη δουλειά τους παρέχοντας ρευστότητα στο σύστημα, όπως πχ. σε περιόδους μιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Ακόμη και σε λιγότερο ακραίους καιρούς, η μεταβλητότητα στη φυσική ιεραρχία εμφανίζεται σαν ένταση στους θεσμούς διαμόρφωσης αγοράς. Μια εμφανής διάκριση στην ιεραρχία σημαίνει αυξημένη ποιοτική διαφοροποίηση μεταξύ πίστης και χρήματος, και στη διαδικασία αυτής της διαφοροποίησης υπάρχει τάση να ασκηθεί πίεση στην ποσοτική τιμή της πίστης σε όρους χρήματος. Ακριβώς έτσι, τα επιτόκια μπορούν και αλλάζουν αντανακλώντας αυτή την πίεση, αλλά αυτή η ποσοτική αλλαγή δεν είναι απαραίτητα εξισορροπητική, και μπορεί απλά να κάνει την ένταση χειρότερη.

Ενώ η συμπεριφορά των διαπραγματευτών αγοράς μπορεί να καθοδηγείται από το δόγμα της μεγιστοποίησης κέρδουςμπορούμε να κατανοήσουμε τη νομισματική πολιτική σαν μια προσπάθεια διαχείρισης της φυσικής μεταβλητότητας του συστήματος για την προαγωγή του γενικού συμφέροντος, παρά για το κέρδος της κεντρικής τράπεζας. Έτσι για παράδειγμα σε μια εποχή που η φυσική ιεραρχία γίνεται πιο επίπεδη, αντί να περιμένουν οι νομισματικές αρχές μια χρηματοοικονομική κρίση να επαναβεβαιώσει τη σπανιότητα του χρήματος, μπορούν οι ίδιες να δοκιμάσουν να επαναβεβαιώσουν τη σπανιότητα του χρήματος αυξάνοντας το επιτόκιο των διαθεσίμων (funds) της κεντρικής τράπεζας των Η.Π.Α. Ή, σε μια εποχή που η φυσική ιεραρχία είναι πολύ κάθετη, οι νομισματικές αρχές μπορεί να προσπαθήσουν να επαναβεβαιώσουν την ελαστικότητα του συστήματος χαμηλώνοντας το επιτόκιο των διαθέσιμων κεφαλαίων (funds) της κεντρικής τράπεζας των Η.Π.Α.

Σημειώστε εδώ ότι το κύριο εργαλείο πολιτικής της κεντρικής τράπεζας είναι το ημερήσιο επιτόκιο δανεισμού (overnight). Έχοντας επηρεάσει τις προσδοκίες των επενδυτών η κεντρική τράπεζα μπορεί να επηρεάσει τις αποφάσεις μακροχρόνιων επενδύσεων και δαπανών μέσα από την στενή σχέση ανάμεσα σε αυτό το επιτόκιο και τα πιο μακροχρόνια επιτόκια (η λεγόμενη χρονική διάθρωση των επιτοκίων - term structure of interest rates). Το κανάλι μετάδοσης του επιτοκίου που θα δούμε στο επόμενο κεφάλαιο.

**Γράφημα 4.5** Η Χρονική διάρθρωση των επιτοκίων



Οι φιλοδοξίες της νομισματικής πολιτικής έχουν αλλάξει με το πέρασμα του χρόνου. Οι πρώτες κεντρικές τράπεζες εστίαζαν την προσοχή τους απλά στη διαχείριση της ιεραρχίας για να προστατεύσουν την τιμή στο άρτιο (par) και τη συναλλαγματική ισοτιμία. Εάν οι εμπορικές τράπεζες είχαν δυσκολία στο να υπερασπιστούν την τιμή στο άρτιο η κεντρική τράπεζα θα μπορούσε να τις βοηθήσει προμηθεύοντας τες με επιπρόσθετα διαθέσιμα, αυτή είναι η ουσία της κλασικής λειτουργίας του λεγόμενου «δανειστή του τελευταίου καταφύγιου» (Lender of Last resort). Από την άλλη, εάν η ίδια η κεντρική τράπεζα είχε δυσκολία στο να υπερασπιστεί τη συναλλαγματική ισοτιμία, θα μπορούσε να αυξήσει το επιτόκιο για να προσελκύσει διεθνή διαθέσιμα (χρυσό). Ξεκάθαρα και οι δυο αυτές παρεμβάσεις είναι απαραίτητες για ένα διαμορφωτή αγοράς που εκλαμβάνει τον εαυτό του ως αυτόν που διαφυλάσσει το νομισματικό σύστημα. Οι σύγχρονες κεντρικές τράπεζες έχουν μεγαλύτερες φιλοδοξίες. Τυπικά νοιάζονται για τη λεγόμενη «διαχείριση της οικονομίας». Δεν ενδιαφέρονται τόσο για το σχήμα της ιεραρχίας αυτό καθαυτό, όσο για τον τρόπο που αυτή η ιεραρχία διαρθρώνεται με την πραγματική οικονομία, συγκεκριμένα για τη συναθροιστική ζήτηση και τη συναθροιστική προσφορά. Αλλά οι ενέργειες τους επιτυγχάνουν να επηρεάσουν τη φυσική ιεραρχία.

## 4.3 Συστήματα Πληρωμών: Χρήμα και Πίστη

Έχοντας αντιληφθεί την διάκριση μεταξύ χρήματος και πίστης προχωράμε για να καταλάβουμε τον ρόλο των συστημάτων πληρωμών σε ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα. Θα ξεκινήσουμε υποθέτοντας δυο οικονομικές μονάδες την Α και την Β. Έστω ότι η Α παράγει ένα αγαθό που θέλει η Β. Και η Β με την σειρά της παράγει ένα αγαθό που θέλει η Α, αλλά για κάποιο λόγο η προσφορά και η ζήτηση για τα δύο αγαθά δεν είναι ακριβώς συγχρονισμένες κατά το πέρασμα του χρόνου. Ένας τρόπος για να διευκολυνθεί η συναλλαγή είναι με τη βοήθεια του χρήματος. Η Α αγοράζει τα αγαθά της Β δίνοντας στην Β χρήμα (δείτε στοιχεία ισολογισμού στον πίνακα 4.6), και η Β αγοράζει τα αγαθά της Α δίνοντας στην Α χρήμα. Με το πέρασμα του χρόνου, τα ισοζύγια χρήματος της Α και της Β μεταβάλλονται αλλά το συνολικό χρήμα παραμένει σταθερό.

**Πίνακας 4.4** Μεταβολές στους Ισολογισμούς της Α και Β από μια συναλλαγή σε ένα σύστημα πληρωμών χρήματος

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Οικονομική Μονάδα Α** | |  | **Οικονομική μονάδα Β** | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |  | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
| + αγαθά  -ΔΜ |  |  | -αγαθά  +ΔΜ |  |

Ένας άλλος τρόπος για να διεκπεραιωθεί η συναλλαγή είναι με την πίστη ή με τις υποσχέσεις πληρωμής. Η Α αγοράζει τα αγαθά της Β δίνοντας της μια υπόσχεση πληρωμής (I owe you, IOU) και η B αγοράζει τα αγαθά της Α δίνοντας μια δική της υπόσχεση πληρωμής (IOU), ή δίνοντας της πίσω μια από τις υποσχέσεις της Α από προηγούμενη συναλλαγή. Επομένως υπάρχει μόνο καθαρή μη οφειλή (indebtedness) μεταξύ τους.

**Πίνακας 4.5** Μεταβολές στους Ισολογισμούς της Α και Β από μια συναλλαγή σε ένα καθαρά πιστωτικό σύστημα πληρωμών.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Οικονομική Μονάδα Α** | |  | **Οικονομική μονάδα Β** | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |  | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
| + αγαθά | +ΔIOU |  | -αγαθά  + ΔIOU |  |

Σημειώστε ότι η υπόσχεση πληρωμής ποτέ δεν πληρώνεται στην πραγματικότητα, παρά μόνο αναστέλλεται από άλλες υποσχέσεις, επομένως δεν υπάρχει πραγματική ανάγκη για χρήμα για αυτό το λόγο. Θα μπορούσανε να οργανώσουνε όλα αυτά υποσχόμενοι να πληρώσουνε χρησιμοποιώντας κάποιο μέρος ενός καταθετικού λογαριασμού τους το οποίο δεν έχει φυσική υπόσταση. Έτσι αυτό το καθαρά πιστωτικό σύστημα πληρωμών είναι πιο ευέλικτο από το καθαρό σύστημα πληρωμών χρήματος, καθώς δεν περιορίζονται από τη συνολική προσφορά χρήματος, παρά μόνο από αμοιβαία συμφωνηθέντα πιστωτικά όρια (δείτε πίνακα 4.7).

Τώρα μπορούμε να θεωρήσουμε επιπλέον, έναν τρίτο τρόπο με τον οποίο θα μπορούσε να γίνει η συναλλαγή τους. Υποθέστε ότι αμφότεροι δεν εμπιστεύονται η μια την άλλη αρκετά ώστε να επιμηκύνουνε την αμφίπλευρη πίστη, επομένως το αμφίπλευρο πιστωτικό όριο είναι μηδέν. Αλλά και οι δύο εμπιστεύονται μια τρίτη οικονομική μονάδα στο παράδειγμα μας μια τράπεζα, που και αυτή με την σειρά της επίσης εμπιστεύεται την κάθε μια από αυτές. Σε αυτή την περίπτωση μπορούνε να οργανώσουνε τη συναλλαγή εκδίδοντας υποσχετικούς τίτλους (IOUs) προς και δεχόμενοι υποσχετικούς τίτλους (IOUs) από την τράπεζα. Μοιάζει λογικό να αποκαλούμε αυτούς τους υποσχετικούς τίτλους (IOUs) της τράπεζας ως χρήμα. Τότε οι σχετικές εγγραφές στον ισολογισμό τροποποιούνται ως ακολούθως στον πίνακα 4.6.

**Πίνακας 4.6** Μεταβολές στους Ισολογισμούς της Α, Β και της τράπεζας από μια συναλλαγή σε ένα σύστημα πληρωμών.

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Οικ. Μονάδα Α** | | **Τράπεζα** | | **Οικ. Μονάδα Β** | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
| + αγαθά | +ΔIOU | +ΔIOU | +ΔΜ | -αγαθά  +ΔΜ |  |

Σημειώστε πώς η ποσότητα του τραπεζικού χρήματος μεταβάλλεται διαχρονικά, καθώς η τραπεζική πίστη επεκτείνεται προκειμένου να διευκολύνει τη χρονική μορφή του εμπορίου. Είναι βεβαίως αυτό το τρίτο σύστημα που μοιάζει περισσότερο στους θεσμούς της σύγχρονης ανεπτυγμένης οικονομίας.

Προσπαθώντας να δούμε τις έννοιες της πειθαρχίας και της ελαστικότητας σε αυτά τα τρία παραδείγματα διαπιστώνουμε τα εξής. Στο πρώτο παράδειγμα μας, η πειθαρχία προήλθε από την περιορισμένη ποσότητα χρήματος— όταν οποιαδήποτε από τις πλευρές στέρευε από χρήμα, δε μπορούσαν πλέον να αγοράσουν και το εμπόριο σταματούσε (δείτε γράφημα 4.6β). Στο δεύτερο παράδειγμα, η πειθαρχία προέρχεται από το αμφίπλευρο πιστωτικό όριο. Στο τρίτο παράδειγμα η πειθαρχία έρχεται από το πιστωτικό όριο και από τους όρους που επιβάλλονται από την τράπεζα σε καθένα από τους δανειζόμενους, και η ελαστικότητα έρχεται από την προθυμία της τράπεζας να ανταλλάξει δικούς της υποσχετικούς τίτλους (που θεωρούνται χρήμα) με υποσχετικούς τίτλους (IOUs) ακόμη πιο χαμηλά στην ιεραρχία (οι οποίοι αποτελούν πίστη).

|  |  |
| --- | --- |
| **Γράφημα 4.6α** Περιορισμός η ποσότητα του χρήματος | **Γράφημα 4.6β** Περιορισμός τα πιστωτικά όρια |
|  |  |

## 4.4 Χρήμα και Χρόνος: Ρευστότητα και Φερεγγυότητα

Ο πιο βασικός *περιορισμός επιβίωσης* (survival constraint, ή περιορισμός διαθεσίμων), ορολογία του Minsky (1986), που αντιμετωπίζει κάθε οικονομική μονάδα είναι ότι η εισροή πρέπει να είναι τουλάχιστον όσο μεγάλη είναι η εκροή. Τα έσοδα και τα έξοδα μεταβάλλονται διαχρονικά. Εάν σε μια χρονική στιγμή τα έξοδα είναι μεγαλύτερα από τις έσοδα, τότε χρησιμοποιούνται μετρητά από τα αποθέματα μετρητών. Εάν τα αποθέματα εξαντληθούν μπορούν να αναπληρωθούν με δανεισμό, αλλά αυτό απλώς αναβάλλει τη μέρα της πληρωμής, και λειτουργεί μόνο αν υπάρχει μια ημερομηνία κατά την οποία οι εισπράξεις αναμένεται να είναι μεγαλύτερες από τα έξοδα.

Το κύριο μέλημα από την οπτική μιας τράπεζας δεν είναι η φερεγγυότητα, αλλά η *ρευστότητα***,** δηλαδή ο περιορισμός επιβίωσης. Είναι οι τωρινές ταμειακές ροές επαρκείς για να καλύψουν τις τωρινές δεσμεύσεις για εκροές μετρητών; Εάν ναι, τότε ικανοποιείται ο περιορισμός επιβίωσης. Εάν όχι, τότε πρέπει να βρούν επιπρόσθετες χρηματικές ροές με κάποιο τρόπο και υπάρχουν μόνο τρεις τρόποι για να το καταφέρουν.:

1. Να ξοδέψει η τράπεζα αποθέματα ρευστών
2. Ρευστοποίηση χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού
3. Δανεισμός, δηλαδή συσσώρευση επιπρόσθετων αποθεμάτων χρηματο-οικονομικών στοιχείων παθητικού.

Παρατηρήστε ότι και ο 2ος και ο 3ος τρόπος εξαρτώνται από την εύρεση κάποιου άλλου για να επωμισθεί την άλλη πλευρά της συναλλαγής, και αυτό μπορεί να είναι αδύνατον ή εξαιρετικά ακριβό σε περιόδους κρίσης. Σε περιόδους κρίσης μόνο ο 1ος είναι αξιόπιστος. Για αυτό το λόγο τα διαθέσιμα είναι τόσο σημαντικά.

Ο περιορισμός επιβίωσης πρέπει να ικανοποιείται όχι μόνο σήμερα αλλά επίσης και σε κάθε στιγμή στο μέλλον. Η κεντρική ερώτηση είναι αν σε οποιαδήποτε στιγμή οι πραγματικές χρηματικές ροές καθιστούν έγκυρες τις υποσχεθείσες χρηματικές δεσμεύσεις μετρητών.

Για να κατανοήσουμε όλα αυτά καλύτερα θα δούμε ένα παράδειγμα με τρείς εκδοχές στους ακόλουθους πίνακες. Σε κάθε περίπτωση οι χρηματικές εισροές είναι πολύ μεγαλύτερες από τις χρηματικές δεσμεύσεις, άρα δεν υπάρχει πρόβλημα με τη φερεγγυότητα. Αλλά στην πρώτη περίπτωση ο περιορισμός επιβίωσης τηρείται σε κάθε μία περίοδο. Στη δεύτερη περίπτωση ο περιορισμός επιβίωσης τηρείται σε μελλοντικές περιόδους αλλά όχι στην τρέχουσα περίοδο, άρα υπάρχει ένα τρέχον πρόβλημα. Και στην τρίτη περίπτωση, ο περιορισμός επιβίωσης τηρείται σε παρούσες περιόδους αλλά όχι σε μελλοντικές περιόδους, άρα υπάρχει ένα μελλοντικό δυνητικό πρόβλημα.

**Πίνακας 4.7α** 1η εκδοχή διάρθρωσης του ρευστού κεφαλαίου

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | t | t+1 | t+2 | t+3 |
| Χρηματική Ροή | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Χρηματική Δέσμευση | 5 | 5 | 5 | 5 |

**Πίνακας 4.7β** 2η εκδοχή διάρθρωσης του ρευστού κεφαλαίου (παρούσα αναντιστοιχία)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | t | t+1 | t+2 | t+3 |
| Χρηματική Ροή | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Χρηματική Δέσμευση | 20 | 0 | 0 | 0 |

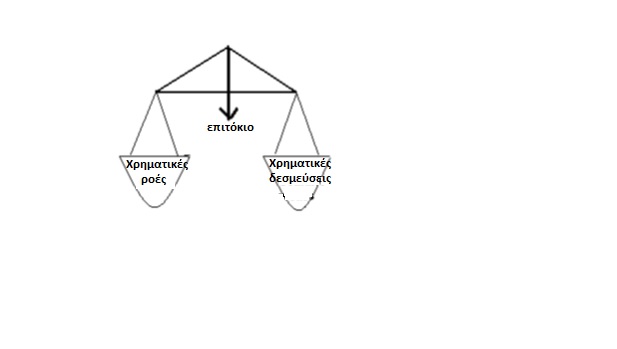
**Πίνακας 4.7γ** 3η εκδοχή διάρθρωσης του ρευστού κεφαλαίου (μελλοντική αναντιστοιχία)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | t | t+1 | t+2 | t+3 |
| Χρηματική Ροή | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Χρηματική Δέσμευση | 0 | 20 | 0 | 0 |

Το σημείο που πρέπει να τονίσουμε είναι ότι σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή υπάρχουν οικονομικές μονάδες στην οικονομία που ανήκουν σε κάποια από αυτές τις περιπτώσεις και οι οποίες συμμετέχουν στην αγορά χρήματος. Αυτές με την παρούσα αναντιστοιχία είναι δανειζόμενοι σε μεγάλη ανάγκη και πολλές φορές πρέπει να δανειστούν με οποιοδήποτε κόστος. Αυτές με μελλοντική ασυμφωνία μπορεί να εισέλθουν στην αγορά χρήματος σήμερα προκειμένου να αποφύγουν μελλοντικά προβλήματα, ή μπορεί να αποφασίσουν να περιμένουν. Αυτές που έχουν παρούσα ρευστότητα μπορεί να αποφασίσουν να βοηθήσουν τις άλλες παρέχοντας ρευστότητα. Το αποτέλεσμα όλων αυτών των διαδικασιών στην αγορά χρήματος είναι ο καθορισμός της τιμής του χρήματος δηλαδή το επιτόκιο.

Η οικονομία επομένως εμφανίζεται ως ένα σύστημα ισολογισμών που ο ένας εμπλέκεται με τον άλλο, στους οποίους οι οικονομικές μονάδες εξαρτώνται η μια από τις υποσχέσεις πληρωμής της άλλης (χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού), και βασίζουν τις υποσχέσεις αυτές στους δικούς τους σχεδιασμούς για μελλοντικές χρηματικές ροές. Στην οικονομία ως σύνολο υπάρχει μια αλληλουχία χρηματικών ροών που πηγάζουν από τον πραγματικό τομέα της οικονομίας, παραγωγή, κατανάλωση και εμπόριο. Και υπάρχει μια αλληλουχία χρηματικών δεσμεύσεων περισσότερο ή λιγότερο εμφανής στη χρηματοοικονομική δομή. Σε κάθε χρονική στιγμή υπάρχει μια εξισορρόπηση μεταξύ των δύο, η οποία εμφανίζεται ως μια τιμή (επιτόκιο). Εάν υπάρχει ασυμφωνία, τότε κάποιος στην οικονομία πρέπει να πεισθεί να παραχωρήσει τωρινά μετρητά για μια απλή υπόσχεση μελλοντικών μετρητών, και η σχετική τιμή μεταξύ αυτών των δύο είναι το επιτόκιο. Είναι για αυτό το λόγο που τα προβλήματα μη σύζευξης μεταξύ χρηματικών ροών και δεσμεύσεων εμφανίζονται ως μια προς τα επάνω πίεση στο βραχυχρόνιο επιτόκιο της αγοράς όπως φαίνεται στο ακόλουθο γράφημα**.**

**Γράφημα 4.7** Ισοζύγιο χρηματικών ροών

****

Πάντως αυτή η παρούσα αλληλουχία αντανακλά πολλές φορές μια θεώρηση με προσανατολισμό προς τα εμπρός καθώς οι άνθρωποι δύνανται και πράγματι περιμένουν προβλήματα που μπορεί να αντιμετωπίσουν στην ικανοποίηση του περιορισμού επιβίωσης στο μέλλον. Εάν έχουν τη δυνατότητα να μετακινήσουν ένα μελλοντικό πρόβλημα στο παρόν όπου είναι ευκολότερο να το χειριστούν, το κάνουν. Αυτή η διαδικασία ρύθμισης μπορεί να προσδώσει τωρινή πίεση στην αγορά χρήματος σήμερα παρότι δεν υπάρχει πρόβλημα στη διεξαγωγή των τρεχουσών πληρωμών. Υπό αυτή την έννοια, η κατάσταση της αγοράς χρήματος είναι μια ένδειξη του πόσο καλά ή πόσο άσχημα η δομή των χρηματοοικονομικών δεσμεύσεων ταιριάζει με την αλληλουχία των χρηματικών ροών, όχι μόνο σήμερα αλλά και κοιτάζοντας μπροστά.

Αυτές οι ροές χρηματικών διαθεσίμων συνδέονται με τους λογαριασμούς των οικονομικών μονάδων στον ισολογισμό τους ως αλλαγές στο διακριτό απόθεμα κάθε ξεχωριστού στοιχείου του ενεργητικού ή του παθητικού. Έτσι, μπορούμε να συσσωρεύσουμε όλες τις ροές και να γράψουμε τον ισολογισμό κάθε οικονομικής μονάδας στην ακόλουθη γενική μορφή.

**Πίνακας 4.8** Γενική μορφή ισολογισμού μιας οικονομικής μονάδας

|  |  |
| --- | --- |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Στοιχεία Παθητικού** |
| Χρήμα  Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Ενεργητικού | Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Παθητικού  Καθαρή Αξία |

Άρα μπορούμε να θεωρήσουμε την οικονομία ως ένα σύνολο συμπλεκόμενων ισολογισμών, στους οποίους τα χρηματοοικονομικά στοιχεία παθητικού μιας οικονομικής μονάδας είναι τα χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού μίας άλλης. Αυτά τα στοιχεία παθητικού είναι υποσχέσεις πληρωμής, συνήθως υποσχέσεις ότι θα γίνει μια συγκεκριμένη σειρά πληρωμών σε συγκεκριμένες στιγμές στο μέλλον. Στην καθιερωμένη λογιστική πρακτική, δίνεται πολύ μεγάλη σημασία στο θέμα της *φερεγγυότητας*:

|  |
| --- |
| Αξία Συνολ. Στοιχείων Ενεργητικού-Αξία Συνολ. Στοιχείων Παθητικού = καθαρή θέση > 0 |

Για να κάνουμε αυτό τον υπολογισμό, χρειάζεται να εκτιμήσουμε την αξία των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού. Η καθιερωμένη χρηματοοικονομική θεωρία προσεγγίζει αυτό το πρόβλημα εκτίμησης σαν να είναι θέμα εύρεσης της παρούσας αξίας μελλοντικών χρηματικών ροών.

Οι φερέγγυες οικονομικές μονάδες βάση των στοιχείων του ισολογισμού τους μπορούν να δανειστούν ώστε να κάνουν πληρωμές. Όμως η μεταβλητότητα στην τιμή των στοιχείων του ενεργητικού μπορεί να προκαλέσει μεταβλητότητα στην δυνατότητα να δανείζεται κανείς, η οποία μπορεί να έχει συνέπειες για την άμεση ρευστότητα. Τα προβλήματα φερεγγυότητας μπορούν εύκολα να μετατραπούν σε προβλήματα ρευστότητας. Εδώ θα πρέπει να τονίσουμε την άποψη μας ότι η απώλεια ρευστότητας σκοτώνει γρήγορα ενώ η απώλεια φερεγγυότητας μπορεί να αντιμετωπίζεται για αρκετό διάστημα όσο οι αγορές συνεχίζουν να δανείζουν παρέχοντας ρευστότητα.

## 4.5 Η διατραπεζική αγορά

Κατά την Stigum (1983) η δουλειά του διαχειριστή ρευστών μιας τράπεζας μπορεί να γίνει αντιληπτή ως το καθήκον ικανοποίησης του καθημερινού περιορισμού επιβίωσης και το καθήκον ικανοποίησης των απαιτήσεων των υποχρεωτικών διαθεσίμων που επιβάλλει η κεντρική τράπεζα. Η ύπαρξη της διατραπεζικής αγοράς διευκολύνει για την ικανοποίηση και των δυο αυτών υποχρεώσεων.

Ο ακριβής θεσμικός μηχανισμός που ενσωματώνει τον περιορισμό επιβίωσης για τις τράπεζες είναι η απαίτηση να τελειώνουν τη μέρα έχοντας μη αρνητικό ισοζύγιο στο λογαριασμό διαθεσίμων τους στην κεντρική τράπεζα. Για να εκτιμήσουμε τη σημασία αυτού του περιορισμού στο τέλος της ημέρας, είναι χρήσιμο να εκτιμήσουμε τον τρόπο με τον οποίο επιτρέπεται στις τράπεζες να χαλαρώσουν τον περιορισμό επιβίωσης κατά τη διάρκεια της ημέρας**.** Πράγματι αυτή η παραβίαση είναι απαραίτητη για την ομαλή λειτουργία του συστήματος πληρωμών επειδή επιτρέπει στις τράπεζες να είναι αυτές που κάνουν την πρώτη κίνηση, να κάνουν πληρωμές πριν λάβουν πληρωμές. Η θεσμική μορφή που παίρνει αυτή η παραβίαση είναι οι λεγόμενες «υπεραναλήψεις κατά τη διάρκεια της ημέρας».

Θα εστιάσουμε την ανάλυση μας στο Αμερικανικό σύστημα πληρωμών. Εάν η Τράπεζα Α στείλει στο Fedwire (σύστημα μικτής διευθέτησης σε πραγματικό χρόνο) μια διαταγή να πληρώσει $10 στην Τράπεζα Β, αλλά έχει ανεπαρκή διαθέσιμα για να καλύψει αυτή την πληρωμή, τότε η κεντρική τράπεζα δεν «απορρίπτει την επιταγή» αλλά την καλύπτει προσωρινά. Το αποτέλεσμα είναι μια προσωρινή επέκταση των διαθεσίμων στο σύστημα ως σύνολο όπως φαίνεται στον ακόλουθο πίνακα:

**Πίνακας** **4.9** Ο ρόλος της FED στο σύστημα πληρωμών

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Τράπεζα Α** | | **Κεντρική Τράπεζα** | | **Τράπεζα Β** | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
|  | +τραπεζικές δανειακές διευκολύνσεις | +στοιχεία εξαιτίας της Α | Διαθέσιμα  +διαθέσιμα Β | Διαθέσιμα  +διαθέσιμα |  |

Αυτή η επέκταση των διαθεσίμων είναι μια επέκταση της πίστης στον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας. Δεν θα ήταν μεγάλη υπερβολή να πούμε ότι αυτά τα κατά τη διάρκεια της ημέρας προσωρινά διαθέσιμα, και όχι τα κατά τη διάρκεια της νύχτας απαιτούμενα διαθέσιμα, είναι το πραγματικό έσχατο ή αλλιώς τελικό μέσο πληρωμών. Το σύστημα πληρωμών είναι πολύ πιο κοντά σε ένα ιδανικό πιστωτικό σύστημα πληρωμών παρά σε ένα ιδανικό χρηματικό σύστημα πληρωμών.

Ο παράγοντας της πίστης σε ένα σύστημα πληρωμών δεν είναι μόνο στον (δημόσιο) ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας αλλά επίσης στον (ιδιωτικό) ισολογισμό του Συστήματος Εκκαθαριστικών Διατραπεζικών Πληρωμών (ΣΕΔΠ- Chips). Κάθε πρωί, οι τράπεζες μέλη κάνουν πληρωμές στο ΣΕΔΠ για να ανοίξουν τους λογαριασμούς διευθέτησης τους, αλλά κατά τη διάρκεια της ημέρας μπορούν και διευθύνουν αρνητικούς λογαριασμούς. Ο περιορισμός επιβίωσης παρεμβάλλεται στο τέλος της ημέρας, όταν και πρέπει να φέρουν τους λογαριασμούς τους πίσω στο μηδέν, δηλαδή αποπληρώνουν όποιες υπεραναλήψεις συνέβησαν κατά τη διάρκεια της ημέρας. Εδώ είναι η κατάσταση στον ισολογισμό στη μέση της ημέρας:

**Πίνακας 4.10** Ιδιωτικό σύστημα εκκαθαριστικών διατραπεζικών πληρωμών

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Τράπεζα Α** | | **ΣΕΔΠ** | | **Τράπεζα Β** | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
|  | +υποχρέωση προς ΣΕΔΠ | + υποθήκες  +στοιχεία εξαιτίας της Α | + καταθέσεις  + υποχρέωση προς Β | +στοιχεία εξαιτίας του ΣΕΔΠ |  |

Και η κεντρική τράπεζα και το ΣΕΔΠ έχουν μέλημα να διασφαλίσουν ότι τα δάνεια κατά τη διάρκεια της ημέρας αποπληρώνονται στο τέλος της ημέρας. Για να το εξασφαλίσουν αυτό, υπάρχουν, και στα δύο ιδρύματα, έλεγχοι επάνω στο πόσο μπορείς να δανειστείς (πιστωτικά όρια), και πόσα στοιχεία μπορείς να θέσεις υποθήκη ως εξασφάλιση. Στην κεντρική τράπεζα υπάρχει επιπρόσθετη απαίτηση να πληρώσεις τόκο στις μέσες υπεραναλήψεις σου κατά τη διάρκεια της ημέρας.

Μια που εκτιμούμε τον πιστωτικό χαρακτήρα του συστήματος πληρωμών, είναι ξεκάθαρο ότι κάθε $ που χρωστά σαν τραπεζική δανειακή διευκόλυνση μια τράπεζα είναι ένα επιπλέον $ στο λογαριασμό διαθεσίμων κάποιας άλλης τράπεζας στο αμερικανικό τραπεζικό σύστημα. Για να διαγραφεί η πίστωση από τον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας στο τέλος της ημέρας επομένως απαιτείται ακύρωση και των δύο αρνητικών λογαριασμών και των επιπλέον θετικών λογαριασμών. Ο απλούστερος τρόπος για να γίνει αυτό είναι για τις τράπεζες με επιπλέον θετικούς λογαριασμούς είναι να δανείζουν τα πλεονάζοντα ρευστά τους σε τράπεζες με αρνητικούς λογαριασμούς, οι οποίες χρησιμοποιούν τα αποκτώμενα από τα δάνεια για να αποπληρώσουν την τραπεζική δανειακή διευκόλυνση τους. Στην πραγματικότητα, η τράπεζα με τα επιπλέον διαθέσιμα, θα έπρεπε να θέλει να δώσει το δάνειο αφού τα διαθέσιμα δεν αποφέρουν τόκο ενώ το δάνειο θα αποφέρει. Η αγορά κρατικών διαθεσίμων είναι εκεί που το διατραπεζικό δανείζειν και δανείζεσθαι λαμβάνει χώρα για τις εγχώριες τράπεζες. Η αντίστοιχη διατραπεζική αγορά για το ΣΕΔΠ είναι η αγορά Ευρωδολαρίου για την οποία θα μιλήσουμε αναλυτικά σε επόμενη ενότητα του παρόντος κεφαλαίου.

Ας υποθέσουμε ότι τώρα ότι οι ελλειμματικές τράπεζες δε δύνανται να βρουν πλεονασματικές τράπεζες για να δανεισθούν από αυτές. Εάν μια τράπεζα δε μπορεί να αποπληρώσει την υπερημερία της στο ΣΕΔΠ, τότε όλα τα μέλη του ΣΕΔΠ είναι κοινώς υπεύθυνα για το δάνειο. Αν μια τράπεζα δε μπορεί να αποπληρώσει την δανειακή διευκόλυνση της στην κεντρική τράπεζα, η κεντρική τράπεζα είναι πρόθυμη να επεκτείνει το δάνειο κατά τη διάρκεια της νύκτας δανείζοντας με το περιθώριο προεξόφλησης (discount window), με επιτόκιο ποινής συνήθως 100 μονάδες βάσης (ή με άλλα λόγια 1%) επάνω από το επιτόκιο στόχο των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας της Αμερικής στο αμερικανικό τραπεζικό σύστημα (federal fund rate target). Επομένως οι τράπεζες γενικά προτιμούν να δανείζονται στην αγορά κρατικών διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας κατά τη διάρκεια της ημέρας και δεν περιμένουν μέχρι το τέλος της ημέρας.

Το έσχατο μέσο πληρωμής στο τραπεζικό σύστημα των Η.Π.Α. είναι οι καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα. Ας ονομάζουμε αυτές τις καταθέσεις ως χρήμα. Τα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας είναι δάνεια (συνήθως κατά τη διάρκεια της νύχτας) από μια τράπεζα σε μια άλλη, τα οποία μπορούν να πληρωθούν σε καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα. Ας ονομάζουμε αυτά τα δάνεια πίστη. Μέχρι πρόσφατα, οι υποκείμενες καταθέσεις δεν απέφεραν τόκο, αλλά το διατραπεζικό δάνειο αποφέρει, και αυτό το επιτόκιο είναι το επιτόκιο των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας (Federal Fund Rate, FFR).

Για να δούμε ακριβώς τι συμβαίνει ας δούμε ένα παράδειγμα στον ακόλουθο πίνακα μεταξύ της τράπεζας Α (ο δανειζόμενος ή αγοραστής χρήματος) και της τράπεζας Β (ο δανειστής ή πωλητής χρήματος).

**Πίνακας 4.11** Συναλλαγές με διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Τράπεζα Α** | | **Κεντρική Τράπεζα** | | **Τράπεζα Β** | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
| +10 διαθέσιμα | +10 Διαθέσιμα  Κεντρ. τράπεζας |  | +10 Κατάθεση Α  -10 Κατάθεση Β | -10 διαθέσιμα  +10 Διαθέσιμα  Κεντρ. τράπεζας |  |

Ο δανειστής έχει να ανησυχεί σχετικά με το αν ο δανειζόμενος θα καταφέρει να αποπληρώσει. Αφού δανείζει τα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας στην Τράπεζα Α, η Τράπεζα Β έχει απαλλαγεί από την υπερβάλλουσα θέση διαθεσίμων που κρατούσε στην κεντρική τράπεζα. Αφότου δανείζεται διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας από την Τράπεζα Β, η Τράπεζα Α έχει απαλλαγεί από την ελλειμματική θέση διαθεσίμων της στην κεντρική τράπεζα. Όπως και οι δανειακές διευκολύνσεις κατά τη διάρκεια της ημέρας, τα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας είναι ένα πιστωτικό στοιχείο που δανείζει ελαστικότητα στο σύστημα πληρωμών. Αλλά τα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας είναι πίστη κατά τη διάρκεια της νύχτας, όχι κατά τη διάρκεια της ημέρας, και διατραπεζική πίστη όχι πίστη της κεντρικής τράπεζας.

Η κανονική εργασία ορισμένων τραπεζών κάνει τις ημερήσιες χρηματικές εισροές τους να υπερβούν τις ημερήσιες χρηματικές εκροές τους, και για κάποιες άλλες τράπεζες ισχύει ακριβώς το αντίθετο. Συγκεκριμένα, φαίνεται ότι οι πρώτες είναι συνήθως μικρές τράπεζες που δεν αντιμετωπίζουν μεγάλη ζήτηση για δάνεια, ενώ οι τελευταίες είναι μεγάλες τράπεζες που μπορούν να δανείσουν όλες τις καταθέσεις τους κι ακόμη παραπάνω. Άρα η αγορά διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας διοχετεύει πλεονάζοντα διαθέσιμα από τις μεγάλες πολλές φορές τράπεζες στις μικρότερες τράπεζες.

Σε ένα υψηλότερο επίπεδο στο σύστημα, οι τράπεζες πολλές φορές συναλλάσσουν διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας μεταξύ τους ως τρόπο να διαχειριστούν την κατά τη διάρκεια της ημέρας μεταβλητότητα στις χρηματικές ροές. Επομένως έτσι, υποθέστε ότι η Citibank δίνει ένα δάνειο με υποθήκη σε κάποιον (αγοραστής σπιτιού) για να αγοράσει ένα σπίτι από κάποιον άλλο (πωλητής σπιτιού). Την ημέρα κλεισίματος, η Citibank πρέπει να κάνει μια μεγάλη πληρωμή στην τράπεζα του πωλητή. Γενικά, δεν υπάρχει λόγος να υποθέσουμε ότι η Citibank έχει επαρκή διαθέσιμα τη συγκεκριμένη στιγμή, άρα για να κάνει την πληρωμή πρέπει να τα βρει στην αγορά χρήματος. Η συναλλαγή επομένως λαμβάνει χώρα ως εξής: Η πρώτη γραμμή του παρακάτω πίνακα δείχνει το δάνειο με υποθήκη, που περιλαμβάνει μια ανταλλαγή υποχρεώσεων ανάμεσα στον αγοραστή και την τράπεζα του. Η δεύτερη γραμμή δείχνει την άμεση χρηματοδότηση (με διαθέσιμα) του δανείου αγοράζοντας χρήματα από την HSBC στην αγορά διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας. Η τρίτη γραμμή δείχνει την πληρωμή που οριστικοποιεί και τελειώνει τη συναλλαγή, η οποία περιλαμβάνει μεταφορά των διαθεσίμων από τη Citibank στην Chase, καθώς και χρέωση του λογαριασμού του αγοραστή και πίστωση του λογαριασμού του πωλητή.

**Πίνακας 4.12** Τα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας ως μέσο πληρωμής

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Citibank (η τράπεζα αγοραστή κατοικίας) | | HSBC | | Chase (η τράπεζα πωλητή κατοικίας) | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
| + υποθήκη | +καταθέσεις (αγοραστής) |  |  |  |  |
| +διαθέσιμα | +δάνεια με διαθέσιμα ΚΤ | -διαθέσιμα  +δάνεια με διαθέσιμα ΚΤ |  |  |  |
| -διαθέσιμα | -κατάθεση (εγώ) |  |  | +διαθέσιμα | +κατάθεση (πωλητή) |
|  |  | +διαθέσιμα | +δάνεια με διαθέσιμα ΚΤ | -διαθέσιμα  +δάνεια με διαθέσιμα ΚΤ |  |

Αφού έχουν γίνει όλα αυτά, η Citibank έχει ένα περιουσιακό στοιχείο ενεργητικού με τη μορφή δανείου με υποθήκη το οποίο χρηματοδοτείται από χρήμα της διάρκειας της νύχτας. Σημειώστε επίσης ότι η Chase τώρα έχει μια ευρεία θέση διαθεσίμων η οποία δεν αποφέρει τόκο, άρα έχει επίσης να κάνει λίγη παραπάνω δουλειά. Ίσως θα πουλήσει στην αγορά διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας, ίσως στην HSBC; Εάν ναι, τότε η έσχατη πηγή χρηματοδότησης μέσω διαθεσίμων με την οποία η Citibank συνήθιζε να πληρώνει την Chase είναι από την ίδια την Chase! Δείχνουμε αυτή την πιθανότητα στην τέταρτη γραμμή. Σημειώστε τώρα ότι η HSBC επέστρεψε τώρα πίσω στο μηδέν στη θέση διαθεσίμων της στην κεντρική τράπεζα. Μπορούμε λοιπόν να πούμε ότι η HSBC έχει ενεργήσει στην πραγματικότητα ως ενδιάμεσος για το διατραπεζικό δανεισμό ανάμεσα στη Citibank και την Chase. Στ’ αλήθεια η HSBC έχει ενεργήσει ως *dealer* χονδρικής στην αγορά χρήματος.

**Χρηματιστές έναντι διαπραγματευτών χρήματος (Brokers vs Dealers)**

Κάποιες από τις συναλλαγές διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας είναι άμεσες- η Τράπεζα Α καλεί την Τράπεζα Β- αλλά ένα σημαντικό πλήθος διακινούνται με διαμεσολάβηση. Στην πραγματικότητα, ο καθορισμός του επιτοκίου των διαθεσίμων λαμβάνει χώρα στους χρηματιστές και στους διαπραγματευτές και η διάκριση μεταξύ τους είναι σημαντική.

Ένας χρηματομεσίτης ή χρηματιστής (broker) απλά φέρνει σε επαφή δυνητικούς αγοραστές και πωλητές από τη λίστα του, όπως οι μεσίτες ακινήτων καταρτίζουν τις λίστες και τα πελατολόγια τους. Οι “brokers” κρατούν λίστες από τις τιμές που έχουν προτείνει δυνητικοί αγοραστές, και έχουν προσφέρει δυνητικοί πωλητές, και ψάχνουν για ταιριάσματα (matching).

Οι διαπραγματευτές τίτλων ή χρήματος (dealers), σε αντίθεση, λαμβάνουν θέσεις οι ίδιοι. Πρόκειται για χρηματιστές που διενεργούν πράξεις για ίδιο λογαριασμό και αποκομίζουν κέρδος από την διαφορά μεταξύ τιμής αγοράς και τιμής πώλησης. Τι κάνουν αυτοί; Αγοράζουν διαθέσιμα σε χαμηλή τιμή και τα πωλούν σε υψηλή τιμή. Αυτό ορισμένες φορές επιφέρει γεφύρωση διαφορετικών τμημάτων της αγοράς για παράδειγμα μιας μικρής έναντι μεγάλης διευθέτησης κατά σειρά, εγχώριας έναντι παράκτιας διευθέτησης. Και άλλες φορές επιφέρει γεφύρωση ανάμεσα στο χρόνο για παράδειγμα θέσεις κατά τη διάρκεια της ίδιας ημέρας και θέσεις διασταυρούμενες μεταξύ ημερών. Από μια οπτική, οι dealers πραγματοποιούν κερδοσκοπική αγοραπωλησία μαζεύοντας χρήμα και δημιουργώντας μια ενιαία τιμή. Από μια άλλη οπτική, είναι *διαμορφωτές αγοράς (market makers),* και αυτή είναι μια μεγάλη διαφορά από τους χρηματιστές (brokers). Αυτή την τελευταία διάσταση θα την αναπτύξουμε την ενότητα των οικονομικών των διαπραγματευτών λίγο παρακάτω στο παρόν κεφάλαιο. Αυτό που πρέπει να σημειώσουμε προς το παρόν είναι ότι η δραστηριότητα του dealer επεκτείνει τον ισολογισμό του dealer, ενώ η απλή διαμεσολάβηση δεν τον επεκτείνει όπως φαίνεται από τους πίνακες 4.13α,β.

**Πίνακας 4.13α** Απλή διαμεσολάβηση μέσω broker

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Τράπεζα Α** | | **Χρηματιστής διαθεσίμων ΚΤς** | | **Τράπεζα Β** | |
| +διαθέσιμα | +δάνεια Διαθεσίμων ΚΤ |  |  | -διαθέσιμα  +δάνεια Διαθεσίμων ΚΤ |  |

**Πίνακας 4.13β** H διαμεσολάβηση μέσω dealer

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Τράπεζα Α** | | **Dealer Διαθεσίμων ΚΤς** | | **Τράπεζα Β** | |
| +διαθέσιμα | +δάνεια Διαθεσίμων ΚΤ | +δάνεια Διαθεσίμων ΚΤ | +δάνεια Διαθεσίμων ΚΤ | -διαθέσιμα  +δάνεια Διαθεσίμων ΚΤ |  |

Έχοντας επικεντρωθεί στον περιορισμό επιβίωσης και στην ημερήσια εκκαθάριση, τώρα δίνουμε έμφαση στην απαίτηση σε διαθέσιμα. Οι τράπεζες υποχρεούνται να κρατούν ένα συγκεκριμένο τμήμα (ποσοστό) των καταθέσεων σε διαθέσιμα και μπορούν εθελοντικά να υποσχεθούν ότι θα κρατήσουν περισσότερα από αυτά. Στις μέρες μας αυτός ο περιορισμός δεν είναι υποχρεωτικός σε όλες τις χώρες, αλλά είναι όπως και να έχει αξιοσημείωτου ιστορικού ενδιαφέροντος.

Κατά την Stigum (1983) οι μονεταριστές ήθελαν οι τράπεζες να ρυθμίζουν τις καταθέσεις ως προς σταθερά διαθέσιμα, παρά το αντίστροφο. Όμως δεν επικράτησε αυτή η αντίληψη και σήμερα η κεντρική τράπεζα προμηθεύει οποιαδήποτε ποσότητα διαθεσίμων είναι αναγκαία για να επιτύχει το στόχο ως προς τα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας. Αυτό πρακτικά εμπλέκει την κεντρική τράπεζα σε ημερήσιες παρεμβάσεις στην αγορά που αποτελούν ρυθμίσεις του μεγέθους του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας. Εάν η κεντρική τράπεζα προσθέτει διαθέσιμα, αυτό σημαίνει ότι η κατά τη διάρκεια της ημέρας επέκταση της πίστης στο Fedwire (σύστημα Μεικτής Διευθέτησης σε Πραγματικό Χρόνο) δε χρειάζεται να συρρικνωθεί πάλι πίσω στο τέλος της ημέρας. Η κεντρική τράπεζα επιφορτίζεται λίγη από αυτή την πίστη στο δικό της ισολογισμό κατά τη διάρκεια της νύχτας, ή πιο μακροχρόνια.

Η κεντρική τράπεζα διεξάγει αυτές τις καθημερινές προσθήκες συνήθως δανείζοντας τους διαπραγματευτές τίτλων στην αγορά των συμφωνιών επαναγοράς (Repurchase Agreements, Repos). Θα μιλήσουμε για την αγορά των repos στην επόμενη ενότητα. Προς το παρόν , αρκεί να πούμε ότι τα repos είναι δάνεια, άρα η προσθήκη διαθεσίμων μπορεί να απεικονισθεί ως εξής στον ακόλουθο πίνακα.

**Πίνακας 4.14** Αύξηση διαθεσίμων και ρέπος

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Διαπραγματευτές Τίτλων** | | **κεντρική τράπεζα** | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
| +διαθέσιμα | +δάνεια σε ρέπος | +δάνεια σε ρέπος | +διαθέσιμα |

Εάν ο διαπραγματευτής τίτλων δανείζει αυτά τα πλεονάζοντα διαθέσιμα, αυτό οδηγεί σε μια επιπρόσθετη προσφορά πίστης στην αγορά διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας, η οποία μειώνει την πίεση στο επιτόκιο διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας (FF rate). Σημειώστε σε αυτό το σημείο πώς η κεντρική τράπεζα παρεμβαίνει για να παρέχει τα ζητούμενα διαθέσιμα για το στόχο του επιτοκίου των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας. Ένα εναλλακτικό σύστημα πληρωμής αποτελεί το λεγόμενο CHIPs το οποίο είναι με ένα ακόμη ισχυρότερο στοιχείο πίστης επειδή οι πληρωμές δεν είναι διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα μέχρι την καθαρή διευθέτηση στο τέλος της ημέρας. Αξιοσημείωτο όμως ότι την 1/10/ 1981, η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ απαίτησε τα CHIPs να προβαίνουν σε διευθέτηση της ίδιας ημέρας, που στην πραγματικότητα περιόρισε σχετικά το στοιχείο της πίστης αυτής. Βασικός στόχος της κεντρικής τράπεζας να ωθήσει το πιστωτικό στοιχείο έξω από το σύστημα πληρωμών στην αγορά ρέπος.

## 4.6 Η αγορά των συμφωνιών επαναγοράς (Repos)

Η συμφωνία επαναγοράς το λεγόμενο ρέπος (Repos) είναι ένα συμβόλαιο όπου ένας πωλητής-δανειζόμενος πωλεί ένα αξιόγραφο (πχ ΕΓΔ) σ’ έναν αγοραστή-δανειστή με τη συμφωνία να το επαναγοράσει μετά από ορισμένο χρόνο σε μία προκαθορισμένη μεγαλύτερη τιμή. Διεθνώς η χρήση τους περιορίζεται σε τράπεζες και μεγάλες επιχειρήσεις αν και στην Ελλάδα χρησιμοποιείται και μεταξύ τράπεζας και ιδιωτών. Μια συμφωνία επαναγοράς είναι συνήθως ένα δάνειο με εγγύηση κατά τη διάρκεια της νύχτας μεταξύ τραπεζών, νομικά διαμορφωμένο ως δύο συναλλαγές τίτλων με διαφορά μίας ημέρας μεταξύ τους.

Μπορούμε να αποκαλούμε την οικονομική μονάδα που πουλά τίτλους για επαναγορά (μετατρέπει τους τίτλους σε ρέπος) ως δανειζόμενο χρήματος, και την οικονομική μονάδα που αγοράζει τίτλους για επαναπώληση (αντιστρέφει σε τίτλους) ως δανειστή χρήματος και είναι αυτός ο τελευταίος που καλείται «να κάνει ρέπο», εννοώντας να επενδύσει σε δάνεια κατά τη διάρκεια της νύχτας. Στο πρώτο πόδι του ρέπο, το χρήμα ρέει από τον δανειστή στον δανειζόμενο και οι τίτλοι ρέουν στην αντίθετη κατεύθυνση. Στο δεύτερο πόδι του ρέπο, οι τίτλοι ρέουν πίσω στον δανειζόμενο, και λίγο περισσότερο χρήμα ρέει πίσω στον δανειστή.

Για να γίνει κατανοητό βλέπουμε το ακόλουθο παράδειγμα όπου μια τράπεζα έχει στη κατοχή της έντοκα γραμμάτια του δημοσίου (ΕΓΔ) αξίας 10 εκατ. Ευρώ και χρειάζεται ρευστά για μια ημέρα 10 εκατ. Ευρώ. Εάν από την άλλη μια επιχείρηση έχει ρευστά 10 εκατ. Ευρώ, θέλει να τα τοποθετήσει για μια ημέρα σε repos και η απόδοση μιας ημέρας των repos είναι 7% τότε το ερώτημα που τίθεται είναι πόσο πρέπει η τράπεζα να πουλήσει τα ΕΓΔ τα οποία θα τα επαναγοράσει στη τιμή των 10 εκατ.; Προκειμένου να απαντήσουμε σε αυτό βρίσκουμε πρώτα τους τόκους ως ακολούθως:

Τόκοι = Αρχικό κεφάλαιο \* απόδοση του repo \* διάρκεια σε ημέρες /365

Τόκοι= 10000000 \* 0,07 \* 1/365 = 1917,808

Στην συνέχεια αφαιρούμε από την ονομαστική τιμή τους τόκους και βρίσκουμε την τιμή πώλησης των ΕΓΔ που ψάχνουμε. Πιο συγκεκριμένα:

10000000 – 1917,808 = 9998082

Αντίστοιχα αν ψάχναμε την απόδοση σε ετήσια βάση των ρέπος γνωρίζοντας ότι η επιχείρηση θα πληρώσει για τα ΕΓΔ 9998082 και τα ξανά πουλούσε πίσω στη τράπεζα για 10000000, τότε η απόδοση του repo θα ήταν:

Απόδοση Repo = [(Αρχ. Κεφάλαιο –ποσό αγοράς) / ποσό αγοράς]\*365/ διάρκεια σε ημέρες δηλαδή [(10000000-9998082)/9998082]\*365/1ή repo rate = 0,07

***Διαπραγματευτές τίτλων στην αγορά των Repos***

Στην πράξη, ένας διαπραγματευτής τίτλων (dealer) βρίσκεται στην άλλη πλευρά των περισσότερων συναλλαγών σε ρέπος. Αυτός είτε δανείζεται χρήμα χρησιμοποιώντας τους τίτλους του ως εγγυήσεις ή δανείζει χρήμα λαμβάνοντας τίτλους ως εγγύηση. Θεωρήστε τους διαπραγματευτές τίτλων ως ένα είδος τράπεζας.

Ο πίνακας 4.15 δείχνει τον τυποποιημένο ισολογισμό ενός διαπραγματευτή τίτλων, που συμπεριφέρεται στο δανείζεσθαι χρήμα ως ένα στοιχείο παθητικού και στο δανείζειν χρήμα ως ένα στοιχείο ενεργητικού. Εδώ είναι μια εκδοχή αυτής της απεικόνισης που περιλαμβάνει τον ισολογισμό του έσχατου δανειζόμενου (εταιρεία Α) και του έσχατου δανειστή (εταιρεία Β). Συγκεκριμένα θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε την εταιρεία Α ως μια τράπεζα που χρηματοδοτεί τα αποθέματα της σε τίτλους με ρέπος κατά τη διάρκεια της νύχτας, και την εταιρεία Β ως ένα συνταξιοδοτικό ταμείο που χρησιμοποιεί ρέπος κατά τη διάρκεια της νύχτας για να στηρίξει τα χρηματικά του ισοζύγια.

**Πίνακας 4.15** Ισολογισμός ενός διαπραγματευτής των Repos

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Τράπεζα**  **Εταιρία Α** | | **Διαπραγματευτής** | | **Συνταξιοδοτικό Ταμείο Εταιρία Β** | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
|  | +διαθέσιμα | +αντίστροφο (reverse repos) | +δάνειο σε ρέπος | +δάνειο σε ρέπος |  |

Καθώς λαμβάνουν χώρα αυτές οι συναλλαγές, η εγγύηση μετατοπίζεται από τα αριστερά στα δεξιά, από την τράπεζα μέσω του διαπραγματευτή στο συνταξιοδοτικό ταμείο. Και το χρήμα ρέει από δεξιά προς τα αριστερά, από το συνταξιοδοτικό ταμείο στον διαπραγματευτή και μετά στην τράπεζα. Σημειώστε ότι στα στοιχεία του ισολογισμού του διαπραγματευτή είναι ίδια απλά τα αποκαλώ ως αντίστροφο (reverse) ρέπος όταν είναι περιουσιακό στοιχείο ενεργητικού και δάνειο σε ρέπος όταν είναι στο παθητικό.

Χρησιμοποιώντας αυτόν τον ισολογισμό, μπορούμε να συγκρίνουμε την αγορά ρέπος με την αγορά διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας για την οποία μιλήσαμε προηγουμένως. Είδαμε ότι τα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας μπορούν να κατανοηθούν ως *δανείζεσθαι διατραπεζικώς*, και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να διοχετεύσουν διαθέσιμα από τις πλεονασματικές τράπεζες στις ελλειμματικές τράπεζες. Όμως η αγορά των ρέπος κάνει σε μεγάλο βαθμό το ίδιο πράγμα που κάνει η αγορά διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας αλλά για μια πολύ ευρύτερη κατηγορία οικονομικών μονάδων, μια κατηγορία που περιλαμβάνει σχεδόν όλους όσους κατέχουν ευέλικτη εγγύηση (π.χ. ΕΓΔ). Το ρέπο μπορεί επομένως να κατανοηθεί ως δια-*εταιρικό δανείζεσθαι,*. Ενώ η αγορά διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας είναι ευρέως μία άμεση ή μέσω broker αγορά, η αγορά των ρέπος είναι ευρέως μια αγορά dealers, των οποίων οι ισολογισμοί παρακολουθούνται στις ΗΠΑ από την κεντρική τράπεζα.

Λειτουργώντας ως αντισυμβαλλόμενοι για τις περισσότερες συναλλαγές σε ρέπος (RP transanctions), οι dealers χρησιμεύουν στην κατασκευή μιας ενοποιημένης και σχετικά ομοιογενούς αγοράς, σε μια κατάσταση που διαφορετικά θα ήταν υπερβολικά περιορισμένη και ετερογενής (διάφοροι αντισυμβαλλόμενοι, διάφορα εχέγγυα ως εγγυήσεις, διάφορες ωριμάνσεις τίτλων). Όπως και οι διαπραγματευτές διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας, οι διαπραγματευτές ρέπος μπορούν να θεωρηθούν ως διαμορφωτές αγοράς (market makers).

Εδώ θα πρέπει να τονίσουμε κάτι πολύ σημαντικό ότι η κατασκευή των ζευγαρωτών συναλλαγών τίτλων είναι σημαντική επειδή σημαίνει ότι η συναλλαγή είναι πιο συμμετρική από ότι θα ήταν ένα συνηθισμένο δάνειο με εγγύηση. Σκεφτείτε μια υποθήκη σπιτιού για σύγκριση. Το σπίτι από μόνο του είναι τίτλος για το χρηματικό δάνειο, αλλά ο δανειστής χρήματος δεν έχει δικαίωμα να παραδώσει το σπίτι σε κανέναν άλλο, ούτε καν να το πουλήσει όταν ο δανειζόμενος αθετήσει την υπόσχεση του χωρίς να υπάρξει μια μακροχρόνια διαδικασία κατάσχεσης. Για τα ρέπος, εν αντιθέσει, ο δανειστής του χρήματος έχει συχνά το δικαίωμα να πουλήσει τους τίτλους ή κάτι που μοιάζει αρκετά, όπως το δικαίωμα της επανυποθήκευσης.

Αλλά η συναλλαγή δεν είναι τελείως συμμετρική επειδή η τιμή στην οποία ο τίτλος μεταφέρεται είναι χαμηλότερη από την τιμή του στην αγορά. Αυτό σημαίνει ότι ο δανειστής χρήματος αποκτά έλεγχο επάνω σε περισσότερους τίτλους από ότι μια καθαρή αγορά θα επέτρεπε. Η Stigum (1983) αναφέρεται σε αυτή τη διαφορά ως περιθώριο. Δεν είναι ξεκάθαρο σαν θέμα αρχής το ποιος θα έπρεπε να πληρώνει το περιθώριο, ο δανειζόμενος ή ο δανειστής. Όμως όπως υποστηρίζει κατά παράδοση σε μια συναλλαγή ρέπο, ο δανειστής χρήματος, επειδή δανείζει το πιο ρευστό περιουσιακό στοιχείο ενεργητικού, λαμβάνει περιθώριο. Με άλλα λόγια, η ασυμμετρία είναι ένα σύμπτωμα της ιεράρχησης χρήματος –πίστης.

Τα ρέπος αποτελούν βασική πηγή χρηματοδότησης για τους διαπραγματευτές τίτλων. Όπως φαίνεται στον ακόλουθο πίνακα οι διαπραγματευτές τίτλων δανείζονται περισσότερο από ότι δανείζουν στην αγορά κατά τη διάρκεια της νύχτας (ρέπος > διαθέσιμα), αλλά δανείζουν περισσότερο από ότι δανείζονται στην αγορά προθεσμίας (term market) (ρέπος < διαθέσιμα). Όπως οι τράπεζες, οι dealers φαίνονται να ασχολούνται με το να δανείζονται βραχυπρόθεσμα για να δανείσουν μακροπρόθεσμα, αλλά σε αντίθεση με τις τράπεζες οι dealers είναι εξειδικευμένοι σε τίτλους της χρηματαγοράς πολύ μικρής διάρκειας.

**Πίνακας 4.16** Διαπραγματευτές Τίτλων, Σεπτ. 2012 (δις $)

|  |  |
| --- | --- |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
| Δάνεια σε ρέπος, κατά τη διάρκεια της νύχτας 879  Δάνεια σε ρέπος, περιόδου 1317 | 1842 Δάνεια σε ρέπος, κατά τη διάρκεια της νύχτας  932 Δάνεια σε ρέπος, περιόδου |
| Καθαρά Στοιχεία Ενεργητικού Χρηματοδοτούμενα | Καθαρή Αξία (Κεφάλαιο) |

**Πηγή:** Fed of St. Louis

Σημειώστε ότι οι αριθμοί δεν ισορροπούν ακριβώς επειδή τα αντίστροφα ρεπος είναι ένα πολύ επιθυμητό στοιχείο ενεργητικού για τους dealers, και κάνουν όσα περισσότερα από αυτά μπορούν, για τον απλό λόγο ότι μπορούν να μετατρέψουν σε ρέπος οτιδήποτε αντιστρέφουν, και να κερδίσουν κάτι από το περιθώριο (spread). Αυτή είναι περιληπτικά η εργασία του «ταιριάσματος ή σύζευξης βιβλίων» (match book). Εμφανώς οι διαπραγματευτές τίτλων δανείζονται για μικρό διάστημα και δανείζουν για μεγάλο, παρέχοντας ρευστότητα στην αγορά, σε μεγάλο βαθμό κατά τον ίδιο τρόπο με τις τράπεζες.

Όμως σε καθημερινή βάση, και η κεντρική τράπεζα εμπλέκεται στην εξασφάλιση της ελαστικότητας διαθεσίμων ούσα έτοιμη να απορροφήσει την υπερβάλλουσα και να ικανοποιήσει την προσωρινή ζήτηση. Μεταξύ των βασικών παραγόντων που συντελούν σε παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας οι αλλαγές στο ισοζύγιο των κρατικών ομολόγων και οι αλλαγές στα αποθέματα μετρητών του κοινού. Σχετικά με το πρώτο μια αύξηση τίτλων των κρατικών ομολόγων στους ισολογισμούς των τραπεζών στεγνώνει τα διαθέσιμα από το τραπεζικό σύστημα, και κάνει αναγκαία την παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας. Κάτι ανάλογο μπορεί να συμβεί με το κοινό για παράδειγμα μια αυξημένη διακράτηση μετρητών σημαίνει αποστράγγιση ως προς τα διαθέσιμα. Η κεντρική τράπεζα παρεμβαίνει για να ρυθμίζει σχετικά την ρευστότητα. Κάνει ρέπο αγοράζει δηλαδή κρατικά ομόλογα για επαναπώληση, και δανείζει χρήματα όπως κάθε άλλος όταν θέλει προσωρινά να αυξήσει τα διαθέσιμα. Αλλά όταν θέλει να μειώσει τα διαθέσιμα, κάνει την ακριβώς αντίθετη ενέργεια.

Ο ακόλουθος πίνακας δείχνει ένα παράδειγμα των λειτουργιών της κεντρικής τράπεζας σε ρέπος κατά τη διάρκεια της νύχτας. Η κεντρική τράπεζα λέει στους πρωταρχικούς διαπραγματευτές ότι θέλει να κάνει ρέπος, και τους ζητά να υποβάλλουν υποθήκη και προσφορά για το χρήμα. Αποδέχεται τις καλύτερες προσφορές και πραγματοποιεί τα ρέπος. Το αποτέλεσμα είναι να αυξήσει τα διαθέσιμα όπως φαίνεται στον ακόλουθο πίνακα.

**Πίνακας 4.17**. Επεκτείνοντας την ρευστότητα με ρέπος από την Κεντρική Τράπεζα

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Εμπορική Τράπεζα** | | **Dealer** | | **Κεντρική Τράπεζα** | |
| Στοιχεία Ενεργητικού | Παθητικό | Στοιχεία Ενεργητικού | Παθητικό | Στοιχεία Ενεργητικού | Παθητικό |
| +διαθέσιμα | +καταθέσεις | +καταθέσεις | + ρέπος | + ρέπος | +διαθέσιμα |

Στην συνέχεια ο dealer αυτά τα ρευστά τα τοποθετεί ως κατάθεση για να κερδίσει μια απόδοση στην τράπεζα. Έτσι η ρευστότητα διαχέεται από την κεντρική τράπεζα στην εμπορική τράπεζα μέσω του dealer.Επομένως επεκτείνοντας τον δικό της ισολογισμό, η κεντρική τράπεζα επεκτείνει τον ισολογισμό των διαπραγματευτών και των τραπεζών επίσης. Βασικά στην διάρκεια της κρίσης η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ συμμετείχε στην αγορά κάθε ημέρα, και το μέγεθος των καθημερινών συναλλαγών της σε ρέπος ήταν μεγάλο συγκριτικά με τα συνολικά τραπεζικά διαθέσιμα. Όμως όλα αυτά άλλαξαν με την πάροδο της κρίσης. Στις μέρες μας η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ παρεμβάλλεται σε αυτή την κατεύθυνση μόνο σπάνια, τους τελευταίους λίγους μήνες κυρίως για να ελέγξει την ικανότητα της να αντιστρέφει ρέπος με τους διαπραγματευτές, ως έναν τρόπο να συρρικνώσει τον ισολογισμό της σταδιακά. Στο ακόλουθο πίνακα είναι ο ισολογισμός που περιγράφει αυτή την συρρίκνωση.

**Πίνακας 4.18**. Συρρικνώνοντας την ρευστότητα με ρέπος από την Κεντρική Τράπεζα

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Τράπεζα** | | **Dealer** | | **Κεντρική Τράπεζα** | |
| Στοιχεία Ενεργητικού | Παθητικό | Στοιχεία Ενεργητικού | Παθητικό | Στοιχεία Ενεργητικού | Παθητικό |
| -διαθέσιμα | -καταθέσεις | +αντίστροφα ρέπος  -καταθέσεις |  |  | +αντίστροφα ρέπος  -διαθέσιμα |

Μπορείτε να δείτε ότι αυτή η αντίστροφη ενέργεια χρησιμεύει για να μετατρέψει τα στοιχεία παθητικού της κεντρικής τράπεζας από διαθέσιμα (τα οποία είναι χρήμα υψηλής δραστηριότητας) σε ρέπος (που είναι πιο χαμηλής δραστηριότητας, ειδικά αν είναι ρέπο προθεσμίας - term repo), και να αλλάξουν τον αντισυμβαλλόμενο της κεντρικής τράπεζας από τις τράπεζες τους διαπραγματευτές.

***Τιμολόγηση των Ρέπος***

Η Stigum (1983) λέει ότι γενικά το επιτόκιο των ρέπος κατά την διάρκεια της νύχτας είναι λίγο χαμηλότερο από το επιτόκιο των διαθέσιμων της κεντρικής τράπεζας κατά τη διάρκεια της νύχτας, κα λίγο υψηλότερο από το επιτόκιο των τριμηνιαίων κρατικών ομολόγων (Treasury bill). Το ερώτημα λοιπόν που τίθεται είναι γιατί θα έπρεπε αυτό να ισχύει; Υποστηρίζει ότι επειδή τα ρέπος είναι διασφαλισμένη πίστη ενώ τα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας δεν είναι διασφαλισμένα, και καταλήγει ότι η διαφορά κατά 5-10 μονάδες βάσεως είναι αποζημίωση για το μεγαλύτερο ρίσκο που εμπεριέχεται στα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας.

Ας θεωρήσουμε το επιτόκιο στόχο στην αγορά των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας ως ένα είδος επιτοκίου προεξόφλησης με τη μορφή ποινής το οποίο πρέπει να πληρώνουν οι διαπραγματευτές εάν δεν καταφέρνουν να ικανοποιήσουν τον περιορισμό επιβίωσης τους δανειζόμενοι στο επιτόκιο των ρέπος. Οι dealers επεκτείνουν τους ισολογισμούς τους όσο το δυνατόν περισσότερο με πολύ λίγα κεφάλαια ενώ δεν κρατούν χρηματικά διαθέσιμα, εξαρτώμενοι αντί αυτού στην αγορά των ρέπος για να συγκεντρώσουν χρήματα τα οποία χρειάζονται. Εάν αντιμετωπίσουν πρόβλημα, που σημαίνει εάν βρεθούν με ανεπαρκείς εγγυήσεις για να δανεισθούν επιπρόσθετα ρέπος βασίζονται στις εκκαθαριστικές τράπεζες τους για ένα δάνειο διαπραγματευτή, το οποίο τιμολογείται επάνω στα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας καθώς η τράπεζα εξαρτάται από την αγορά διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας για να χρηματοδοτήσει το δάνειο. Αλλά αυτό αναφέρεται μόνο σε περιστασιακά λάθη του τελευταίας στιγμής. Συνήθως, οι διαπραγματευτές μπορούν να βασιστούν στην ίδια την κεντρική τράπεζα για ένα δάνειο σε ρέπος τιμολογημένο στο επιτόκιο των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας, καθώς αυτό είναι το επιτόκιο που η κεντρική τράπεζα προσπαθεί να καθιερώσει με την καθημερινή της παρέμβαση.

Στην πρωινή δημοπρασία, οι διαπραγματευτές καταθέτουν προσφορές για χρήμα. Οι προσφορές που είναι κάτω από το επιτόκιο των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας δε θα είναι ελκυστικές για την κεντρική τράπεζα. Αυτή θέλει να προσφέρει τα απαιτούμενα διαθέσιμα, αλλά επίσης να συντηρήσει την πειθαρχία στην αγορά διατηρώντας τα διαθέσιμα σπάνια. Το κατορθώνει αυτό δεχόμενη προσφορές που είναι σε ίδιο επίπεδο ή πιο πάνω από το επιτόκιο των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας. Από την πλευρά τους, οι διαπραγματευτές είναι πρόθυμοι να υποβάλλουν προσφορά υψηλότερη από το επιτόκιο στην αγορά των ρέπος, ακόμη και αν πιστεύουν ότι θα χρηματοδοτούν το μεγαλύτερο μέρος των αναγκών τους στο επιτόκιο της αγοράς ρέπος, εφόσον αντιμετωπίζουν οποιαδήποτε πιθανότητα του να πρέπει να ζητήσουν ένα δάνειο διαπραγματευτή από την τράπεζα τους, το οποίο συνήθως χρεώνει επιτόκιο των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας + 50 μονάδες βάσης (FF rate + 50 basis points ή 0.50%). Εφόσον μπορούν να πάρουν το χρήμα από την κεντρική τράπεζα με λιγότερο κόστος από ότι θα μπορούσαν να το πάρουν στην εκκαθαριστική τράπεζα τους, είναι ευτυχισμένοι. Το τελικό αποτέλεσμα είναι το πρότυπο που βλέπουμε, ότι το επιτόκιο των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας τείνει να είναι υψηλότερα από το επιτόκιο των ρέπος.

Ο θεσμικός μηχανισμός της καθημερινής δημοπρασίας (auction) εξυπηρετεί στην καθιέρωση ενός περιθωρίου απόδοσης (premium) στο καλύτερο χρήμα του συστήματος, και αυτό το περιθώριο απόδοσης παρέχει ένα κίνητρο στις οικονομικές μονάδες από άκρη εις άκρη του συστήματος να προσπαθήσουν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους κατά την εκκαθάριση παρά να τις μετακυλήσουν στην επόμενη μέρα. Αυτό το περιθώριο απόδοσης κάνει την εμφάνιση του στο μηδαμινό περιθώριο απόδοσης των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας ως προς τα ρέπος, και επίσης εμφανίζεται στο συνηθισμένο περιθώριο απόδοσης του χρήματος κατά τη διάρκεια της νύχτας ως προς το πιο μακροχρόνιο χρήμα, όπως τα τριμηνιαία ομόλογα.

Όλος αυτός ο μηχανισμός τιμολόγησης των επιτοκίων στην αγορά χρήματος δεν είναι τίποτε παραπάνω από τη φυσική ιεράρχηση του χρήματος και της πίστης. Μία κατάσταση στην οποία το επιτόκιο των ρέπος είναι χαμηλότερα από αυτό των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας θα μπορούσε να γίνει αντιληπτή ως μια ιδιαίτερη ισορροπία μεταξύ ελαστικότητας και πειθαρχίας, με την κεντρική τράπεζα να κρατά το καλύτερο χρήμα (διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας) με ένα περιθώριο απόδοσης προκειμένου να καθιερώσει κάποια πειθαρχία. Όμως αναλογικά, φαίνεται ότι θα μπορούσαμε να σκεφτούμε την αντίθετη κατάσταση ως το επιτόκιο των ρέπος να είναι υψηλότερα από αυτό των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας στην αντίθετη ισορροπία, με την κεντρική τράπεζα να κρατά το καλύτερο χρήμα σε προεξόφληση (discount) ώστε να καθιερώσει κάποια ελαστικότητα. Στην πραγματικότητα το επιτόκιο της αγοράς είναι το επιτόκιο των ρέπος, και το επίσημο επιτόκιο είναι το επιτόκιο των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας. Τελικά όμως μπορούμε να πούμε ότι η κεντρική τράπεζα προσπαθεί να δημιουργεί κίνητρα για τις τράπεζες να δανείζονται στο επιτόκιο των διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας και να δανείζουν στο επιτόκιο των ρέπος, επομένως υποστηρίζει τις αγορές βραχυχρόνιας πίστης γενικότερα.

## 4.7 Η αγορά ευρωνομισμάτων

Η αγορά ευρωνομισμάτων είναι μια διεθνής τραπεζική αγορά καταθέσεων και δανείων εκφρασμένων σε κάποιο εθνικό νόμισμα, που είναι κατατεθειμένα σε τράπεζα έξω από την χώρα προέλευσης του συγκεκριμένου νομίσματος. Οι τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην ευρωαγορά ονομάζονται ευρωτράπεζες και είναι εγκατεστημένες έξω από την χώρα έκδοσης του νομίσματος στο οποίο είναι εκφρασμένα τα κεφάλαια που διακινούνται μέσα από την ευρωαγορά. Για παράδειγμα μια ελβετική τράπεζα δέχεται καταθέσεις σε δολάρια και δίνει δάνεια σε ευρώ. Έτσι μπορούμε να μιλάμε για την αγορά ευρωδολαρίων, ευρωλιρών και άλλα, δηλαδή την αγορά δολαρίων εκτός Αμερικής και βρετανικών λιρών εκτός Βρετανίας.

Εστιάζοντας στην αγορά ευρωδολαρίων θα δούμε τους βασικούς παράγοντες ανάπτυξης αυτής της αγοράς αλλά και τον τρόπο λειτουργίας της. Στα τέλη της δεκαετίας του 1950 υπήρξαν οι αναγκαίες συνθήκες για την ομαλή λειτουργία εξωχώριων τραπεζικών κέντρων (offshore markets) μέσα από την άρση των περιορισμών μεταφοράς κεφαλαίων και της επιβολής συναλλαγματικών ελέγχων. Επίσης αυξήθηκε σημαντικά η ζήτηση καταθέσεων και δανείων σε ξένο νόμισμα. Η διεύρυνση του $ ως μέσο πληρωμής ήταν πλέον γεγονός. Όμως δύο σημαντικά γεγονότα συνέβαλλαν στην καθιέρωση της αγοράς ευρωδολαρίων. Το πρώτο αφορά στην κρίση στις σχέσεις ΗΠΑ- Σοβ. Ένωσης, με αποτέλεσμα τα αποθέματα $ της πρώην Σοβ. Ένωσης για εμπορικές συναλλαγές που ήταν σε τράπεζες της Αμερικής να μετακινηθούν σε καταθέσεις $ στη Δυτική Ευρώπη. Το δεύτερο έχει να κάνει με την αυστηρή νομισματική πολιτική των ΗΠΑ που οδήγησε τις Αμερικάνικες τράπεζες στο εξωτερικό προκειμένου να ικανοποιήσουν την ζήτηση δανείων αποφεύγοντας περιορισμούς του αμερικανικού νομισματικού συστήματος. Περιορισμοί όπως η ρύθμιση Q που έθετε ανώτατο όριο καταθέσεων προθεσμίας για την αποφυγή χρεοκοπίας τραπεζών, περιορίζοντας όμως τα διαθέσιμα προς δανεισμό κεφάλαια. Επίσης το νομισματοπιστωτικό πρόγραμμα των ΗΠΑ το 1965 έθετε περιορισμούς στη πιστωτική επέκταση των τραπεζών και προέτρεπε τις αμερικάνικές επιχειρήσεις να μην χρηματοδοτούν τη διεθνή τους εξάπλωση. Η αγορά Ευρωδολαρίων αναπτύχθηκε για να παρέχει μια απαραίτητη υπηρεσία έξω από τον έλεγχο των αρχών των Η.Π.Α. Τα περισσότερα από αυτά τα εμπόδια έχουν τώρα αρθεί, αλλά η αγορά παραμένει ως μια ξεχωριστή οντότητα. Το δολάριο είναι ένα σημαντικό διεθνές νόμισμα, επομένως οι άνθρωποι έξω από τις Η.Π.Α. βρίσκουν τους εαυτούς τους σε ανάγκη να κάνουν και να λάβουν πληρωμές σε δολάρια. Καθώς το σύστημα πληρωμών είναι ένα πιστωτικό σύστημα, υπάρχει ανάγκη για μια διατραπεζική αγορά που ενώνει τις ελλειμματικές και τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες, ανάλογη με την αγορά διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας των Η.Π.Α.

Από τα πρώτα χρόνια εξάπλωσης της αγοράς ευρωδολαρίων υπήρχαν διαφορές στις αποδόσεις ιδίων τίτλων μεταξύ εγχώριας αγοράς και ευρωαγοράς που αποδίδονταν σε υψηλότερο κίνδυνο. Τρεις παράγοντες κινδύνου μπορούν να εντοπιστούν. Σε περίπτωση τραπεζικών κρίσεων η κεντρική τράπεζα της χώρας υποδοχής δεν εξασφαλίζει τις καταθέσεις ευρωνομισμάτων και δεν είναι ξεκάθαρο αν η κεντρική τράπεζα της χώρας προέλευσης προστατεύσει τις θυγατρικές τράπεζες στο εξωτερικό. Τέλος οι κίνδυνοι επιβολής περιορισμών ανά πάσα στιγμή από κυβερνήσεις της χώρας υποδοχής και προέλευσης είναι υπαρκτοί.

Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο είναι ότι τα ευρωδολάρια είναι ισοζύγια σε δολάρια που κρατιούνται από τράπεζες ή υποκαταστήματα τραπεζών έξω από τις ΗΠΑ, για τα οποία οι τράπεζες δεν κρατούν διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα και συνεπώς δεν έχουν άμεση πρόσβαση στη διευθέτηση τους μέσω του Fedwire. Αντί αυτού, τα ισοζύγια των ευρωδολαρίων ρυθμίζονται στο ιδιωτικό δίκτυο των CHIPS. Το κέντρο της παγκόσμιας αγοράς ευρωδολαρίων είναι το Λονδίνο, όχι η Νέα Υόρκη.

Το ακόλουθο παράδειγμα δείχνει πως τα ευρωδολάρια αυξάνονται όταν η αμερικάνικη εταιρεία Ford μεταφέρει μια κατάθεση από την Chase NY στην Citibank London.

**Πίνακας 4.19** 1ο παράδειγμα δημιουργίας Ευρωδολαρίων

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Ford** | | **Chase NY** | | **Citibank NY** | | **Citibank London** | |
| Ε | Π | Ε | Π | Ε | Π | Ε | Π |
| -10 Chase  +10 Citibank London |  | -10 διαθέσιμα | -10  Ford | +10 διαθέσιμα | +10 Citibank London | +10 Citibank NY | +10  Ford |

Επειδή η Citibank London δεν έχει λογαριασμό στην κεντρική τράπεζα της Νέας Υόρκης, αντί για αυτό διατηρεί ένα λογαριασμό στη Citibank NY τον οποίο χρησιμοποιεί για να δώσει και να λάβει πληρωμές σε δολάρια. Δέχεται την κατάθεση από την Ford πιστώνοντας το λογαριασμό της στη Νέα Υόρκη και επομένως επεκτείνοντας τον ισολογισμό της. Και η Citibank NY αποδέχεται αυτή την κατάθεση επεκτείνοντας την περιουσία της σε διαθέσιμα στην κεντρική τράπεζα. Όταν μιλάμε για eυρωδολάρια, μιλάμε για τον ισολογισμό της ευρωτράπεζας Citibank London.

Από την οπτική της κεντρικής τράπεζας της Νέας Υόρκης, αυτό που έχει συμβεί είναι μια χρέωση στο λογαριασμό της Chase NY και μια πίστωση στο λογαριασμό της Citibank NY, η οποία αφήνει τα ισοζύγια συνολικών διαθεσίμων στο σύστημα αμετάβλητα. Από μια άλλη οπτική πάντως, η συναλλαγή αυξάνει τα ισοζύγια σε δολάρια που διατηρούνται έξω από τη χώρα και τα οποία συνηθιζόταν να διατηρούνται εντός της χώρας. Εάν η τράπεζα που δέχεται την κατάθεση ήταν η ελβετική τράπεζα UBS παρά ένα υποκατάστημα της Citibank, ίσως το βλέπαμε πιο καθαρά στο επόμενο πίνακα.

**Πίνακας 4.20** 2ο παράδειγμα δημιουργίας Ευρωδολαρίων

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Ford** | | **Chase NY** | | **Citibank NY** | | **UBS** | |
| Στοιχεία Ενεργητικού | Παθητικό | Στοιχεία Ενεργητικού | Παθητικό | Στοιχεία Ενεργητικού | Παθητικό | Στοιχεία Ενεργητικού | Παθητικό |
| -10 Chase  +10 UBS |  | -10 διαθέσιμα | -10 Ford | +10 διαθέσιμα | +10 UBS | +10 Citibank ΝΥ  +δάνεια | +10 Ford  + καταθέσεις |

Εάν περιορίσουμε την προσοχή μας στις Η.Π.Α., βλέπουμε ότι έχει γίνει μια επέκταση του ισολογισμού της Citibank NY αλλά ακριβώς μια ισόποση συρρίκνωση του ισολογισμού της Chase NY. Πάντως έξω από τις Η.Π.Α. έχει υπάρξει μια επέκταση του ισολογισμού της UBS και όχι αντίστοιχη συρρίκνωση. Από μια παγκόσμια θεώρηση, έχει υπάρξει επέκταση της πίστης. Και αυτό είναι μόνο η αρχή. Αφού η UBS έχει διαθέσιμα στη Νέα Υόρκη, μπορεί τώρα να προχωρήσει να ασκεί τραπεζική εργασία εκφρασμένη σε δολάρια, και να δανείζει και να λαμβάνει καταθέσεις, έξω από τη χώρα.

Αλλά η αγορά Ευρωδολαρίων είναι παραπάνω από ένα σύστημα πληρωμής σε δολάρια χαρακτηρίζεται πολλές φορές ως η παγκόσμια αγορά χρήματος. Η εικόνα που δημιουργείται είναι οι ξένες τράπεζες να λαμβάνουν καταθέσεις και να δίνουν δάνεια, απαραίτητα και κύρια δρώντας ως διαπραγματευτές χρήματος στην παγκόσμια αγορά δολαρίου όπως φαίνεται στον ακόλουθο πίνακα.

**Πίνακας 4.21** Οι διαπραγματευτές στην αγορά ευρωδολαρίων

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Δανειζόμενος** | | **Dealer χρήματος** | | **Καταθέτης -Δανειστής** | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
|  | Δάνειο σε δολάρια | Δάνειο σε δολάρια | Κατάθεση σε δολάρια | Κατάθεση σε δολάρια |  |

Ο θεμελιώδης λόγος ύπαρξης της αγοράς Ευρωδολαρίων φαίνεται να είναι ότι οι ξένες τράπεζες έχουν πελάτες που θέλουν να κρατούν καταθέσεις σε δολάρια ή να δανείζονται σε δολάρια από αυτές. Αυτή η ζήτηση που καθοδηγείται από τους πελάτες ωθεί κάποιες από τις τράπεζες να έχουν μια φυσική πλεονασματική θέση (περισσότερες καταθέσεις σε δολάρια παρά δάνεια σε δολάρια) και άλλες τράπεζες να έχουν μια φυσική ελλειμματική θέση (περισσότερα δάνεια σε δολάρια παρά καταθέσεις). Θα μπορούσε η κάθε πλευρά να επιλύσει αυτή την ανισορροπία συναλλασσόμενη με κάποια τράπεζα των Η.Π.Α., αλλά φαίνεται γενικότερα ευκολότερο για αυτές να συναλλάσσονται μεταξύ τους, με τις πλεονασματικές τράπεζες να δανείζουν στις ελλειμματικές τράπεζες. Αυτό είναι που συμβαίνει στη διατραπεζική αγορά του Λονδίνου και το επιτόκιο της διατραπεζικής προσφοράς δολαρίων του Λονδίνου (LIBOR σε δολάρια), είναι το επιτόκιο που χρεώνεται σε αυτή την αγορά. Επομένως:

**Πίνακας 4.22** Παράδειγμα συναλλαγής ελλειμματικής με πλεονασματική τράπεζα

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Ελλειμματική Τράπεζα Citibank London** | |  | **Πλεονασματική Τράπεζα UBS** | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |  | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
| Δάνεια πελατών σε αμερικ. δολάρια | Κατάθεση Ευρωδολαρίων, UBS |  | Κατάθεση Ευρωδολαρίων, Citibank London | Δάνεια πελατών σε αμερικ. δολάρια |

Και η Citibank και η UBS ψάχνουν «ταιριασμένο βιβλίο» (matched book), το οποίο σημαίνει ότι το παθητικό τους σε δολάρια να είναι το ίδιο με το ενεργητικό τους σε δολάρια, καθώς αυτό τους προστατεύει από οποιαδήποτε μεταβολή στην αξία του δολαρίου. Επειδή οι φυσικές πελατειακές θέσεις τους στο παράδειγμα αντισταθμίζονται, μπορούν να επιτύχουν συμφωνημένο βιβλίο, συναλλασσόμενες μεταξύ τους στη διατραπεζική αγορά. Αυτό είναι ένα μη ασφαλισμένο δανείζεσθαι και όπως και στην αγορά διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας των Η.Π.Α. οι τράπεζες ελέγχουν τον κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου ελέγχοντας τα πιστωτικά όρια τους η μία της άλλης.

Δεν είναι πάντως αρκετά απλό να ταιριάξεις τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού με τα συνολικά στοιχεία του παθητικού. Ειδικά λαμβάνοντας υπόψη την ειδική ευαισθησία της αγοράς ευρωδολαρίων σε προβλήματα ρευστότητας λόγω της έλλειψης πρόσβασης στον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας των Η.Π.Α. Η ρευστότητα της αγοράς Ευρωδολαρίων εσχάτως εξαρτάται από την ικανότητα και την προθυμία των τραπεζών της Νέας Υόρκης να παρέχουν ρευστότητα όπως χρειάζεται παίρνοντας τα προβλήματα της αγοράς Ευρωδολαρίων στους δικούς τους ισολογισμούς. Η αβεβαιότητα αναφορικά με αυτή την ικανότητα και προθυμία κάνει τις τράπεζες ευρωδολαρίων να φροντίζουν να είναι συγχρονισμένες οι απαιτήσεις τους με τις υποχρεώσεις τους σε δολάρια. Αυτός είναι ο λόγος που οι καταθέσεις σε ευρωδολάρια γίνονται σε συγκεκριμένες ημερομηνίες, χωρίς να επιτρέπεται η πρόωρη ανάληψη. Η τράπεζα θέλει να ξέρει ακριβώς πότε θα συμβεί η εκροή μετρητών, ούτως ώστε να ετοιμαστεί να την αντιμετωπίσει.

## 

## 4.8 Άλλα προϊόντα της χρηματαγοράς

Τα προϊόντα της χρηματαγοράς είναι όπως έχουμε δει μέχρι στιγμής τίτλοι βραχυχρόνιας διάρκειας με χαμηλή απόδοση αλλά και κίνδυνο. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι στην αγορά ευρωνομισμάτων, η πλειοψηφία των τραπεζικών καταθέσεων λαμβάνει τη μορφή ***βραχυπρόθεσμων προθεσμιακών καταθέσεων*** (από μια εβδομάδα ως τρείς μήνες συνήθως). Ενώ στις διατραπεζικές αγορές η μεγάλη πλειοψηφία των προθεσμιακών καταθέσεων έχουν διάρκεια μεταξύ μιας ημέρας και μιας εβδομάδας.

Σε αντίθεση με αυτές τις προθεσμιακές καταθέσεις που είναι μη διαπραγματεύσιμες και η ακύρωση πριν την λήξη τους συνεπάγεται ένα κόστος, τα λεγόμενα ***πιστοποιητικά καταθέσεων*** (certificate of deposits) είναι τίτλοι διαπραγματεύσιμοι και συνεπώς εύκολα μεταβιβάσιμοι. Εκδίδονται από τις τράπεζες για συγκεκριμένο ποσό, με ημερομηνία λήξεως και με ορισμένο επιτόκιο σταθερό ή κυμαινόμενο. Ως αντιστάθμισμα της υψηλότερης ρευστότητας σε σχέση με τις προθεσμιακές καταθέσεις η απόδοση τους είναι ελαφρά χαμηλότερη από αυτές.

Αυτά τα προϊόντα ήταν η απάντηση των αμερικανικών εμπορικών τραπεζών στην κεντρική τράπεζα που τους υποχρέωνε να κρατάνε ένα ποσοστό των προθεσμιακών καταθέσεων ρευστά με άμεση συνέπεια την απώλεια τόκων για αυτές. Δεδομένου ότι αυτά τα πιστοποιητικά καταθέσεων δεν λογίζονται ως προθεσμιακές καταθέσεις απελευθερώνουν ένα σημαντικό κεφάλαιο των τραπεζών προς αποδοτική διαχείριση και αποτελούν ιστορικά μια από τις σημαντικές χρηματοοικονομικές καινοτομίες.

Μια άλλη σημαντική κατηγορία τίτλων της χρηματαγοράς είναι ***τα έντοκα γραμμάτια*** που μπορεί να έχουν εκδοθεί από ένα κράτος (Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου, ΕΓΔ) ή από κάποια επιχείρηση (Commercial Papers, CP). Τα πρώτα αποσκοπούν στην κάλυψη βραχυπρόθεσμων αναγκών (3,6,9, 12 μήνες) του δημοσίου και πολλές φορές χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή προηγούμενων δανείων του κράτους. Οπωσδήποτε το ύψος του επιτοκίου σε αυτούς τους τίτλους επηρεάζει τα επιτόκια άλλων παρόμοιων τραπεζικών προϊόντων. Σε πολλές χώρες το επιτόκιο αυτών των ΕΓΔ αποτελεί δείκτη της νομισματικής πολιτικής. Τα δεύτερα αποτελούν βραχυπρόθεσμες άνευ ασφαλείας υποχρεώσεις μεγάλων και γνωστών εταιριών με λήξη συνήθως από μια εβδομάδα έως τρεις μήνες. Αποτελούν πηγή άντλησης φτηνών κεφαλαίων για επιχειρήσεις με μεγάλη φήμη. Η απόδοση τους είναι συνήθως μεγαλύτερη από την απόδοση τραπεζικών καταθέσεων αλλά και ο κίνδυνος είναι σχετικά χαμηλός λόγω μικρής διάρκειας και υψηλής φερεγγυότητας του εκδότη. Ονομάζονται έντοκα γραμμάτια επειδή δεν υπάρχει ξεχωριστό τοκομερίδιο, ουσιαστικά ο τόκος εμπεριέχεται στην ονομαστική τιμή και γι αυτό λέμε ότι πωλούνται με έκπτωση (discount) από την ονομαστική τους αξία (face value).

Ένα ακόμη αξιόλογο εργαλείο χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις είναι οι λεγόμενες ***διευκολύνσεις έκδοσης γραμματίων*** (Notes Issuance Facilities - NIFs). Πρόκειται για γραμμάτια βραχυχρόνιας διάρκειας που εκδίδονται από το δανειζόμενο, και αγοράζονται στο σύνολο τους από τραπεζικούς οργανισμούς, οι οποίοι στην συνέχεια δρουν ως ανάδοχοι για την προώθηση των τίτλων στην αγορά. Αυτοί οι τραπεζικοί οργανισμοί ουσιαστικά παρέχουν μια διευκόλυνση στις επιχειρήσεις που είναι χρόνια πελάτες τους. Είναι πληρωτέα στον κομιστή και μπορούν να μεταπωληθούν. Σημαντικό ότι κάτω από αυτή τη διευκόλυνση ο δανειζόμενος μπορεί να αντλεί κεφάλαια για αρκετά χρόνια εκδίδοντας γραμμάτια στο όνομα του διάρκειας συνήθως από ένα έως έξι μήνες.

Bραχυχρόνια γραμμάτια που εκδίδονται από επιχειρήσεις οι οποίες έχουν τη δυνατότητα επιλογής του νομίσματος έκδοσης είναι τα ***ευρωγραμμάτια*** (EuroNotes). Μεγάλοι τραπεζικοί οργανισμοί είναι συνήθως οι αγοραστές αυτών των τίτλων που μεσολαβούν με κάποιο περιθώριο κέρδους και τους διοχετεύουν στην αγορά σε εταιρείες επενδύσεων και άλλους επενδυτές.

Τα ***γραμμάτια κυμαινόμενου επιτοκίου*** (Floating Rate Notes) **ε**ίναι διαπραγματεύσιμα ανώνυμα προϊόντα συγκεκριμένης λήξης, των οποίων το επιτόκιο ορίζεται κατά διαστήματα τριών ή έξι μηνών με βάση κάποιο δείκτη επιτοκίου (benchmark). Ένα παράδειγμα ενός τέτοιου δείκτη σε Ευρώ αποτελεί το επιτόκιο LIBOR (London Interbank Offer Rate) στην διατραπεζική σε ευρώ στο Λονδίνο. Όπως ακριβώς και στην περίπτωση ενός δανείου, το επιτόκιο αναφοράς καθορίζεται στην αρχή κάθε τοκοφόρου περιόδου. Το περιθώριο που δημιουργείται σε σχέση με τον δείκτη αναφοράς εκφράζει τον πιστωτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο ρευστότητας του εκδότη. Είναι ιδιαίτερα χρήσιμο εργαλείο επειδή για παράδειγμα ένα επενδυτής που προσδοκά άνοδο των επιτοκίων προτιμά να τοποθετηθεί σε τέτοιους τίτλους παρά να κλείσει τα κεφάλαια του σε ομόλογα σταθερού επιτοκίου για πολλά χρόνια. Κάθε φορά σε μια άνοδο του επιτοκίου θα επωφελείται σε τόκους. Από την άλλη επιχειρήσεις οι οποίες προβλέπουν πτώση επιτοκίων τους συμφέρει να εκδίδουν τέτοιους τίτλους γιατί αυτό συνεπάγεται χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης. Η εμφάνιση τους ήρθε σε εποχές υψηλού πληθωρισμού όπου οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις δυσκολεύανε. Στην αρχή κράτη εκδίδανε τέτοιους τίτλους που αγόραζαν συνήθως τράπεζες. Στην συνέχεια ακολούθησαν εκδόσεις επιχειρήσεων.

Οι λεγόμενες ***επιταγές αποδοχής τράπεζας*** (Bankers’ Acceptances) συνήθως προκύπτουν από συναλλαγές του διεθνούς εμπορίου και πρόκειται για βραχυχρόνια ανώνυμα γραμμάτια (χωρίς επιτόκιο) που αντιπροσωπεύουν την υποχρέωση ενός συγκεκριμένου τραπεζικού ιδρύματος. Δεδομένου ότι την αποπληρωμή τους εγγυάται το συγκεκριμένο τραπεζικό ίδρυμα ο πιστωτικός τους κίνδυνος είναι ελάχιστος. Ενώ πωλούνται με έκπτωση από την ονομαστική τους αξία όπως τα έντοκα γραμμάτια.

Τέλος ένα ακόμα εργαλείο για την διεκπεραίωση των εργασιών διεθνούς εμπορίου είναι οι **εγγυητικές επιστολές** (Letters of Credit, L/C**)**. Πρόκειται για ένα πιστοποιητικό που εκδίδεται από έναν τραπεζικό οργανισμό και με το οποίο πιστοποιείται η σύμφωνη γνώμη της τράπεζας: του εισαγωγέα να καταβάλλει σε καθορισμένη ημερομηνία, ένα συγκεκριμένο ποσό στον εξαγωγέα, με τον όρο να έχουν τηρηθεί επακριβώς οι προσυμφωνημένοι όροι πώλησης. Με κάποια προμήθεια που καταβάλλει ο εισαγωγέας δεν ρισκάρει ένα μεγάλο ποσό από κάποια συναλλαγή. Οι περισσότερες εγγυητικές επιστολές που εκδίδονται είναι ανέκκλητες ως εκ τούτου αποτελούν μια πολύ ισχυρή νομική δέσμευση για την τράπεζα που τις εκδίδει. Πολλές φορές οι τράπεζες χρησιμοποιούν εγγυητικές επιστολές οι οποίες τις επιτρέπουν να καταβάλλουν τα χρηματικά ποσά στον εξαγωγέα όχι ταυτόχρονα με την έκδοση της συναλλαγματικής αλλά σε καθορισμένο μελλοντικό χρόνο. Έτσι επιτρέπεται στον εισαγωγέα να αποκτήσει την κυριότητα των αγαθών και να τα πωλήσει πριν η τράπεζα του, καταβάλλει το τίμημα στον εξαγωγέα. Μ' αυτό τον τρόπο ο εισαγωγέας καταθέτει το απαιτούμενο ποσό που οφείλει στην τράπεζα, πριν αυτή πληρώσει τη συναλλαγματική. Έτσι η τράπεζα εξοφλεί τη συναλλαγματική με τα χρήματα του εισαγωγέα και όχι με δικά της κεφάλαια (Μελάς και Χρηστίδου, 1999).

## 4.9 Μετρώντας τις αποδόσεις των προϊόντων της χρηματαγοράς

Στην παρούσα ενότητα θα παρουσιάσουμε τις βασικές μεθόδους υπολογισμού των αποδόσεων της χρηματαγοράς. Δεδομένου ότι όταν κάποιος επενδύει ένα ποσό χρημάτων σήμερα περιμένει να λάβει ένα μεγαλύτερο ποσό στο μέλλον η απόδοση είναι αύξηση του ποσού εκφρασμένη ως ποσοστό της αρχικής επένδυσης σε ετήσια βάση. Στη πράξη αυτή η ιδέα λαμβάνει τρεις διαφορετικές μορφές ανάλογα με τον τύπο του τίτλου της χρηματαγοράς που θέλουμε να μελετήσουμε (Giddy, 1996).

Στην περίπτωση των τραπεζικών καταθέσεων χρησιμοποιείται ο ακόλουθος τύπος για τον υπολογισμό της απόδοσης. Όπου t οι ημέρες που απομένουν για τη λήξη.



Αν για παράδειγμα η πληρωμή τόκων είναι $25 για μια κατάθεση 90 ημερών 1000 Ευρωδολαρίων, η απόδοση αυτής της κατάθεσης θα είναι:



Βέβαια πρέπει να τονίσουμε ότι το μειονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι δεν λαμβάνει υπόψη τον ανατοκισμό.

Στην περίπτωση των εντόκων γραμματίων (ΕΓΔ, CP) αλλά και των επιταγών αποδοχής τράπεζας που πωλούνται με έκπτωση από την ονομαστική τους αξία μπορούμε να υπολογίσουμε την τιμή τους βάση του ακόλουθου τύπου:



Όπου, P η αγοραία τιμή του τίτλου, R η ονομαστική αξία, d είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) και t ο χρόνος για τη λήξη. Χρησιμοποιώντας αυτό τον τύπο και λύνοντας ως προ το επιτόκιο d, βρίσκουμε την απόδοση με την λεγόμενη μέθοδο του προεξοφλητικού επιτοκίου.



Έτσι για παράδειγμα προκειμένου να βρούμε ποιο είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο ενός ΕΓΔ που απομένουν 100 ημέρες ως τη λήξη του, με ονομαστική αξία $100000 εάν η αγοραία τιμή πώλησης του είναι $97569 εφαρμόζουμε τον ακόλουθο τύπο:



Τέλος στην περίπτωση των πιστοποιητικών καταθέσεων και στα γραμμάτια κυμαινόμενου επιτοκίου εφαρμόζουμε το λεγόμενο ισοδύναμο απόδοσης ομολόγου ή απόδοση στη λήξη (yield to maturity). Η απόδοση στην λήξη είναι το επιτόκιο εκείνο που εξισώνει την παρούσα αξία των μελλοντικών τόκων και κεφαλαίου με την τρέχουσα τιμή αγοράς του τίτλου.



Όπου, P είναι η τρέχουσα αγοραία τιμή του τίτλου, C είναι το ποσό των τόκων (τοκομερίδια) που καταβάλλεται ετησίως, n ο αριθμός των ετών που απομένουν ως τη λήξη και FV η ονομαστική αξία του τίτλου.

Στην περίπτωση όπου οι τόκοι καταβάλλονται m φορές το χρόνο (συνήθως κάθε 3 και κάθε 6 μήνες στις ευρωκαταθέσεις και στα γραμμάτια κυμαινόμενου επιτοκίου), ο τύπος τροποποιείται:



Για παράδειγμα προκειμένου να βρούμε ποια είναι η απόδοση στη λήξη ενός 18μηνου πιστοποιητικού καταθέσεων σε ευρωδολάρια που πωλείται στη τιμή των 99 με ετήσιο επιτόκιο 9% και οι τόκοι καταβάλλονται κάθε 3 μήνες, εργαζόμαστε ως εξής. Πρώτα καθορίζουμε τον αριθμό περιόδων καταβολής τόκων αφού πληρώνει 4 φορές το χρόνο για 18 μήνες δηλ. 1,5 χρόνια. Στη συνέχεια και χρησιμοποιώντας ένα λογιστικό φύλλο βρίσκουμε το i που ικανοποιεί την ακόλουθη εξίσωση:



Στην δικά μας περίπτωση το i είναι 9,72%.

## 4.10 Ο ρόλος των διαπραγματευτών τίτλων στην χρηματαγορά

Μια αγορά χαρακτηρίζεται ως ρευστή όταν μια μεμονωμένη συναλλαγή δε διαταράσσει τη συνέχεια της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, είναι μια αγορά στην οποία μπορείς να αγοράσεις και να πουλήσεις γρήγορα, ένα μεγάλο όγκο τίτλων, και χωρίς να αλλάξεις την τιμή κατά πολύ. Αυτό το χαρακτηριστικό των αγορών είναι καθοριστικό για την ομαλή λειτουργία της οικονομίας μας, τόσο σημαντικό που τείνει να λαμβάνεται ως δεδομένο. Ένας τρόπος για να καταλάβει κανείς την ιδέα της ρευστής αγοράς είναι επομένως να τη θεωρήσει ως συνέχεια στο χρονικό μονοπάτι της τιμής της αγοράς. Δεν υπάρχουν απότομα ανεβάσματα ή απότομα κατεβάσματα καθώς η τιμή εξελίσσεται στο χρόνο, όπως φαίνεται στο γράφημα 4.8.

**Γράφημα 4.8** Συνεχής και ασυνεχής ρευστή αγορά

|  |  |
| --- | --- |
| **Συνεχής Ρευστή Αγορά** | **Ασυνεχής Ρευστή Αγορά** |
|  |  |

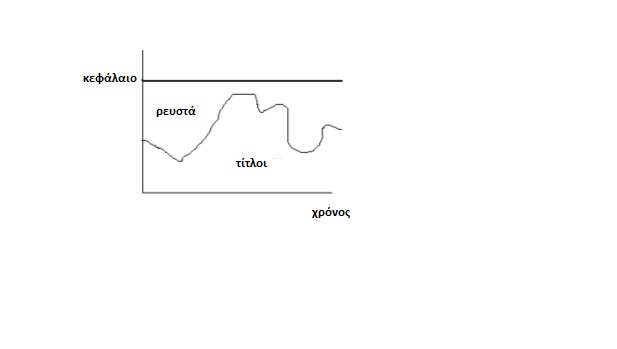
Ένας διαπραγματευτής τίτλων που συμπεριφέρεται ως οικονομική μονάδα σε μια πρωταρχική έκδοση των εταιρικών τίτλων αγοράζει τους τίτλους από τους εταιρικούς πελάτες σε μια τιμή και μετά τους πωλεί σε μια υψηλότερη τιμή στους πελάτες λιανικής του. Ιδιαίτερη αναφορά θα κάνουμε στους διαπραγματευτές δύο πλευρών οι οποίοι προσφέρονται να πουλήσουν και να αγοράσουν στην δευτερογενή αγορά. Οι διαπραγματευτές τίτλων παραθέτουν δύο τιμές – μια χαμηλότερη προσφορά να αγοράσουν και μια υψηλότερη προσφορά να πωλήσουν. Ο διαπραγματευτής της μιας πλευράς μόνο πωλεί, επομένως το μόνο που χρειάζεται είναι ένα απόθεμα του αγαθού που πωλεί. Όμως ο διαπραγματευτής «δύο πλευρών» επίσης αγοράζει, και επομένως επίσης χρειάζεται ένα απόθεμα μετρητών. Ας υποθέσουμε ότι ο διαπραγματευτής τίτλων κρατάει και μετρητά και τίτλους όπως φαίνεται στον ακόλουθο υποθετικό ισολογισμό.

**Πίνακας 4.23** Υποθετικός Ισολογισμός διαπραγματευτή

|  |  |
| --- | --- |
| Στοιχεία Ενεργητικού | Στοιχεία Παθητικού |
| Τίτλοι  Μετρητά | Κεφάλαιο |

Ο υποθετικός διαπραγματευτής χρησιμοποιεί αυτά τα αποθέματα για να απορροφήσει τις πιθανές μεταβολές/διακυμάνσεις στη ζήτηση και την προσφορά. Έτσι βλέπουμε γραφικά πώς αλλάζει στην διάρκεια του χρόνου το απόθεμα τίτλων και ρευστών για ένα διαπραγματευτή τίτλων.

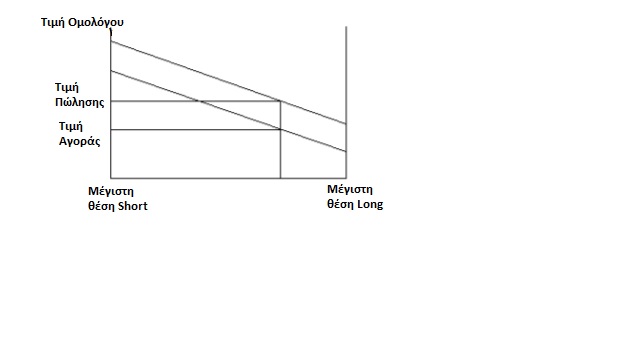
**Γράφημα 4.9** Διαχρονική εξέλιξη αποθέματος τίτλων και ρευστών



Ένας τρόπος για να εκτιμήσει κανείς αυτό που κάνουν οι διαπραγματευτές τίτλων είναι να σκεφτεί το τι θα γινόταν χωρίς αυτούς. Οι ανισορροπίες στην προσφορά και τη ζήτηση θα ανάγκαζαν τις τιμές να μεταβάλλονται ασταμάτητα, ή θα ωθούσε τους τελικούς προμηθευτές και καταναλωτές να περιμένουν για ανταπόκριση από την άλλη πλευρά. Η αγορά τίτλων θα έμοιαζε με την αγορά κατοικίας στην οποία οι μεμονωμένοι αγοραστές πρέπει να βρουν μεμονωμένους πωλητές και να διαπραγματευθούν μεμονωμένες συμφωνίες. Αντί αυτού, στην αγορά τίτλων, οι αγοραστές και οι πωλητές έχουν μόνο να βρουν έναν διαπραγματευτή, και ο διαπραγματευτής είναι αυτός που αναλαμβάνει την απέναντι πλευρά της συναλλαγής τους. Ο διαπραγματευτής διαμορφώνει ρευστές αγορές αγοράζοντας όταν υπάρχει υπερβάλλουσα πίεση για πωλήσεις, και πουλώντας όταν υπάρχει υπερβάλλουσα πίεση για να αγοράσουν. Οφείλει να δώσει προσοχή στις τιμές αγοράς και πώλησης εάν θέλει να επιβιώσει και να διασφαλίσει ότι δεν πληρώνει πάρα πολλά ή δεν πωλεί για πολύ μικρό αντάλλαγμα. Οι διαπραγματευτές επομένως λειτουργούν ώστε να εξομαλύνουν τις τιμές καθώς και για να διαμορφώνουν συνεχείς αγορές από ασυνεχείς ροές εντολών.

Στην διαδικασία διαμεσολάβησης για έναν διαπραγματευτή τίτλων εμφανίζονται δυο σημαντικοί κίνδυνοι. Ο πρώτος έχει να κάνει με μια διαχρονική αλλαγή στην θεμελιώδη αξία των τίτλων και αυτό μπορεί να επηρεάσει το απόθεμα τίτλων που έχει ο διαπραγματευτής τίτλων την στιγμή της αλλαγής. Αυτός ο κίνδυνος είναι γνωστός ως «κίνδυνος αποθέματος». Επιπλέον υπάρχει ο κίνδυνος ότι ένας πελάτης μπορεί να ξέρει περισσότερα από τον διαπραγματευτή, επομένως ο διαπραγματευτής θα αγοράζει σε πολύ υψηλή τιμή και θα πωλεί σε πολύ χαμηλή τιμή, γνωστός ως «κίνδυνος δυσμενούς επιλογής». Το περιθώριο στην τιμή προσφοράς-ζήτησης αντισταθμίζει κατά κάποιο τρόπο αυτό τον κίνδυνο, και σε καιρούς μεγάλης μεταβλητότητας βλέπουμε τους διαπραγματευτές να διευρύνουν αυτό το περιθώριο. Εξίσου σημαντική όμως, είναι και η ικανότητα του διαπραγματευτή να αλλάζει την τιμή καθώς αλλάζουν τα αποθέματα.Ο Treynor παρέχει ένα υπόδειγμα της λειτουργίας του διαπραγματευτή όπως φαίνεται στο γράφημα 4.10 (Mehrling, 2010).

**Γράφημα 4.10** Γραφική Αναπαράσταση του υποδείγματος του Treynor



Η τιμή πώλησης (offer price) βρίσκεται επάνω από την τιμή αγοράς (bid price), και το περιθώριο σημαίνει ότι ο διαπραγματευτής πάντα αγοράζει σε χαμηλή τιμή και πωλεί σε υψηλή. Το επίπεδο και των δύο τιμών επίσης αλλάζει με το απόθεμα. Στον οριζόντιο άξονα μετράμε το απόθεμα τίτλων προς τα δεξιά κινούμενοι ο διαπραγματευτής αυξάνει τα αποθέματα τίτλων του (long positions) ενώ προς τα αριστερά τα μειώνει (short positions). Χαμηλώνοντας την τιμή στην οποία είναι πρόθυμος να προσθέσει μια μεγάλη θέση long, προστατεύει τον εαυτό του από τον κίνδυνο ότι η τιμή μπορεί να πέσει. Αυξάνοντας την τιμή στην οποία είναι πρόθυμος να προσθέσει μια μεγάλη θέση short, προστατεύει τον εαυτό του από τον κίνδυνο ότι η τιμή μπορεί να ανέλθει και αυτός να είχε δεσμευτεί να την πουλήσει χαμηλά.

Τρία σημαντικά στοιχεία στο υπόδειγμα. Πρώτον, τα όρια της θέσης του διαπραγματευτή. Έχει περιορισμένο κεφάλαιο και περιορισμένη πίστη (από την εκκαθαριστική τράπεζα του) και επίσης ίσως περιορισμένη προτίμηση για κίνδυνο. Όλα αυτά λαμβάνονται υπόψη στα όρια των θέσεων, τη μέγιστη long και τη μέγιστη short θέση του. Δεύτερον, το λεγόμενο «εξωτερικό περιθώριο», που είναι η τιμή στην οποία οι βασιζόμενοι στην αξία τελικοί προμηθευτές και αγοραστές είναι πρόθυμοι να αγοράσουν και να πωλήσουν. Αυτό είναι ένα μεγάλο περιθώριο, ίσως +/-20% από τη θεμελιώδη αξία όπως αυτή εκτιμάται από τα λεγόμενα θεμελιώδη υποδείγματα. Όταν ο διαπραγματευτής φθάνει στα όρια της θέσης του, τότε ο βασιζόμενος στην αξία έμπορος μετατρέπεται σε διαμορφωτή αγοράς του λεγόμενο τελικού καταφυγίου. Για να το καταλάβουμε καλύτερα αυτό ας σκεφτούμε την κεντρική τράπεζα μιας χώρας όπου σε ιδιαίτερα δυσμενής καταστάσεις αυτή διαδραματίζει το καταφύγιο τελικής καταφυγής και είναι αυτή που κάνει τον dealer. Χαρακτηριστικό παράδειγμα η πρόσφατη κρίση στη Αμερική όπου η κεντρική τράπεζα αγόραζε τίτλους απευθείας από την αγορά επειδή δεν λειτουργούσε καλά η αγορά ομολόγων. Τρίτον, σημαντικές έννοιες η ρευστότητα της τιμής και η επικράτηση του κινδύνου δυσμενούς επιλογής. Μπορούμε να θεωρήσουμε τον διαπραγματευτή ως τροφοδότη ρευστότητας επειδή προσφέρει την επιλογή της διαπραγμάτευσης. Εάν θέλει κάποιος να κάνει συναλλαγές αυτός είναι πρόθυμος να πραγματοποιήσει συναλλαγές στις χρηματιστηριακές τιμές, προς οποιαδήποτε κατεύθυνση (πουλώντας ή αγοράζοντας), αλλά εάν δε θέλει να κάνει κάποιος συναλλαγές δεν υπάρχει πρόβλημα επίσης. Εξαρτάται από τον εκάστοτε αγοραστή ή πωλητή, όχι από τον διαπραγματευτή. Αυτός προσφέρει ρευστότητα κι αυτοί ζητάνε να πουλήσουν ή να αγοράσουν.

Βέβαια στην πραγματικότητα η μόχλευση είναι αυτή που επιτρέπει στους διαπραγματευτές να κρατούν σχεδόν καθόλου αποθέματα ούτε μετρητών ούτε τίτλων. Ο ανταγωνισμός μεταξύ διαπραγματευτών τους ωθεί να προσφέρουν ένα πολύ στενό «εσωτερικό περιθώριο», άρα το κέρδος σε κάθε συναλλαγή είναι πολύ μικρό και αντισταθμίζεται από τη μόχλευση. Ένα βήμα προς μεγαλύτερη μόχλευση είναι να μειώσεις τα αποθέματα σε μετρητά σε ένα ελάχιστο και αντί αυτού να βασισθείς στο δανείζεσθαι, επομένως ο ισολογισμός των διαπραγματευτών μοιάζει κάπως με ατό που παρουσιάζεται στον πίνακα 4.24.

**Πίνακας 4.24** Μορφή στοιχείων Ισολογισμού Διαπραγματευτών

|  |  |
| --- | --- |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
| Τίτλοι | Δάνεια |

Ένας διαπραγματευτής σαν αυτόν που μόλις περιγράψαμε βιώνει τη μεταβλητότητα στο μέγεθος του ισολογισμού του καθώς αγοράζει περισσότερους τίτλους για να απορροφήσει την πίεση για περισσότερες πωλήσεις, και μετά θα τις πουλούσε για να απορροφήσει την πίεση για αγορές. Όμως ιδανικά, οι διαπραγματευτές θα ήθελαν να μειώσουν τα αποθέματα σε μηδέν, και επομένως να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τον κίνδυνο αποθέματος, και μπορούν να το κάνουν ,αυτό μόνο αν κρατούν short θέσεις ισάριθμες με τις long θέσεις. Έτσι θα λέγαμε ότι οι διαπραγματευτές κινούνται όσο πιο κοντά μπορούν στον ακόλουθη ιδανική μορφή ισολογισμού.

**Πίνακας 4.25** Ιδανική μορφή στοιχείων Ισολογισμού Διαπραγματευτών

|  |  |
| --- | --- |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
| Αντίστροφο | Ρέπος |

Έξω από τον ισολογισμό του διαπραγματευτή υπάρχουν άλλες οικονομικές μονάδες που κρατούν αποθέματα τίτλων και μετρητών. Ο διαπραγματευτής έχει πρόσβαση στο απόθεμα των τίτλων χρησιμοποιώντας τα αντίστροφα ρέπος και στο απόθεμα των μετρητών χρησιμοποιώντας ρέπος. Μπορούμε να θεωρήσουμε το ρέπο ως σα να δανείζεται χρήμα για να χρηματοδοτήσει τις long θέσεις τίτλων του, και το αντίστροφο ως σα να δανείζεται εγγύηση για να χρηματοδοτήσει τις short θέσεις του.

Στην πραγματικότητα, οι διαπραγματευτές έχουν πολύ καλή πρόσβαση σε μετρητά (αγορά ρέπο) και σε τίτλους (αγορά αντιστρόφων) όταν τα χρειάζονται, επομένως μπορούν να συμπεριφέρονται σα να έχουν αποθέματα ακόμη κι αν τα αποθέματα είναι στα αλήθεια σε κάποιο μέρος έξω στην αγορά. Σε μια κρίση όμως, έχει σημασία πού είναι τα αποθέματα μετρητών και τίτλων. Τελικά η πρόσβαση σε μετρητά προέρχεται από τα υψηλότερα επίπεδα της ιεραρχίας, από τράπεζες, και η πρόσβαση σε τίτλους προέρχεται από χαμηλότερα στρώματα της ιεραρχίας, από κατόχους τίτλων. Επομένως ο διαπραγματευτής στην πραγματικότητα δρασκελίζει επίπεδα της νομισματικής ιεραρχίας. Τα πιο χαρακτηριστικά προβλήματα εμφανίζονται όταν ο διαπραγματευτής πρέπει να εμφανιστεί με χρήματα τα οποία έχει μετατρέψει σε ρέπος και τα έχει ξοδέψει. Εξαρτώνται από τις τράπεζες για αναχρηματοδότηση. Εν τω μεταξύ, σε φυσιολογικούς καιρούς, οι διαπραγματευτές διαμορφώνουν την αγορά μεταξύ μετρητών και τίτλων, όντες έτοιμοι να αναλάβουν την αντίθετη πλευρά των συναλλαγών τις οποίες άλλοι ίσως επιθυμούν να πραγματοποιήσουν.

Θα πρέπει σε αυτό το σημείο να τονίσουμε ότι το λεγόμενο «market making» είναι μια επαρκώς ανταγωνιστική διαδικασία κάνοντας την αποκομιδή κερδών μια δύσκολη εργασία. Το πραγματικό κέρδος στο επάγγελμα προέρχεται από τη συναλλαγή/ διαπραγμάτευση όσον αφορά την πληροφόρηση που παίρνει κανείς με το να ξέρει την κατάσταση της αγοράς καλύτερα από οποιονδήποτε άλλο, και με το να έχει προνομιακή πρόσβαση και σε χρήμα και σε τίτλους στην αγορά των ρέπος και αντιστρόφων που σημαίνει την ικανότητα να τοποθετηθεί σε μια θέση φθηνότερα από οποιονδήποτε άλλον. Οι διαπραγματευτές τίτλων λαμβάνουν «θέσεις» στην αγορά κερδοσκοπώντας πολλές φορές αναφορικά με το πώς οι τιμές θα μεταβληθούν στο μέλλον. Εσκεμμένα δεν προκαλούν ταίριασμα στο λογιστικό βιβλίο τους προσανατολίζοντας το προς την κατεύθυνση που θεωρούν επικερδή. Άλλοτε δηλαδή σε καθαρή θέση long ή short στους τίτλους. Πολλές φορές λαμβάνουν διαφορετικές θέσεις στην καμπύλη των επιτοκίων ανάλογα με τις εκτιμήσεις τους σχετικά με τις μελλοντικές κινήσεις της κεντρικής τράπεζας. Η συνέπεια αυτού του είδους της κερδοσκοπικής αγοραπωλησίας είναι ότι οι αγορές για μεμονωμένους τίτλους στην πραγματικότητα δεν είναι διακριτές μεταξύ τους, καθεμία με τη δική της ροή προσφοράς και ζήτησης αναγκάζει την τιμή να μεταβάλλεται. Οι κερδοσκόποι ενώνουν τις ξεχωριστές αγορές σε μια ενιαία αγορά, και πράττοντας αυτό έχουν σαν αποτέλεσμα αυτό που ονομάζουμε ρευστότητα. Η κερδοσκοπική αγοραπωλησία και η ρευστότητα είναι υπό αυτή την έννοια δύο πλευρές του ίδιου νομίσματος.

Στη χρηματοοικονομική θεωρία, αποτελεί κοινή πρακτική το να υποθέτουμε τέλεια κερδοσκοπική αγοραπωλησία, και επομένως επίσης πλήρη ρευστότητα. Τα στοιχεία του ενεργητικού υποθέτουμε ότι υφίστανται διαπραγμάτευση στη θεμελιώδη αξία τους καθώς οποιαδήποτε άλλη τιμή θα δημιουργούσε μια ευκαιρία κέρδους μέσω κερδοσκοπικής αγοραπωλησίας. Στην πραγματικότητα όμως, ο κόσμος που φαντάζονται οι θεωρητικοί των χρηματοοικονομικών είναι ένας κόσμος στον οποίο το εξωτερικό περιθώριο του βασισμένου στην θεμελιώδη αξία είναι πολύ στενό επομένως δεν υπάρχει ανάγκη ούτε χώρος για διαπραγματευτές. Στον πραγματικό κόσμο, οι συναλλαγές εκτός περιθωρίου είναι αρκετά ευρείς, οι διαπραγματευτές προσφέρουν τιμές μέσα σε αυτό το περιθώριο αλλά οι τιμές μπορούν να αποκλίνουν πολύ μακριά από τη θεμελιώδη αξία.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα του Treynor μπορούμε να υποθέσουμε ότι η θεμελιώδης αξία είναι η τιμή που οι διαπραγματευτές θα παρέθεταν εάν τα αποθέματα τους ήταν ακριβώς μηδέν, επομένως δεν εκτίθενται σε οποιονδήποτε κίνδυνο που σχετίζεται με τις τιμές. Έτσι το υπόδειγμα δείχνει τον τρόπο με τον οποίο η διαμόρφωση της αγοράς από τους διαπραγματευτές ωθεί την τιμή μακριά από τη θεμελιώδη αξία της, στη μία ή την άλλη πλευρά, κατά περισσότερο ή λιγότερο εξαρτώμενη από το μέγεθος του περιθωρίου εκτός αγοράς και τα μέγιστα όρια του διαπραγματευτή στις θέσεις long και short.

## 4.11 Μελέτες περίπτωσης Τραπεζικών Συστημάτων

Στην παρούσα ενότητα θα παρουσιάσουμε βασικά στοιχεία τόσο του Ευρωπαϊκού, του Αμερικάνικού όσο και του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος προκειμένου να δούμε σημαντικές διαφορές και ομοιότητες.

## 

## 4.11.1 Το Ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα

Οι τράπεζες έχουν έναν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη μέσα από την χρηματοδότηση των επενδύσεων. Στην Ευρώπη οι χρηματοδοτήσεις των επενδύσεων διενεργούνται κυρίως μέσω της διαμεσολάβησης των τραπεζών. Μια εθνική ευρωπαϊκή τράπεζα μπορεί να λειτουργήσει εκτός των εθνικών της συνόρων στο πλαίσια μιας ενιαίας ευρωπαϊκής τραπεζικής αγοράς. Στο πλαίσιο μιας ενιαίας ευρωπαϊκής τραπεζικής αγοράς, μια τράπεζα μπορεί:

* Να εγκαταστήσει ένα υποκατάστημα ή μια θυγατρική σε ένα άλλο ευρωπαϊκό κράτος.
* Να προσφέρει τραπεζικές υπηρεσίες απευθείας πέρα από τα εθνικά της σύνορα σε αλλά κράτη της Ευρώπης.
* Να θέσει μια στρατηγική σχέση συνεργασίας με έναν οργανισμό σε ένα άλλο κράτος.
* Να εγκαταστήσει διαφορετικές υπηρεσίες σε διάφορα κράτη της Ευρώπης.

Όμως η ενοποίηση των ευρωπαϊκών τραπεζικών αγορών δημιουργεί πολλά προβλήματα στην εποπτεία των τραπεζών (Goddard et al., 2007). Η ανάπτυξη των πανευρωπαϊκών τραπεζών θέτει πιέσεις κατά κύριο λόγο στις εθνικές αρμοδιότητες. Για παράδειγμα, όταν κλείνει μια τράπεζα που λειτούργει σε πολλές χώρες, οι μικρές χώρες δυσκολεύονται να αναλάβουν το κόστος της διάσωσης μιας μεγάλης διεθνούς τράπεζας. Ένα ακόμα σημαντικό ζήτημα είναι ότι η εποπτεία από την χώρα υποδοχής δημιουργεί δυσκολίες για τις διεθνείς τράπεζες όσον αφόρα την συμμόρφωση με τα διαφορετικά πρότυπα των διαφόρων χωρών.

Πάρα το γεγονός ότι οι διεθνείς τράπεζες υποδηλώνουν την ανάγκη για δημιουργία ενός πανευρωπαϊκού ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου, η πραγματοποίηση της φαίνεται αρκετά δύσκολη. Αντ' αυτού, η δημιουργία ενός ενιαίου εποπτικού φορέα για τους διεθνείς τραπεζικούς ομίλους έχει προταθεί. Σύμφωνα με την αρχή της επικουρικότητας, λαμβάνεται δράση σε ευρωπαϊκό επίπεδο μόνο όταν η εθνική δράση είναι αναποτελεσματική. Για αυτό μόνο ένα μικρό ποσοστό των τραπεζών της Ευρώπης είναι διεθνείς, ενώ υπάρχει ποικιλία σε εθνικό, περιφερειακό και τοπικό επίπεδο, ειδικά στη λιανική τραπεζική.

Οι πιο βασικές νομοθετικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν από το 1977 στην Ευρωπαϊκή Ένωση που ήταν ζωτικής σημασίας για την πορεία της ενιαίας τραπεζικής αγοράς παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα.

**Πίνακας 4.26** Βασικές Νομοθετικές εξελίξεις στην ΕΕ σχετικά με τις τράπεζες 1977-2008

|  |  |
| --- | --- |
| 1977: 1η Τραπεζική Οδηγία:   * Άρση των εμποδίων για την εγκατάσταση υποκαταστημάτων περάν των συνόρων της Ευρωπαϊκής Ένωσης. * Εναρμονισμένοι κανόνες για την αδειοδότηση των τραπεζών. * Βασικές ρυθμίσεις εποπτείας τραπεζών σε Ευρωπαϊκό επίπεδο. | 2000: Οδηγία Εδραίωσης των προηγούμενων ρυθμίσεων του τραπεζικού συστήματος. |
| 1988: Βασιλεία, Ρύθμιση Κεφαλαιακής Επάρκειας:   * Απαιτήσεις ελάχιστης κεφαλαιακής επάρκειας για τις τράπεζες (8%). * Σταθμίσεις ρίσκου με βάση τον τραπεζικό πιστωτικό κίνδυνο. | 2000: Οδηγία για το ηλεκτρονικό χρήμα:   * Πρόσβαση των μη-πιστωτικών οργανισμών στις χορηγήσεις του ηλεκτρονικού χρήματος. |
| 1988: Οδηγία για την απελευθέρωση των ροών κεφαλαίων:   * Ροές κεφαλαίων με εγγυήσεις για τις χώρες με προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών. | 2001: Οδηγία για την αναδιοργάνωση και την Εκκαθάριση των πιστωτικών ιδρυμάτων από το κράτος μέλος προέλευσης. |
| 1989: 2η Τραπεζική Οδηγία,   * Ενιαία Ευρωπαϊκή τραπεζική αδεία * Αρχές ελέγχου χώρας προέλευσης την τελική εποπτική εξουσία για την δραστηριότητα των τραπεζών τους έξω από την χώρα | 2001: Ρύθμιση για το Καταστατικό μιας Ευρωπαϊκής Εταιρείας:   * Τυπικοί κανόνες για την δημιουργία επιχειρήσεων σε όλη την Ευρώπη. |
| 1992: Οδηγία Μεγάλων Χρηματοδοτικών Ανοιγμάτων:   * Οι τράπεζες δεν πρέπει να δεσμεύουν περισσότερο του 25% των Ίδιων Κεφαλαίων τους σε μια μόνο επένδυση. * Οι συνολικοί πόροι που διατίθενται δεν πρέπει να υπερβαίνουν το 800% των ίδιων κεφαλαίων. | 2002: Οδηγία Χρηματοπιστωτικών Ομίλων:   * Εποπτικό πλαίσιο για μια ομάδα χρηματοπιστωτικών οντοτήτων που ασκούν διατομεακές δραστηριότητες (τράπεζες, ασφάλειες, χρεόγραφα). |
| 1993: Οδηγία για τις Επενδυτικές Υπηρεσίες:   * Νομοθετικό πλαίσιο για τις επιχειρήσεις επενδύσεων το οποίο προβλέπει ενιαίο διαβατήριο επενδυτικών υπηρεσιών. | 2004: Νέα Οδηγία Εξαγοράς στην Ευρώπη:   * Κοινό πλαίσιο για διασυνοριακές προσφορές εξαγοράς. |
| 1994: Οδηγία πάνω στα Συστήματα Εγγύησης Καταθέσεων:   * Ελάχιστη εγγυημένη προστασία του επενδυτή σε περίπτωση χρεοκοπίας τράπεζας. | 2005-2010: Λευκή Βίβλος για την Πολιτική Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών:   * Εδραίωση των ρυθμίσεων και της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. |
| 1999: Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (FSAP): Νομοθετικό πλαίσιο για την Ενιαία Αγορά στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. | 2006-2008: Οδηγία Κεφαλαιακών Απαιτήσεων:   * Ενημερώσεις της Βασιλείας Ι και ενσωμάτωση μέτρων προτεινόμενων στην Βασιλεία ΙΙ. * Βελτιωμένη συνοχή των διεθνών κανονισμών κεφαλαίου. Βελτιωμένη ευαισθησία στον κίνδυνο των ρυθμισμένων κεφαλαίων. * Προώθηση βελτιωμένων πρακτικών διαχείρισης κινδύνων μεταξύ των διεθνών τραπεζών. |

Κατά τα έτη 1995-2004, ο τραπεζικός τομέας αναπτύχθηκε ραγδαία στην Ευρωπαϊκή Ένωση.Tο Λουξεμβούργο έχει ένα από τα πιο αναπτυγμένα τραπεζικά συστήματα ωστόσο, υπέστη μια μείωση τα τελευταία χρόνια. Η Κύπρος και η Μάλτα παρουσιάζουν συγκριτικά με τους υπόλοιπους ένα πιο αδύναμο τραπεζικό σύστημα. Αυτό δυστυχώς έγινε ιδιαίτερα αντιλυπτό στη περίπτωση της Κύπρου με το κούρεμα των καταθέσεων μετά την κατάρρευση μεγάλων κυπριακών τραπεζών. Η Τσεχική Δημοκρατία και η Σλοβακία ξεχωρίζουν ως οι δύο οικονομίες με τα ισχυρότερα τραπεζικά συστήματα που είναι αποτέλεσμα της ύπαρξης ενός σημαντικού τραπεζικού συστήματος υπό το προηγούμενο σοσιαλιστικό καθεστώς. Σύμφωνα με τους Bartiloro et al., (2005) στις δύο αυτές χώρες, μαζί με το Λουξεμβούργο, παρατηρείται μια μείωση των τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων, η μείωση μπορεί να εξηγηθεί από την αύξηση του ανταγωνισμού στο εσωτερικό του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στο άλλο άκρο από πλευράς ανταγωνισμού είναι η Λιθουανία και χώρες όπως η Πολωνία και η Ουγγαρία.

Σε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ υπήρξε μια αύξηση των δανείων το διάστημα από το 1994 έως το 2005. Το υψηλότερο επίπεδο τραπεζικού δανεισμού παρατηρήθηκε στο Λουξεμβούργο και στην Ιρλανδία. Υψηλό επίπεδο δανεισμού παρατηρήθηκε, επίσης, στη Γερμανία και στις Κάτω Χώρες. Στις μεταβατικές οικονομίες είναι πολύ χαμηλό, ακόμη και στην Τσεχική Δημοκρατία, όπου οφείλεται στην έντονη οικονομική ύφεση.

Η αύξηση των καταθέσεων από 58% το 1995 σε 116% το 2004 προϋποθέτει την ισχυροποίηση του τραπεζικού τομέα στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Το Λουξεμβούργο και η Δανία ήταν οι χώρες, όπου η αναλογία μειώθηκε. Στην περίπτωση της Δανίας, η κατάσταση σταθεροποιήθηκε το 2002. Ενώ στην περίπτωση του Λουξεμβούργου, η μείωση των τραπεζικών καταθέσεων μπορεί να εξηγηθεί από την αλλαγή της φορολογικής νομοθεσίας. Αύξηση των καταθέσεων παρατηρήθηκε στις ταχέως αναπτυσσόμενες οικονομίες, όπως η Ιρλανδία, η Ελλάδα και η Ισπανία. Στην περίπτωση της Πολωνίας, μόνο το 60% του πληθυσμού είχε έναν τραπεζικό λογαριασμό το 2004. Αντιθέτως η Τσεχική Δημοκρατία εμφανίζει υψηλές καταθέσεις. Χαρακτηριστικό όμως ήταν το γεγονός της ραγδαίας απόσυρσης των καταθέσεων από το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα με το ξέσπασμα της Ελληνικής κρίσης δείχνοντας πόσο γρήγορα μπορεί να αλλάξει μια εικόνα λόγω άρσης της εμπιστοσύνης.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση ο αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων έχει μειωθεί κατά τις τελευταίες δεκαετίες περισσότερο από 27%. Ο μεγάλος αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων βρίσκεται μεταξύ των τραπεζών της Γερμανίας, της Γαλλίας και της Ιταλίας. Οι σημαντικότερες μειώσεις σημειώθηκαν στη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Ο αριθμός μειώθηκε λόγω της εξαγοράς των εγχώριων εμπορικών τραπεζών από ξένους επενδυτές ή των συγχωνεύσεων μεταξύ των περιφερειακών τραπεζών. Ωστόσο, την ίδια στιγμή η Σουηδία και η Ιρλανδία αναφέρουν μια σημαντική αύξηση του αριθμού των πιστωτικών ιδρυμάτων, ενώ παραμένει σταθερός στη Δανία και τη Φινλανδία. Σε άλλες χώρες, ο αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων μειώθηκε με σημαντικές μειώσεις περίπου 50% στην Πολωνία, την Εσθονία, τη Σλοβενία και τη Λετονία. Παρά την πτωτική τάση στην ΕΕ, ο αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων παραμένει μεγάλος σε σύγκριση με τις ΗΠΑ ή την Ιαπωνία. Οι κυβερνήσεις ενθαρρύνουν τις εγχώριες τράπεζες να συγχωνευθούν ιδιαίτερα αν υπάρχει απειλή από ξένους επενδυτές. Κατά τους Bartiloro et al., (2005) το επίπεδο ξένης ιδιοκτησίας το 2004 ήταν πολύ υψηλό στην Εσθονία, την Τσεχική Δημοκρατία, τη Σλοβακία, την Ουγγαρία και το Λουξεμβούργο, ενώ είναι περίπου 50% στη Κύπρο, το Ηνωμένο Βασίλειο και μόνο 6% στη Γερμανία.

Προχωρώντας χρονικά στα πρόσφατα έτη μετά το ξέσπασμα της κρίσης της δευτερογενούς αγοράς στεγαστικών δανείων στην Αμερική το καλοκαίρι του 2007, οι Ευρωπαϊκές τράπεζες επηρεάστηκαν έντονα λόγω του γεγονότος ότι μέσω της τιτλοποίησης συγκεντρώθηκαν οι ιδιωτικοί τίτλοι των ΗΠΑ στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χωρών όπως η Γερμανία, η Γαλλία, η Ελβετία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Έτσι, οι παγκόσμιες ευρωπαϊκές τράπεζες επέκτειναν τους ισολογισμούς τους και αύξησαν τον δανεισμό εντός και εκτός Ευρώπης (Noeth & Sengupta, 2012). Στις περιφερειακές χώρες της ζώνης του ευρώ (Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Πορτογαλία και Ισπανία) παρατηρήθηκε αύξηση των εισροών κεφαλαίων από τράπεζες άλλων χωρών (δηλαδή τη Γαλλία, τη Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ελβετία), την εποχή της οικονομικής κρίσης στις ΗΠΑ. Έτσι μετά την κατάρρευση, οι ευρωπαϊκές τράπεζες δεν γλίτωσαν από την ταχεία απομόχλευση που ακολούθησε.

Για κάθε ευρωπαϊκό έθνος, περισσότερο από το ήμισυ των εταιρικών χρεών εμφανίζεται υπό τη μορφή επιχειρηματικών δανείων από τις τράπεζες. Σε σύγκριση, ο ίδιος αριθμός για τις ΗΠΑ είναι μικρότερος από 20%. Ενώ οι αμερικανικές εταιρείες έχουν συνήθως άμεση πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις εξαρτώνται από τη χρηματοδότηση μέσω τραπεζικής διαμεσολάβησης. Αυτό το χαρακτηριστικό συνεπάγεται ότι οι επιπτώσεις της απομόχλευσης του τραπεζικού τομέα είναι μεγαλύτερες στην Ευρώπη από τις ΗΠΑ. Ορισμένες ευρωπαϊκές τράπεζες έχουν περιουσιακά στοιχεία μεγαλύτερα από το ΑΕΠ της χώρας τους. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τις τράπεζες των ΗΠΑ, όπου η αναλογία αυτή είναι μικρή. Έτσι, οι επενδυτές βλέπουν ότι η εθνική εγγύηση διάσωσης δεν είναι πλέον αξιόπιστη. Αυτό όμως άρχισε να επηρεάζει την χρηματοδότηση στην διατραπεζική με αποτέλεσμα να επηρεάζονται αρνητικά οι τράπεζες των μικρότερων χωρών όπως για παράδειγμα οι Ελληνικές. Το κόστος χρηματοδότησης τους άρχισε να αυξάνεται και να εμφανίζεται το λεγόμενο Ελληνικό πρόβλημα το οποίο γρήγορα εξελίχθηκε σε κρίση χρέους χωρών Ευρωζώνης. Στα έτη 2010-2012, η Ευρώπη χαρακτηρίζεται από εκροές από τις τράπεζες στην Ιρλανδία, την Ιταλία, την Ελλάδα και Ισπανία προς σε εκείνες στη Γερμανία και τη Γαλλία. Η πληγείσα χώρα βρίσκεται αντιμέτωπη με μια έλλειψη σε πηγές χρηματοδότησης που συνοδεύεται από τη φυγή κεφαλαίων και εδώ ήταν καταλυτική η παρέμβαση της ΕΚΤ. Στον απόηχο της κρίσης, η ΕΚΤ άλλαξε τον τρόπο με τον οποίο διεξήγαγε τις πράξεις επαναγοράς (repos) ώστε να επεκτείνει μεγάλες ποσότητες ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα. Η ΕΚΤ επεκτάθηκε επίσης στο σύνολο των ενεχύρων για τις μακροπρόθεσμες πράξεις επαναγοράς. Οι τράπεζες που κατέχουν δημόσιο χρέος απέκτησαν σημαντική πρόσβαση σε ρευστότητα, αλλά και η πολιτική αυτή στόχο είχε να δώσει κίνητρα για τις ευρωπαϊκές τράπεζες να κατέχουν περισσότερα κρατικά ομόλογα (Noeth &Sengupta, 2012).

## 4.11.2 Το Αμερικανικό τραπεζικό σύστημα

Το αμερικάνικο τραπεζικό σύστημα είναι το μεγαλύτερο στον κόσμο, αφού διαθέτει περίπου 90.000 υποκαταστήματα και 371.000 ATMs, ενώ είναι και αρκετά διαφορετικό σε σχέση με τις περισσότερες δυτικές χώρες. Ξεκινώντας μια σύντομη ιστορική ανασκόπηση του Αμερικανικού τραπεζικού συστήματος στις περισσότερες πολιτείες της πρώιμης ομοσπονδιακής ένωσης, οι τράπεζες χρειάζονταν ειδική άδεια απ’ την κυβέρνηση της εκάστοτε πολιτείας έτσι ώστε να μπορούν να ανοίξουν και να λειτουργήσουν. Η πρώτη κεντρική τράπεζα ιδρύθηκε το 1791 με πρωτοβουλία του πρώτου Υπουργού Οικονομικών των Η.Π.Α. Alexander Hamilton. Ακόμη μια δεύτερη τράπεζα ιδρύθηκε το 1816 αλλά σταμάτησε την λειτουργία της το 1832 αναλαμβάνοντας την εποπτεία των τραπεζών οι κυβερνήσεις των πολιτειών. Εκείνη την εποχή οι τραπεζίτες στις πόλεις ήταν αρκετά επιφυλακτικοί όσον αφορά τους δανειστές και το διάστημα δανεισμού. Συνήθως πραγματοποιούσαν μόνο βραχυπρόθεσμους δανεισμούς. Το ίδιο όμως δεν συνέβαινε και σε αγροτικές περιοχές όπου πραγματοποιούνταν και μακροπρόθεσμοι δανεισμοί.

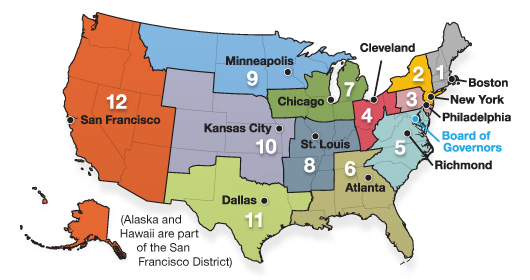
Τα τραπεζογραμμάτια ήταν μετατρέψιμα σε μετρητά, χρυσό ή ασήμι ανάλογα με την προτίμηση του πελάτη. Το πρόβλημα όμως των τραπεζών ήταν ότι πολλές εξ αυτών δεν είχαν αρκετά μετρητά για να εξαγοράσουν το συνάλλαγμα τους και οι κάτοχοι των τραπεζογραμματίων στην ουσία κατείχαν άχρηστα γραμμάτια. Σαν αποτέλεσμα, εκατοντάδες τραπεζών είχαν πτωχεύσει και υπήρχε έντονη απαίτηση για την δημιουργία ενός ενιαίου εθνικού νομίσματος. Το 1864 ο Πρόεδρος Lincoln αναθεωρώντας το νόμο του εθνικού νομίσματος του 1863 εγκαθίδρυσε ένα νέο τραπεζικό σύστημα με την χρησιμοποίηση ενός Χρηματοοικονομικού Υπεύθυνου του Νομίσματος που οργάνωνε και επιτηρούσε το σύστημα μέσω εξετάσεων και κανονισμών.Οι εθνικές τράπεζες αγόραζαν χρεόγραφα της αμερικανικής κυβέρνησης και τα κατέθεταν στον Χρηματοοικονομικό Υπεύθυνο για να λάβουν τραπεζογραμμάτια. Έτσι τα γραμμάτια κυκλοφορούσαν στην οικονομία. Στην σπάνια περίπτωση που μία τράπεζα πτώχευε, η κυβέρνηση πουλούσε χρεόγραφα που είχε σαν απόθεμα και αποζημίωνε τους κατόχους των γραμματίων.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Federal Reserve System ή Federal Reserve ή γνωστή ανεπίσημα και ως Fed ), είναι το κεντρικό τραπεζικό σύστημα των Ηνωμένων Πολιτειών. Ιδρύθηκε στις 23 Δεκεμβρίου 1913 με την ψήφιση του νόμου Federal Reserve Act. Με αυτόν τον νόμο το κογκρέσο καθιέρωσε ένα κεντρικό τραπεζικό σύστημα, που βοήθα να διαχειριστεί καλύτερα το έθνος τα χρήματα του και να αναπτυχθεί παγκοσμίως. Πρόεδρος ήταν τότε ο Woodrow Wilson. Το κεντρικό κτίριο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, είναι στην Washington, D.C. Τα καθήκοντα της εκτείνονται σε τέσσερις τομείς:

* Να συγκροτεί τη νομισματική πολιτική του κράτους επιδιώκοντας μέγιστη απασχόληση, σταθερές τιμές.
* Να επιτηρεί και να ρυθμίζει τα τραπεζικά ιδρύματα και να διασφαλίζει την ασφάλεια και την ορθότητα του εθνικού τραπεζικού και οικονομικού συστήματος.
* Να διατηρεί την σταθερότητα του οικονομικού συστήματος αντιμετωπίζοντας αποτελεσματικά κινδύνους που μπορεί να προκύψουν από τις αγορές.
* Να παρέχει οικονομικές υπηρεσίες σε ιδρύματα καταθέσεων, στην αμερικανική κυβέρνηση, σε επίσημα ξένα ιδρύματα καθώς και να διαδραματίζει κυρίαρχο ρόλο στην λειτουργία του εθνικού συστήματος πληρωμών.

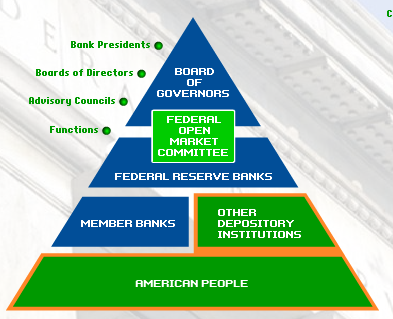
Υπάρχουν 12 Ομοσπονδιακές Κεντρικές Τράπεζες και τα υποκαταστήματά τους, απ’ τις οποίες, η καθεμία είναι υπεύθυνη για μία συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή (γράφημα 4.11) και όλες μαζί διενεργούν μια σειρά θεμάτων όπως η διανομή του νομίσματος και ο ρόλος του τραπεζίτη του υπουργείου οικονομικών.

**Γράφημα 4.11** Οι 12 ομοσπονδιακές τράπεζες



Η αρχιτεκτονική του τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ παρουσιάζεται στο ακόλουθο γράφημα. Το λεγόμενο «Board of Governors» είναι επταμελές σώμα που ορίζεται από τον πρόεδρο των Ηνωμένων πολιτειών και εγκρίνεται από την γερουσία. Καθορίζει το ποσοστό των υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων και εγκρίνει το επιτόκιο νομισματικής πολιτικής που θέτουν οι 12 μελής ομοσπονδιακές τράπεζες.

**Γράφημα 4.12** Η αρχιτεκτονική του τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ



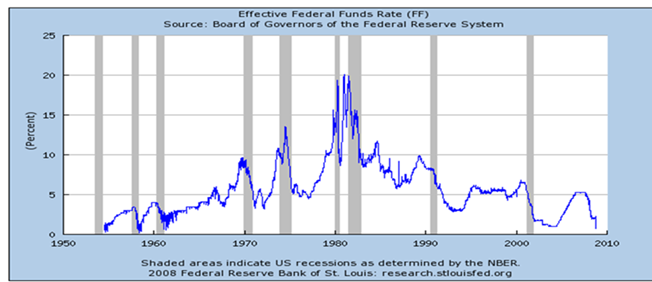
**Πηγή:** Federal Reserve of St. Louis

Επίσης τα μέλη του μαζί με τους διοικητές της ομοσπονδιακής τράπεζας της Νέας Υόρκης και τεσσάρων ακόμα ομοσπονδιακών τραπεζών κάνουν την επιτροπή ανοικτής αγοράς (Federal open market committee, FOMC) η οποία αγοράζει και πουλάει ομόλογα επηρεάζοντας την ποσότητα του χρήματος στην οικονομία. Οι διοικητές των δώδεκα ομοσπονδιακών τραπεζών καθορίζονται τρεις από το “Board of Governors” και εννέα από περίπου 4800 μέλη εμπορικών τραπεζών. Εκτός από τα μέλη του ομοσπονδιακού συστήματος υπάρχουν και άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί.

Οι εμπορικές τράπεζες μπορούν να χωριστούν σε τρεις κατηγορίες ανάλογα με το σε ποιο κυβερνητικό σώμα ανήκουν και με το αν είναι μέλη του Ομοσπονδιακού Τραπεζικού Συστήματος. Αυτές που ανήκουν στην κυβέρνηση είναι εθνικές τράπεζες και είναι μέλη του Ομοσπονδιακού Τραπεζικού Συστήματος. Εκείνες που ανήκουν στις πολιτείες χωρίζονται σε αυτές που είναι μέλη του Ομοσπονδιακού Τραπεζικού Συστήματος και σε αυτές που δεν είναι (γράφημα 4.12). Οι τράπεζες που ανήκουν στις πολιτείες δεν είναι απαραίτητο να ενταχθούν στο Ομοσπονδιακό Τραπεζικό Σύστημα αλλά μπορούν να επιλεγούν εφόσον πληρούν τις προϋποθέσεις που έχει θέσει το κυβερνητικό συμβούλιο. Είναι υποχρέωση των μελών του Ομοσπονδιακού Τραπεζικού Συστήματος το σύνολο των μετοχών να μην πωληθούν ή να χρησιμοποιηθούν σαν εγγύηση σε δάνειο. Οι τράπεζες-μέλη λαμβάνουν ένα ετήσιο μερίδιο της τάξεως του 6% στο σύνολο των μετοχών τους. Οι μετοχές δεν είναι διαθέσιμες προς πώληση σε άτομα ή επιχειρήσεις.

Το επιτόκιο στο οποίο στοχεύει η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ είναι το λεγόμενο Effective Federal Fund Rate η χρονική εξέλιξη του οποίου παρουσιάζεται μαζί με τις περιόδους υφέσεων όπως ορίζονται από το NBER (γκρι σκίαση) στο ακόλουθο γράφημα.

**Γράφημα 4.13** Το επιτόκιο στόχευσης της Fed



**Πηγή:** Fed of St. Louis

Η αρχή της παγκόσμιας ύφεσης το 1929 ήταν καταστροφική για το τραπεζικό σύστημα. Στα τέλη του 1931 περισσότερες από 1.000 αμερικανικές τράπεζες είχαν πτωχεύσει, αφού οι δανειστές αδυνατούσαν να πληρώσουν και η αξία των ενεργητικών των τραπεζών μειωνόταν. Το γεγονός αυτό δημιούργησε πανικό στο εσωτερικό της χώρας με αποτέλεσμα την συσσώρευση πελατών εκτός των τραπεζών με την ελπίδα να αποσύρουν όσα μετρητά μπορούσαν μέχρι οι τράπεζες να αδυνατούν να πληρώσουν. Τον Ιούνιο του 1933, το Κογκρέσο θέσπισε την ομοσπονδιακή ασφάλιση των καταθέσεων. Οι λογαριασμοί καλύφθηκαν μέχρι και $2.500 ανά καταθέτη ενώ κι άλλοι νόμοι συντάχθηκαν με στόχο την ρύθμιση των τραπεζικών δραστηριοτήτων και του ανταγωνισμού, έχοντας ως πρώτο μέλημα τον περιορισμό των κινδύνων για τις τράπεζες και τον καθησυχασμό του κοινού.

**Εικόνα 4.1** Οι ουρές έξω από τις τράπεζες στην κρίση του 1929-1931



**Πηγή:** Fed of St. Louis

Απ’ το 1975 και έπειτα το τραπεζικό σύστημα έχει υποστεί σαρωτικές αλλαγές. Η τεχνολογία παίζει πλέον κυρίαρχο ρόλο στον τρόπο με τον οποίο οι αμερικανοί πολίτες αποκτούν υπηρεσίες από τις τράπεζες. Το γραφείο του Χρηματοοικονομικού Υπεύθυνου του Νομίσματος (OCC) επιβλέπει τις τράπεζες και επιβάλλει ομοσπονδιακούς τραπεζικούς νόμους, ενώ ταυτόχρονα διεξάγει οικονομικές έρευνές. Η Ομοσπονδιακή Κεντρική Τράπεζα είναι υπεύθυνη για την επιτήρηση και την ρύθμιση των ακόλουθων τμημάτων της τραπεζικής βιομηχανίας έτσι ώστε να διασφαλίζει τις τραπεζικές τους συναλλαγές και την συμμόρφωση τους στους νόμους: Βασικός στόχος της Fed είναι η διασφάλιση ενός ασφαλούς, υγιούς και ανταγωνιστικού τραπεζικού συστήματος.

## 4.11.3 Το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα

Στην ενότητα αυτή θα κάνουμε μια σύντομη περιγραφή της ιστορικής εξέλιξης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Στην συνέχεια θα αναφερθούμε στην δομή του και στις πρόσφατες εξελίξεις του.

***Ιστορική Εξέλιξη***

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ξεκίνησε τη λειτουργία του σχεδόν ταυτόχρονα με τη δημιουργία του νεοσύστατου Ελληνικού κράτους. Το 1828 ιδρύθηκε η Εθνική Χρηματιστική Τράπεζα, η οποία όμως διαλύθηκε το 1834. Το 1841 ιδρύθηκε η πρώτη Ελληνική εμπορική τράπεζα, η Εθνική τράπεζα της Ελλάδος, που αποτέλεσε το πρώτο ουσιαστικά πιστωτικό ίδρυμα της Ελλάδας (Δερτιλής, 1980).

Το 1893 ιδρύεται η Τράπεζα Αθηνών η οποία αποτελεί την πρώτη ελληνική τράπεζα καταθέσεων. Αποτελούσε τον κύριο ανταγωνιστή της Εθνικής μέχρι τη συγχώνευση με αυτήν το 1953. Το 1907 ιδρύεται η Εμπορική Τράπεζα. Ενώ το 1916 δημιουργείται η Τράπεζα Πειραιώς που ως το 1960 λειτουργούσε ως ιδιωτική τράπεζα (Δερτιλής, 2005).

Το 1927 ακολουθεί η ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος η οποία γίνεται η κεντρική τράπεζα της χώρας. Μετά την περίοδο της κατοχής το ελληνικό τραπεζικό σύστημα υπολειτουργούσε (Κωστής, 2003). Την περίοδο 1968-1974 αρχίζει η είσοδος ξένων τραπεζών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, εκτός από την American Express που είχε ιδρυθεί τη δεκαετία του 1920. Με την αποκατάσταση της δημοκρατίας παρατηρείται μεγέθυνση του τραπεζικού συστήματος. Προς τα τέλη της δεκαετίας του 1980 ξεκινά μια διαδικασία σταδιακής απορρύθμισης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος μέσα από την απελευθέρωση των αγορών, υποκινούμενη από τις διεθνείς εξελίξεις και την ανάγκη συμμετοχής της Ελλάδας στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά (Νούλας, 2005). Η πρώτη προσπάθεια έλαβε χώρα το 1981 με την «Επιτροπή Χαρισσοπούλου», αλλά τις βάσεις για ουσιαστικές αλλαγές έθεσε η «Έκθεση της Επιτροπής Καρατζά» το 1987, που πρότεινε την απαγκίστρωση των ελληνικών τραπεζών από την Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) και την κρατική εξουσία κατ’ επέκταση.

Στις αρχές της δεκαετίας του ’90 οι τράπεζες ήρθαν αντιμέτωπες με υψηλά επίπεδα πληθωρισμού, αυξημένα επιτόκια και μειωμένη επενδυτική δραστηριότητα. Επόμενο ήταν να ακολουθήσει μια περίοδος ζωτικών αλλαγών, με τον παραδοσιακό τραπεζικό τομέα να δίνει τη θέση του σε μια πιο σύγχρονη μορφή προσφέροντας πλέον ανταγωνιστικά και καινοτόμα προϊόντα και υπηρεσίες. Σε αυτό συνέβαλε και η Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία (Οδηγία 89/646/ΕΟΚ) το 1989 που αφορούσε την εγκατάσταση, τη λειτουργία και την εποπτεία των τραπεζικών ιδρυμάτων (Tsionas, et al., 2003), αλλά και την επέκταση των τραπεζικών εργασιών στις ασφαλιστικές και επενδυτικές υπηρεσίες (Liargovas, Repousis, 2011; Mylonidis & Kelnikola, 2005). Η ενσωμάτωση των παραπάνω οδηγιών στην ελληνική τραπεζική νομοθεσία, έθεσε τις βάσεις για την απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Πράγματι, κατά τη δεκαετία του 1990 σημειώθηκαν σημαντικές αλλαγές όπως:

1. **Η** **απελευθέρωση των επιτοκίων** με τις δυνάμεις της αγοράς να καθορίζουν πλέον τα επιτόκια χορηγήσεων και καταθέσεων και τα τραπεζικά ιδρύματα να είναι ελεύθερα να εφαρμόσουν την πολιτική που επιθυμούν.
2. **Η κατάργηση των διαφόρων πιστωτικών κανόνων**, όπως η υποχρέωση των τραπεζών να επενδύουν ένα ορισμένο ποσό σε τίτλους του ελληνικού δημοσίου[[1]](#footnote-1) ή να χρηματοδοτούν συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας, πχ. μεταποίηση.
3. **Η απελευθέρωση της κίνησης των κεφαλαίων** που δίνειτη δυνατότητα στα πιστωτικά ιδρύματα να επενδύουν ελεύθερα τα κεφάλαιά τους σε διεθνή χρηματοπιστωτικά προϊόντα, ενώ οι επιχειρήσεις μπορούν να δανείζονται σε ξένο συνάλλαγμα, επιδιώκοντας καλύτερες αποδόσεις.

Από τα μέσα του 1990, ένας μεγάλος αριθμός συγχωνεύσεων και εξαγορών πραγματοποιήθηκε από τα ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα, ενισχύοντας έτσι την διεθνή εξάπλωση των τραπεζικών τους δραστηριοτήτων. Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στην Ελλάδα από το 1996 μέχρι σήμερα παρουσιάζονται στον πίνακα 4.27.

**Πίνακας 4.27** Συγχωνεύσεις Εξαγορές στην Ελλάδα

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **ΕΤΟΣ** | **ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ** | **ΣΥΓΧΩΝΕΥΘΕΙΣΑ/ΕΞΑΓΟΡΑΣΘΕΙΣΑ** |
| 1996 | EFG Eurobank | Interbank Ελλάδος |
| 1997 | Εθνική Κτηματική Τράπεζα | Εθνική Στεγαστική Τράπεζα |
|  | Τράπεζα Πειραιώς | Ελληνικό δίκτυο Chase Manhattan |
| 1998 | Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος | Εθνική Κτηματική Τράπεζα Ελλάδος (ΕΚΤΕ) |
|  | EFG Eurobank | Τράπεζα Κρήτης, Αθηνών |
|  | Τράπεζα Πειραιώς | Τράπεζα Μακεδονίας-Θράκης, Χίος Bank, Credit Lyonnais |
|  | Εγνατία Τράπεζα | Τράπεζα Κεντρικής Ελλάδος |
| 1999 | Alpha Τράπεζα Πίστεως | Ιονική Τράπεζα |
|  | Deutsche Bank | 10% της EFG Eurobank |
|  | Τράπεζα Πειραιώς | National Westminster Bank |
|  | Telesis Χρημ/κη | Δωρική Τράπεζα |
| 2000 | EFG Eurobank | Τράπεζα Εργασίας |
|  | Credit Agricole | 6,7% της Εμπορικής Τράπεζας |
|  | BCB | 50% της NOVA BANK |
| 2001 | Marfin | Πειραιώς PRIME BANK |
|  | EFG Eurobank | Telesis Τράπεζα Επενδύσεων |
| 2002 | EFG Eurobank | UnitBank |
|  | Τράπεζα Πειραιώς | Εθνική Τράπεζα Βιομηχανικής Ανάπτυξης (ΕΤΒΑ) |
|  | ΑΣΠΙΣ | Ελληνικό δίκτυο ABN-AMRO |
| 2003 | Societe Generale | Γενική Τράπεζα |
| 2004 | Εμπορική Τράπεζα | Τράπεζα Επενδύσεων |
| 2005 | Millennium BCP(Πορτογαλία) | Novabank |
| 2006 | Marfin Bank | 45% Egnatia Bank |
|  | Proton Bank | Ωμέγα Τράπεζα |
|  | Credit Agricol | Εμπορική Τράπεζα |
| 2006-07 | Marfin Popular Bank | Συγχώνευση μεταξύ Marfin, Egnatia και Laiki Bank |
| 2012 | Τράπεζα Πειραιώς | Αγροτική Τράπεζα, Γενική Τράπεζα |
| 2013 | Τράπεζα Πειραιώς | Τράπεζα Κύπρου, Ελληνική Τράπεζα, Cyprus Popular Bank, Millennium Bank |
|  | EFG Eurobank | Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, Proton Bank |
|  | Alpha Bank | Credit Agricol-Εμπορική Τράπεζα |
|  | Εθνική Τράπεζα | Probank |

Μια άλλη σημαντική εξέλιξη στην πρώτη δεκαετία του 2000, είναι η επέκταση της λειτουργίας πολλών ελληνικών τραπεζών στο εξωτερικό, κυρίως σε χώρες της βορειοανατολικής Ευρώπης, όπου εφάρμοσαν μια επιθετική πολιτική εξαγορών και συγχωνεύσεων προκειμένου να αποκτήσουν σημαντικό μερίδιο στη συνεχώς αυξανόμενη χρηματοπιστωτική αγορά των αναπτυσσόμενων αυτών χωρών (Chatzoglou et al., 2010). Οι επενδυτικές ευκαιρίες ήταν αρκετές, δεδομένου της μετάβασης από τον έντονο κρατικό παρεμβατισμό σε όλες τις κοινωνικοοικονομικές πτυχές οργάνωσης των βαλκανικών χωρών, στη λειτουργία της ελεύθερης αγοράς, ενόψει βεβαίως και της ευρωπαϊκής προοπτικής τους. Παράλληλα, η επεκτατική πολιτική των ελληνικών τραπεζικών ιδρυμάτων, δεν σταμάτησε στα Βαλκάνια, αλλά ακολούθησε τους Έλληνες της διασποράς στις χώρες υποδοχής τους, όπως φαίνεται στον πίνακα που ακολουθεί.

**Πίνακας 4.28:** Παρουσία ελληνικών τραπεζών στο εξωτερικό

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **τράπεζα**  **χώρα** | **Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος** | **Τράπεζα EFG Eurobank** | **Alpha Τράπεζα** | **Τράπεζα Πειραιώς** | **Εμπορική Τράπεζα** |
| **Αίγυπτος** | 17 |  |  | 48 |  |
| **Αλβανία** | 30 |  | 47 | 56 | 24 |
| **Βουλγαρία** | 250 | 215 | 110 | 101 | 30 |
| **Η. Βασίλειο** | 1 |  | 3 | 1 | 1 |
| **ΗΠΑ** |  |  |  | 13 |  |
| **Κύπρος** | 18 | 6 | 36 | 15 | 12 |
| **Ν. Αφρική** | 11 |  |  |  |  |
| **Ουκρανία** |  | 75 | 24 | 54 |  |
| **ΠΓΔΜ** | 66 |  | 25 |  |  |
| **Πολωνία** |  | 335 |  |  |  |
| **Ρουμανία** | 147 | 302 | 175 | 187 | 34 |
| **Σερβία** | 143 | 127 | 154 | 47 |  |
| Τουρκία | 502 | 54 |  |  |  |
| **ΣΥΝΟΛΟ** | **1.185** | **1.114** | **574** | **552** | **101** |
|  | **ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ: 3.496 Καταστήματα σε 13 χώρες** | | | | |

**Πηγή:** Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2011

***Η δομή του ελληνικού τραπεζικού συστήματος***

Ο ορισμός που πρωτοδόθηκε για τις τράπεζες στον νόμο 5076/1931 «περί ανωνύμων εταιριών και τραπεζών» αναφέρει ότι οι *Τράπεζες είναι οι επιχειρήσεις αίτινες, ανεξαρτήτως έτερου σκοπού αυτών, δέχονται κατ' επάγγελμα καταθέσεις χρημάτων ή άλλων αξιών* (Αγγελόπουλος 2008). Ωστόσο σήμερα βάσει του νόμου 2076/1992 εκσυγχρονίστηκε το πλαίσιο λειτουργίας των πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ελλάδα, αφού ως πιστωτικό ίδρυμα ορίζεται η επιχείρηση η δραστηριότητα της οποίας συνίσταται στη αποδοχή καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων από το κοινό και στη χορήγηση πιστώσεων για λογαριασμό της. Παρότι υπάρχουν κι άλλες μορφές χρηματοοικονομικών οργανισμών όπως τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων[[2]](#footnote-2) που δραστηριοποιούνται στην αγορά χρήματος, οι τράπεζες είναι η πιο σημαντική μορφή από όλους τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς μιας οικονομίας.

Οι βασικές κατηγορίες τραπεζών όπως έχουν διαμορφωθεί στην Ελλάδα με βάση τις νομοθετικά προσδιορισμένες δραστηριότητες αυτών παρουσιάζονται στο παρακάτω διάγραμμα.

**Γράφημα 4.14:** Η δομή του ελληνικού τραπεζικού συστήματος

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι η κεντρική εκδοτική τράπεζα της χώρας. Ιδρύθηκε το 1927 και άρχισε να λειτουργεί το Μάιο του 1928 ως η κεντρική τράπεζα της χώρας. Εκτός από το κεντρικό της κατάστημα στην Αθήνα, λειτουργούν και 27 υποκαταστήματα σε όλη την επικράτεια. Η Τράπεζα της Ελλάδος στηρίζει την οικονομία με την άσκηση της νομισματικής, της πιστωτικής και της συναλλαγματικής πολιτικής αλλά και την εποπτεία των τραπεζικών ιδρυμάτων. Σημαντικές λειτουργίες της η ταμειακή διαχείριση των εσόδων και εξόδων του Δημοσίου και η διαχείριση έκδοσης και αποπληρωμής των τίτλων του Δημοσίου. Από την 1η Ιανουαρίου του 2001 βρίσκεται ενταγμένη στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και λειτουργεί βάσει των αξόνων πολιτικής και οδηγιών της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Ως μέλος του Ευρωσυστήματος και της Ευρωπαικής Κεντρικής Τράπεζας, σήμερα η Τράπεζα της Ελλάδος ελέγχει τη ρευστότητα, τη μεταβολή των βασικών επιτοκίων της Ευρωπαικής Κεντρικής Τράπεζας και τον καθορισμό του ύψους τήρησης των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών των πιστωτικών ιδρυμάτων. Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι πλέον ανεξάρτητη από την ελληνική κυβέρνηση, υπόκειται όμως σε έλεγχο από τη Βουλή. Ο διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος υποβάλλει κάθε χρόνο την ετήσια έκθεση πεπραγμένων της Τράπεζας της Ελλάδος στη Βουλή της οποίας έχει προηγηθεί η ενδιάμεση Έκθεσή του και λογοδοτεί ενώπιον της Βουλής εάν παραστεί ανάγκη.

**Οι εμπορικές τράπεζες** έχουν μετεξελιχθεί σε σύγχρονα πιστωτικά ιδρύματα παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Παραδοσιακά πάντως οι εργασίες των εμπορικών τραπεζών διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες. Στις παθητικές εργασίες περιλαμβάνονται οι κάθε μορφής καταθέσεις (όψεως, ταμιευτηρίου, προθεσμίας κλπ.) καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα για άντληση και προσέλκυση κεφαλαίων από διάφορες πηγές. (δηλαδή εργασίες που αποτελούν στοιχεία κυρίως του παθητικού τους).

Στις ενεργητικές εργασίες, περιλαμβάνονται οι χρηματοδοτήσεις και οι λοιπές εργασίες παροχής πίστης, όπως οι εγγυητικές επιστολές καθώς και επενδύσεις κάθε μορφής όπως οι τοποθετήσεις σε χρεόγραφα ή σε ξένα νομίσματα (δηλαδή στις εργασίες που αποτελούν στοιχεία κυρίως του ενεργητικού τους). Οι πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα αποτελούν το πιο βασικό κερδοφόρο στοιχείο του ενεργητικού των εμπορικών τραπεζών. Οι εργασίες που παρέχονται από τις εμπορικές τράπεζες έναντι κάποιας προμήθειας, εκτός του επιτοκίου, όπως κίνηση κεφαλαίων, αγοροπωλησία τίτλων, ενοικίαση θυρίδων, αγοραπωλησία συναλλάγματος ανήκουν στις λεγόμενες μεσολαβητικές εργασίες. Σε εποχές χαμηλών επιτοκίων αποτελούν σημαντικό μέρος των δραστηριοτήτων των εμπορικών τραπεζών. Έτσι η πλειοψηφία των τραπεζικών ιδρυμάτων έχουν συμπεριλάβει στο χαρτοφυλάκιό τους υπηρεσίες/προϊόντα που αφορούν δραστηριότητες όπως ασφάλιση, μεσιτεία, διαχείριση περιουσιακών στοιχείων, καθώς και εναλλακτικές μετακινήσεις κεφαλαίου, όπως είναι το leasing (χρηματοδοτική μίσθωση), το factoring (πρακτορεία χρηματοδοτικών απαιτήσεων) και τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου (venture capital), αυξάνοντας με τον τρόπο αυτό τα μη επιτοκιακά τους έσοδα (Pasiouras, 2008, Spathis, et al.,, 2002).

Για την ίδρυση μιας εμπορικής τράπεζας ή την εγκατάσταση υποκαταστημάτων ξένης τράπεζας απαιτείται άδεια της Τράπεζας της Ελλάδος. Το κατώτατο ύψος του μετοχικού κεφαλαίου μέχρι πρόσφατα ήταν 18.000.000 ευρώ και πρέπει να καταβληθεί σε μετρητά. Δεν επιτρέπεται στις εμπορικές τράπεζες να κάνουν εμπόριο ούτε να αναλαμβάνουν τη βιομηχανική παραγωγή οποιουδήποτε είδους. Ακόμη, απαγορεύεται στις εμπορικές τράπεζες η χορήγηση δανείων, πιστώσεων, ή εγγυητικών επιστολών στην ίδια επιχείρηση το συνολικό ποσό των οποίων υπερβαίνει το ένα πέμπτο του κεφαλαίου τους (μετοχικό και αποθεματικό) εκτός αν για συγκεκριμένους λόγους δοθεί άδεια του αρμόδιου Υπουργείου.

Η τραπεζική εξυπηρέτηση του Δημοσίου δεν είναι αρμοδιότητα των εμπορικών τραπεζών. Οι εμπορικές τράπεζες έχουν περιορισμένες σχέσεις με τις δημόσιες επιχειρήσεις και οργανισμούς. Τηρούν όμως τους λογαριασμούς ταμειακής διαχείρισης πολλών δημοσίων επιχειρήσεων αλλά έχουν και τοποθετήσεις σε τίτλους του Δημοσίου. Θα πρέπει τέλος να τονίσουμε ότι το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα διακρίνεται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης ειδικά μετά την πρόσφατη ανακεφαλαιοποίηση των Ελληνικών τραπεζών.

**Οι συνεταιριστικές τράπεζες** αποτελούν άλλο ένα τύπο χρηματοοικονομικών οργανισμών. Συναντώνται σε πάρα πολλές χώρες, ενώ διεθνώς ο αριθμός τους υπολογίζεται ότι υπερβαίνει τις 50.000 (Κιντής, 2004, Αγγελόπουλος, 2008). Στην Ελλάδα εμφανίστηκαν στην αρχή της δεκαετίας του 1990 και εποπτεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος. Οι συνεταιριστικές τράπεζες δραστηριοποιούνται σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές. Αντλούν κεφάλαια από τις αποταμιεύσεις της περιοχής τους, μέσω της χρηματοδότησης από τα μέλη τους. Ουσιαστικά συντελούν στην οικονομική ανάπτυξη των περιοχών όπου εγκαθίστανται μέσω της αξιοποίησης των κεφαλαίων των κατοίκων των περιοχών αυτών. Μπορούν ωστόσο να επεκταθούν εκτός νομού αν το κρίνει η Τράπεζα της Ελλάδος μετρώντας υποδομές, συστήματα ασφαλείας, προσωπικό και κυρίως διαθέσιμο κεφάλαια. Αν αυτά είναι επαρκή δίνεται έγκριση επέκτασης.

Η ίδρυση, οργάνωση και λειτουργία των τραπεζών αυτών στηρίζονται στις αρχές της συνεταιριστικής επιχείρησης. Το πρώιμο στάδιο των συνεταιριστικών τραπεζών είναι ο πιστωτικός συνεταιρισμός, στις δραστηριότητες του οποίου περιλαμβάνονται η παροχή δανείων, εγγυήσεων, ασφαλειών ή άλλων χρηματοοικονομικών διευκολύνσεων στα μέλη του (Κιντής, 2004). Μετά την έναρξη λειτουργίας ως πιστωτικό ίδρυμα, ο πιστωτικός συνεταιρισμός δύναται να δέχεται καταθέσεις, να χορηγεί πιστώσεις και γενικά να διενεργεί κάθε είδους τραπεζικές εργασίες, εκτός αν κάποια από αυτές έχει ειδικά απαγορευτεί για τις συνεταιριστικές τράπεζες. Γενικός σκοπός πάντως είναι η εξυπηρέτηση και η προώθηση των συμφερόντων των μελών τους. Η παροχή υπηρεσιών στα μέλη, από την άλλη, εξαρτάται από τις συνεταιριστικές μερίδες που αυτοί κατέχουν.

**Οι ειδικοί πιστωτικοί οργανισμοί** διεξάγουν περιορισμένες τραπεζικές εργασίες. Στην Ελλάδα για αρκετά χρόνια λειτουργούσαν δυο τέτοιοι οργανισμοί α) το ταμείο παρακαταθηκών και δανείων και β) το ταχυδρομικό ταμιευτήριο.

Το ταμείο παρακαταθηκών και δανείων είναι Ν.Π.Δ.Δ. με έτος ίδρυσης το 1919 και βασικούς σκοπούς τη φύλαξη και τη διαχείριση παρακαταθηκών, τη χορήγηση δανείων, την ταμειακή διαχείριση των κεφαλαίων των ΟΤΑ, κ.α. Πρόκειται για έναν αυτόνομο χρηματοπιστωτικό διαχειριστικό οργανισμό περιφερειακής ανάπτυξης με δική του περιουσία, κίνδυνο και πίστη. Διοικείται από το διοικητικό συμβούλιο τριετούς θητείας, η σύνθεση και συγκρότηση του οποίου καθορίζεται με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών, ο οποίος εποπτεύει τον οργανισμό. Παράλληλα εποπτεύεται από την Κεντρική Τράπεζα για δραστηριότητες που εμπίπτουν στην αρμοδιότητα της.

Το ταχυδρομικό ταμιευτήριο ιδρύθηκε το 1900 μέχρι το 2002, που με την ψήφιση νόμου μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρία ,υπήρξε αυτοτελής δημόσια υπηρεσία με διοικητική και οικονομική αποκέντρωση, εποπτευόμενη από τον Υπουργό μεταφορών & επικοινωνιών. Αποστόλη τους είναι η δημιουργία πνεύματος αποταμίευσης και αξιοποίηση των καταθέσεων για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας και την εκπλήρωση γενικότερων κοινωφελών σκοπών. Μετά την πρόσφατη κρίση χρέους στην Ελλάδα και την αναδιάρθρωση του τραπεζικού τομέα εξαγοράστηκε από την τράπεζα Eurobank.

Σύμφωνα με στοιχεία που δημοσιεύονται από την Τράπεζα της Ελλάδος τα τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες προσφέρονται σήμερα στην Ελλάδα από 483 πιστωτικούς οργανισμούς[[3]](#footnote-3):

1. 20 πιστωτικά ιδρύματα (10 εμπορικές και 10 συνεταιριστικές τράπεζες) που εδρεύουν στην Ελλάδα και ελέγχονται από την ΤτΕ,
2. 15 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που έχουν την έδρα τους σε άλλο κράτος μέλος της ΕΕ,
3. 4 υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων που εδρεύουν εκτός ΕΕ και εποπτεύονται από την ΤτΕ και τέλος το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων.
4. 382 πιστωτικά ιδρύματα τα οποία εδρεύουν σε άλλο κράτος μέλος του Ευρωπαικού Οικονομικού Χώρου (Ε.Ο.Χ.)[[4]](#footnote-4) και βρίσκονται υπό τον έλεγχο των αρμόδιων αρχών της χώρας καταγωγής τους.
5. 81 εταιρίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος οι οποίες παρέχουν εξειδικευμένες υπηρεσίες και βρίσκονται υπό την καθοδήγηση και τον έλεγχο της ΤτΕ.

***Πρόσφατες εξελίξεις στο Ελληνικό τραπεζικό σύστημα***

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το φθινόπωρο του 2008, μετά την χρεοκοπία της Lehman Brothers επηρέασε σημαντικά τους όρους δανεισμού των τραπεζών και χώρες με αδύναμα οικονομικά στοιχεία όπως η Ελλάδα που έτρεχε για αρκετά χρόνια με την παρουσία δίδυμων ελλειμμάτων βρέθηκαν να επηρεάζονται αρνητικά. Η Ελλάδα βρέθηκε στο επίκεντρο της δημοσιονομικής κρίσης λόγω των μεγάλων ελλειμμάτων και του συνεχώς αυξανόμενου δημόσιου χρέους, προκαλώντας τις άνευ προηγουμένου υποβαθμίσεις των οίκων αξιολόγησης και την επιτακτική ανάγκη προσαρμογής της οικονομίας της με την βοήθεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ), της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ).

Οι ελληνικές τράπεζες, παρότι έδειχναν ανεπηρέαστες στα αρχικά στάδια της κρίσης, αφενός λόγω της αμελητέας έκθεσής τους σε τοξικά προϊόντα και αφετέρου λόγω του συγκριτικά μικρότερου χρηματοδοτικού ανοίγματος, έναντι του ευρωπαϊκού μέσου όρου, ως απόρροια του μικρότερου λόγου δανείων προς καταθέσεις, εν τέλει εισήλθαν σε μια μακρά περίοδο αποκλεισμού τους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές (Μιχαλόπουλος, 2011).

Οι συνεχείς υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών τραπεζών, αποτέλεσμα των αντίστοιχων υποβαθμίσεων της χώρας, ο αποκλεισμός τους από τις διεθνείς χρηματαγορές, ο περιορισμός της ρευστότητάς τους λόγω της αύξησης των επιτοκίων δανεισμού από τη διατραπεζική αγορά, η διόγκωση των επισφαλειών[[5]](#footnote-5), αλλά και η έντονη εκροή καταθέσεων που παρατηρήθηκε στην ελληνική αγορά κατά τη διάρκεια του 2010[[6]](#footnote-6) συνέβαλαν στην αστάθεια του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Τα παραπάνω, σε συνδυασμό με τις ζημίες που εμφάνισαν από τη συμμετοχή τους στο PSI (Private Sector Involvement)[[7]](#footnote-7), αντισταθμίστηκαν κυρίως από τα συνδυασμένα μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας εκ μέρους του Ελληνικού Δημοσίου και της ΕΚΤ (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2011).

Σύμφωνα με τους Καραβίας και άλλοι (2012), η ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών έγινε μέσω:

α) Της ανακεφαλαιοποίησής τους από το Ελληνικό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ)[[8]](#footnote-8), το οποίο δανειοδοτήθηκε από το αντίστοιχο Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility - EFSF)[[9]](#footnote-9). Σχετικά με την διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης οι τράπεζες καταθέτουν σχέδια βιωσιμότητας στην ΤτΕ. Όσες είναι βιώσιμες αντλούν κεφάλαια από το ΤΧΣ, δίνοντας ως αντάλλαγμα στο Δημόσιο κοινές με αναστολή ψήφου μετοχές (εκτός εάν η ιδιωτική συμμετοχή στην αύξηση κεφαλαίου είναι κάτω από ένα ελάχιστο όριο του 10%, οπότε η ανακεφαλαιοποίηση γίνεται με κοινές με ψήφο, δηλαδή με προσωρινή κρατικοποίηση της τράπεζας) ή ομολογιακά δάνεια, τα οποία εάν μετά τα 5 χρόνια περιθώριο δεν μπορεί η τράπεζα να ανταπεξέλθει, μετατρέπονται σε κοινές με ψήφο για το Δημόσιο. Ωστόσο, όσες τράπεζες δεν έχουν βιώσιμο σχέδιο, θα πρέπει είτε να εκκαθαριστούν, είτε να διαχωριστούν σε δύο κομμάτια, με το κακό κομμάτι να περνάει στο Δημόσιο, ενώ το καλό να απορροφηθεί από κάποια άλλη τράπεζα, είτε να εξαγοραστούν ως έχουν. Σε πρώτη φάση βιώσιμες κρίθηκαν οι 4 μεγάλες τράπεζες (Εθνική, Πειραιώς, Alpha Bank και Eurobank) στις οποίες δόθηκαν κεφάλαια ύψους 18 δις, καθώς και άλλα 7 δις στο υγιές τμήμα της ΑΤΕ μετά την απορρόφησή της από την Πειραιώς[[10]](#footnote-10).

β) Του Σχεδίου Ενίσχυσης Ρευστότητας, όπου το ελληνικό δημόσιο παρέχει κρατικές εγγυήσεις στα τραπεζικά ομόλογα, συνολικού ύψους 70 δις, τις οποίες χρησιμοποιούν οι εγχώριες τράπεζες, μαζί με άλλα στοιχεία του ενεργητικού τους, για την άντληση ρευστότητας από το Ευρωσύστημα[[11]](#footnote-11).

γ) Της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤτΕ) η οποία έχει τη δυνατότητα να παράσχει έκτακτη πίστωση σε όσες τράπεζες αντιμετωπίζουν προβλήματα βραχυπρόθεσμης ρευστότητας μέσω του Έκτακτου Μηχανισμού Ρευστότητας (Emergency Liquidity Assistance - ELA)[[12]](#footnote-12). Η ρευστότητα που έχουν αντλήσει οι ελληνικές τράπεζες από τον ELA εκτιμάται ότι ανέρχονται σε 46,6 δις.

## Ερωτήσεις Μελέτης Κεφαλαίου

1. Εξηγήστε συνοπτικά τα ακόλουθα εργαλεία της χρηματαγοράς: (α) ΕΓΔ, (β) Repos, (γ) Εμπορικά γραμμάτια - Commercial Papers, CP, (δ) Γραμμάτια κυμαινόμενου επιτοκίου – Floating Rate Notes, FRN.
2. Ποια η βασική διαφορά μεταξύ καταθέσεων και πιστοποιητικών καταθέσεων;
3. Κάνοντας χρήση του κυκλώματος εισοδήματος δαπάνης σε μια ανοικτή οικονομία δείξτε τον ρόλο που διαδραματίζουν οι τράπεζες και οι κεφλαιαγορές.
4. Σε ένα κείμενο είκοσι σειρών δείξτε την διάκριση μεταξύ χρήματος και πίστης.
5. Ποια η βασική διαφορά μεταξύ της νομισματικής σχολή σκέψης και της τραπεζικής σχολής σκέψης;
6. Τι ονομάζουμε διαμορφωτές αγοράς (market makers);
7. Τι λέει ο περιορισμός επιβίωσης κατά τον Minsky (1986); Δώστε ένα παράδειγμα που να διακρίνει την παρούσα από την μελλοντική αναντιστοιχία ρευστών.
8. Πόσο συσχετίζονται τα προβλήματα φερεγγυότητας με τα προβλήματα ρευστότητας κατά την άποψη σας;
9. Να συμπληρώσετε τον ακόλουθο πίνακα με βάση τις συναλλαγές που έχουν γίνει.

**Πίνακας** Συναλλαγές με διαθέσιμα στην ΚΤ

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Τράπεζα Α | | κεντρική τράπεζα | | Τράπεζα Β | |
| **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** | **Στοιχεία Ενεργητικού** | **Παθητικό** |
| +10 διαθέσιμα | ; |  | +10 Κατάθεση Α  ; | ;  +10 Διαθέσιμα  Κεντρ. τράπεζας |  |

1. Πότε μια αγορά χαρακτηρίζεται ως ρευστή;
2. Ποια η βασική διαφορά μεταξύ broker και dealer;
3. Δώστε ένα παράδειγμα επέκτασης της ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα δείχνοντας τις μεταβολές στους ισολογισμούς σε καταθέσεις, ρέπος και διαθέσιμα για μια τράπεζα, τον dealer, και την κεντρική τράπεζα. Κάντε στην συνέχεια το ίδιο για την περίπτωση συρρίκνωσης της ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα.
4. Τι καλούμε αγορά ευρωνομισμάτων;
5. Ποιοι οι βασικοί παράγοντες ανάπτυξης της αγοράς ευρωδολαρίων;
6. Πόσα λεφτά είστε διατεθειμένος να πληρώσετε για ένα ΕΓΔ ονομαστικής ξίας $50000 που λήγει σε 40 ημέρες όταν η απόδοση ενός αξιόγραφου ανάλογου κινδύνου είναι 4% ετησίως;
7. Περιγράψτε πως θα υπολογίσουμε την απόδοση στη λήξη ενός 18μηνου πιστοποιητικού καταθέσεων σε Ευρωκαναδικά δολάρια που πωλείται στη τιμή των 99 με ετήσιο επιτόκιο 8% και οι τόκοι καταβάλλονται κάθε 6 μήνες;
8. Αν μια τράπεζα συμφωνήσει να αγοράσει $100000000 ΕΓΔ με λήξη σε 60 ημέρες στη τιμή των $99346760 και να τα ξανά πουλήσει στον κάτοχο τους μέσα σε 10 ημέρες στη τιμή των $99455040, ποια θα είναι η απόδοση συμφωνίας επαναγοράς (repo rate);
9. Να αναφέρεται τις βασικές αρχές του υποδείγματος του Treynor που εξηγεί την λειτουργία των dealers. Απαραίτητη η γραφική απεικόνιση.
10. Ποιοι βασικοί λόγοι συνέβαλαν στην αστάθεια του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος;
11. Χρησιμοποιώντας το γράφημα 4.12 εξηγήστε την αρχιτεκτονική του τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ οριοθετώντας τις βασικές αρμοδιότητες της κάθε επιμέρους κλίμακας.

## Βιβλιογραφικές Αναφορές Κεφαλαίου

**Ελληνική Βιβλιογραφία**

Αγγελόπουλος Π. (2008). *Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα.* Εκδόσεις Σταμούλη.

Δερτιλής Γ. (2005). Η ιστορία του ελληνικού κράτους 1830-1920. Τόμος Α, Εστία.

Δερτιλής, Γ. (1980). Το ζήτημα των τραπεζών. ΜΙΕΤ (Κεφ. Γ΄).

Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2011). Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα το 2010. Αθήνα .

Καραβίας Φ., Μονοκρούσος Πλ., Μαλλιαρόπουλος Δ., Αναστασάτος Τ. (2012). Ελληνικό τραπεζικό σύστημα, μέτρα ενίσχυσης της ρευστότητας και χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. *Οικονομία & Αγορές – Eurobank Research*.

Κιντής, Σ. (2004). *Συνεταιριστικές τράπεζες*, Εκδ. Σάκκουλα , Αθήνα – Κομοτηνή.

Κωστής, Κ. (2003). Η ιστορία της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος 1914-1940. Αθήνα.

Μιχαλόπουλος, Γ. (2011). Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης. Alpha Bank.

Νούλας Α.Γ. (2005) *Χρήμα & Τράπεζες*, Εκδ. Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.

Φίλιππας, Ν (2010) *Αμοιβαία Κεφάλαια, Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξει*ς. Ιδιωτική έκδοση.

Μελάς, Κ. (2002). *Εισαγωγή στην τραπεζική χρηματοοικονομική διοικητική*, Εκδ. Εξάντας.

Μελάς, Κ., Χρηστίδου, Φ. (1999). *Διεθνής τραπεζική στην αλλαγή του αιώνα*, Εκδ. Μπένου Ε.

Giddy, I. (1996) *Παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές*. Eπιστημονική επιμέλεια, Π. Ε. Πετράκης, Κ. Βενεκές. Mετάφραση, Κ. Κουφόπουλος. Εκδόσεις Παπαζήσης: Αθήνα.

**Ξένη Βιβλιογραφία**

Bartiloro, L., Allen, F., Kowalewski, O. (2005). The Financial System of the EU 25. *SSRN Working Paper Series}*.

Chatzoglou, P. D., Diamantidis, A. D., Vraimaki, E., Polychrou, E., Chatzitheodorou, K. (2010). Banking productivity: an overview of the Greek banking system. *Managerial Finance*, *36*(12), 1007-1027.

Chortareas, G. E., Girardone, C., Ventouri, A. (2009). Efficiency and productivity of Greek banks in the EMU era. *Applied Financial Economics*,*19*(16), 1317-1328.

Goddard, J., Molyneux, P., Wilson, J. O., Tavakoli, M. (2007). European banking: An overview. *Journal of Banking & Finance*, *31*(7), 1911-1935.

Gurley, J. G., Shaw, E. S., Enthoven, A. C. (1960). *Money in a Theory of Finance* (p. 49). Washington, DC: Brookings Institution

Liargovas, P., Repousis, S. (2010). The impact of mergers and acquisitions on the performance of the Greek banking sector: an event study approach. *International Journal of Economics and Finance*, *3*(2), 89-100.

Mehrling, P. (2010). *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton University Press.

Mehrling, P. (2011). *Fischer Black and the revolutionary idea of finance*. John Wiley & Sons.

Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing An Unstable Economy*. Yale University Press

Mylonidis, N., Kelnikola, I. (2005). Merging activity in the Greek banking system: a financial accounting perspective. *South Eastern Europe Journal of Economics*, *1*, 121-144.

Noeth, B., Sengupta, R. (2012). Global European Banks and the Financial Crisis. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94(6), 457-479.

Pasiouras, F. (2008). Estimating the technical and scale efficiency of Greek commercial banks: the impact of credit risk, off-balance sheet activities, and international operations. *Research in International Business and Finance*, *22*(3), 301-318.

Spathis, C., Kosmidou, K., Doumpos, M. (2002). Assessing profitability factors in the Greek banking system: A multicriteria methodology. *International Transactions in Operational Research*, *9*(5), 517-530.

Stigum, M. (1983). *The money market*. Homewood, IL: Dow Jones-Irwin.

Tsionas, E. G., Lolos, S. E., Christopoulos, D. K. (2003). The performance of the Greek banking system in view of the EMU: results from a non-parametric approach. *Economic Μodelling*, *20*(3), 571-592.

1. Σύμφωνα με τους Tsionas, Lolos, και Christopoulos (2003), έως το 1991 τα τραπεζικά ιδρύματα είχαν την υποχρέωση να διατηρούν το 40% του χαρτοφυλακίου τους σε κρατικούς τίτλους. [↑](#footnote-ref-1)
2. Για μια εμπεριστατωμένη ανάλυση της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων δείτε Φίλιππας, (2010). [↑](#footnote-ref-2)
3. http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Supervision/SupervisedInstitutions/default.aspx [↑](#footnote-ref-3)
4. Ο ΕΟΧ περιλαμβάνει 27 κράτη μέλη της ΕΕ και συμπληρωματικά την Ισλανδία, το Λιχτενστάιν και τη Νορβηγία. [↑](#footnote-ref-4)
5. Τα ‘κόκκινα’ δάνεια που δεν εξυπηρετούνται από τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις και δεν έχουν προοπτική να εισπραχθούν από την τράπεζα (είτε λόγω πτώχευσης του οφειλέτη, είτε λόγω έλλειψης εγγυήσεων). [↑](#footnote-ref-5)
6. Η συνεχής μείωση των καταθέσεων, κατά περίπου €40 δισ. από τις αρχές του 2010 έως και τον Φεβρουάριο του 2011, συνέβαλε στην άνοδο του δείκτη δανείων προς καταθέσεις άνω του 100% (Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2011). [↑](#footnote-ref-6)
7. Πρόκειται για ένα πρόγραμμα ανταλλαγής των ομολόγων των πιστωτών της Ελλάδας, πλην του επίσημου τομέα (κρατών της ευρωζώνης, ΔΝΤ και ΕΚΤ) με νέα μειωμένης ονομαστικής αξίας κατά 50%, προκειμένου να αποφορτιστεί το ελληνικό χρέος. [↑](#footnote-ref-7)
8. Ιδρύθηκε τον Ιούλιο του 2010 (Ν.3864/2010) ως νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, δεν ανήκει στο δημόσιο τομέα και διαθέτει διοικητική και οικονομική αυτοτέλεια. Σκοπός του ταμείου είναι η διατήρηση της σταθερότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, μέσω της ενίσχυσης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων ([www.hfsf.gr](http://www.hfsf.gr)). [↑](#footnote-ref-8)
9. Είναι ένα όργανο ειδικού σκοπού που συμφωνήθηκε από τα 27 κράτη μέλη της ΕΕ στις 9 Μαΐου 2010 με στόχο τη διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας στην Ευρώπη μέσω της παροχής οικονομικής βοήθειας προς τα κράτη της ευρωζώνης σε οικονομική δυσκολία. [↑](#footnote-ref-9)
10. <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=472858&h1=true#commentForm> [↑](#footnote-ref-10)
11. Το Ευρωσύστημα συγκροτείται από την ΕΚΤ από κοινού με τις κεντρικές τράπεζες των χωρών της Ευρωζώνης (<http://ec.europa.eu>). [↑](#footnote-ref-11)
12. Το ELA αποτελεί ένα εργαλείο της ΤτΕ με το οποίο δύναται να αποφορτίσει τυχόν εμπλοκή με τις εγγυήσεις των τραπεζών στην ΕΚΤ (<http://bankingnews.gr>). [↑](#footnote-ref-12)