

Η δόμηση χρηματοπιστωτικών μέσων στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα

ΤΟΥ **ΚΩΣΤΑ ΓΑΛΙΑΤΣΟΥ, PhD**
Υπεύθυνου Εκπαιδευτικού Προγράμματος ETI

1. Εισαγωγή

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα άλλαξε πλήρως κατά τις τελευταίες δεκαετίες, τόσο διεθνώς όσο και στην Ελλάδα. Το γεγονός αυτό έχει τονιστεί επαρκώς και έχει γίνει αρκετά κατανοητό. Παράλληλα όμως έχει διαφοροποιηθεί και το χρηματοοικονομικό σύστημα στο σύνολό του και αυτό ούτε έχει αναλυθεί επαρκώς, ούτε οι συνέπειές του έχουν συνειδητοποιηθεί.¹ Στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό και ευρύτερα χρηματοοικονομικό σύστημα αναπτύσσονται διαρκώς νέα χρηματοπιστωτικά μέσα. Η δομή των μέσων αυτών από τη μια πλευρά διευκολύνει τις επιδιώξεις των επενδυτών για διαφοροποίηση της σχέσης κινδύνου/απόδοσης των επενδύσεών τους, από την άλλη όμως δημιουργεί νέα προβλήματα και κινδύνους που θα πρέπει αποτελεσματικά να αντιμετωπιστούν. Στο χρηματοοικονομικό σύστημα λειτουργούν ως επενδυτές όχι μόνο οι παραδοσιακοί «παίκτες», δηλαδή οι τράπεζες, αλλά και οι λεγόμενοι θεσμικοί επενδυτές, μεταξύ των οποίων και τα ασφαλιστικά ταμεία καθώς και ιδιώτες. Πολλές φορές μάλιστα τα υπό διαχείριση κεφάλαια αυτών των επενδυτών είναι μεγαλύτερα από τα κεφάλαια των μικρών και μεσαίων τραπεζών. Η αντίφαση που παρατηρείται όμως στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα είναι ότι οι φορείς που έχουν τη μεγαλύτερη τεχνογνωσία, δηλαδή οι τράπεζες, υπόκεινται σε πολύ αυστηρούς εποπτικούς κανόνες και υποχρεώνονται να έχουν πολύ περισσότερες ασφαλιστικές δικλίδες σε σχέση με τους νεοεισελθόντες στην αγορά. Την πολυπλοκότητα των νέων χρηματοπιστωτικών μέσων και την ανάγκη άρσης αυτής της αντίφασης επιχειρεί να σκιαγραφήσει το παρόν άρθρο.

¹ Ως χρηματοπιστωτικό σύστημα εδώ εννοούμε κυρίως τους «παραγωγούς» των χρηματοοικονομικών μέσων (δηλαδή κυρίως τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις), ενώ στο χρηματοοικονομικό σύστημα περιλαμβάνουμε και τους χρήστες αυτών των μέσων (που μπορεί να μην ανήκουν στις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις).

2. Τα χρηματοπιστωτικά μέσα

Τα βασικά (πρωτογενή) χρηματοπιστωτικά μέσα είναι τα διαφόρων μορφών μέσα πληρωμής και τα δάνεια. Στον τραπεζικό τομέα τα μέσα αυτά αντιπροσωπεύονται από τις επιταγές, τις πιστωτικές κάρτες, τις καταθέσεις και τα δάνεια των τραπεζών προς τους πελάτες τους. Κατά τις τελευταίες δεκαετίες αναπτύχθηκαν κάποια νέα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία αποτελούν προθεσμιακές συναλλαγές ή σειρά προθεσμιακών συναλλαγών επί των πρωτογενών. Τα μέσα αυτά ονομάζονται παράγωγα και διακρίνονται σε προθεσμιακές συμβάσεις ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, εάν δεσμεύονται και οι δύο αντισυμβαλλόμενοι στη συναλλαγή, ή δικαιώματα, εάν δεσμεύεται μόνο ο ένας. Στην περίπτωση της συνομολόγησης σειράς προθεσμιακών πράξεων το χρηματοπιστωτικό μέσο ονομάζεται ανταλλαγή (swap). Θα πρέπει να τονιστεί ότι, ενώ τα παράγωγα προϊόντα δημιουργήθηκαν με σκοπό την παροχή στους επενδυτές της δυνατότητας να αντισταθμίσουν τους κινδύνους των επενδύσεών τους, τα ίδια αυτά προϊόντα, εάν δεν χρησιμοποιηθούν σωστά, είναι πηγή δυνητικών κινδύνων και μάλιστα μεγαλύτερων σε σχέση με τους κινδύνους των πρωτογενών προϊόντων.

Σε ορισμένες περιπτώσεις τα χρηματοπιστωτικά μέσα παίρνουν τη μορφή των αξιογράφων. Τα αξιόγραφα δεν διαφέρουν από άποψη ουσίας από τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αναφέρθηκαν προηγουμένως, αλλά έχουν το χαρακτηριστικό ότι διαπραγματεύονται σε δευτερογενή αγορά, με συνέπεια να έχουν μεγαλύτερο βαθμό ρευστότητας και να είναι άμεσα εμφανής η τιμή στην οποία είναι διατεθειμένοι οι συμμετέχοντες στην αγορά να πραγματοποιήσουν συναλλαγές. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι κατά τις τελευταίες δεκαετίες στις αναπτυσσόμενες χρηματοπιστωτικές αγορές και πρόσφατα και στη χώρα μας έχει παρατηρηθεί η τάση μετατροπής των κλασικών (τραπεζικών) χρηματοπιστωτικών μέσων σε αξιόγραφα. Η τάση αυτή που κυριολεκτικά έχει επιφέρει επανάσταση στον τρόπο λειτουργίας και στη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος ονομάστηκε τιτλοποίηση (securitization).

3. Η δόμηση σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων

Οι βασικές μορφές αξιογράφων είναι δύο: Οι χρεωστικοί τίτλοι και οι τίτλοι ιδιοκτησίας. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις ομολογίες, τα ομόλογα, τα έντοκα γραμμάτια κ.λπ. Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τις μετοχές όλων των μορφών.² Μέχρι πριν από μερικά

² Στο παρόν άρθρο θα αναφερθούμε στα αξιόγραφα μόνο του πρώτου τύπου και κυρίως στα ομόλογα και στη δόμηση ειδικών χαρακτηριστικών επ' αυτών.

χρόνια αυτές οι βασικές μορφές αξιογράφων εμφανίζονταν στη χρηματοοικονομική αγορά στην απλή τους μορφή. Τα πράγματα σήμερα είναι εντελώς διαφορετικά. Στις απλές μορφές προσαρτώνται άλλα αξιόγραφα ή χρηματοοικονομικές συμβάσεις, με αποτέλεσμα να αλλάζει η αρχική οικονομική τους ουσία, δηλαδή η σχέση κινδύνου/απόδοσης την οποία παρουσιάζουν. Στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής είναι υποχρεωμένος να καταλαβαίνει τη νέα σχέση κινδύνου/απόδοσης για να απαντήσει στο ερώτημα εάν αυτό το επενδυτικό προϊόν είναι κατάλληλο για το χαρτοφυλάκιο του ή όχι. Είναι προφανές ότι η άριστη γνώση των χαρακτηριστικών κινδύνου/απόδοσης αποτελεί επίσης απαραίτητη προϋπόθεση για την κατανόηση της ορθής τιμολόγησης του δομημένου αξιογράφου, δηλαδή της εύλογης αξίας (fair value) στην οποία πρέπει να αγοραστεί. Παρακάτω παρουσιάζονται οι βασικές κατηγορίες προσαρτώμενων χαρακτηριστικών επί των ομολόγων:

3.1. Αλλαγή του χρόνου πραγματοποίησης και των χαρακτηριστικών των χρηματικών ροών

Τέτοια παραδείγματα αποτελούν οι αποκοπές (stripping) του σώματος ή των τοκομεριδίων των ομολόγων και η ξεχωριστή διαπραγμάτευσή τους. Στην πρώτη περίπτωση τα νέα αξιόγραφα ονομάζονται πληρωμής μόνο κεφαλαίου (principal only – PO), ενώ στη δεύτερη πληρωμής μόνο τόκων (interest only – IO). Και στις δύο αυτές περιπτώσεις διαμορφώνονται ουσιαστικά ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου, των οποίων ο δείκτης διάρκειας είναι ίσος με το χρόνο που απομένει μέχρι τη λήξη τους.³ Το χαρακτηριστικό αυτό διευκολύνει τη διαχείριση του κινδύνου επιτοκίου και για το λόγο αυτό πολλές φορές οι επενδυτές περιλαμβάνουν αξιόγραφα με αυτά τα χαρακτηριστικά στα χαρτοφυλάκιά τους. Εάν όμως οι αρχικοί τίτλοι από τους οποίους έγιναν οι αποκοπές ήταν τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια, τότε ούτε ο δείκτης διάρκειας είναι ίσος με το χρόνο που απομένει μέχρι τη λήξη του ομολόγου, ούτε η σχέση μεταξύ της μεταβολής των επιτοκίων και της τιμής του ομολόγου είναι αντίστροφη όπως είναι στα κλασικά ομόλογα, αλλά ανάλογη.⁴ Γίνεται έτσι κατανοητό ότι ακόμα και στις πιο απλές μορφές «δόμησης» (ή για την ακρίβεια «επαναδόμησης») των χαρακτηριστικών των ομολόγων η ύπαρξη εξειδικευμένων γνώσεων είναι επιβεβλημένη για την πραγματοποίηση ορθής επενδυτικής επιλογής.

³ Ο δείκτης διάρκειας εκφράζει το μέσο χρόνο που απαιτείται για να πραγματοποιήσει τις πληρωμές το ομόλογο, σε όρους παρούσας αξίας. Από μαθηματική άποψη ο δείκτης διάρκειας είναι η πρώτη παράγωγος της συνάρτησης της τιμής του ομολόγου ως προς το επιτόκιο. Ο δείκτης διάρκειας χρησιμοποιείται από τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων ομολόγων για την εκτίμηση και την αντιμετώπιση του επιτοκιακού κινδύνου.

⁴ Τεχνικά αυτό εκφράζεται με τον αρνητικό δείκτη κυρτότητας που παρουσιάζουν αυτά τα ομόλογα σε σχέση με τα κλασικά. Ο δείκτης κυρτότητας είναι η δεύτερη παράγωγος της συνάρτησης της τιμής του ομολόγου ως προς το επιτόκιο.

3.2. Προσάρτηση άλλου αξιογράφου ή οικονομικού χαρακτηριστικού

Στην περίπτωση αυτή γίνεται σύνδεση της απόδοσης του ομολόγου με τη μεταβολή της τιμής κάποιου άλλου (πρωτογενούς) χρηματοοικονομικού προϊόντος, δείκτη ή οικονομικής παραμέτρου (επιτοκίου ή συναλλαγματικής ισοτιμίας). Κατά τον τρόπο αυτό αλλάζουν τα χαρακτηριστικά του κινδύνου και της απόδοσης του νέου αξιογράφου, γιατί η τιμή του δεν εξαρτάται πλέον από τη βασική οικονομική παράμετρο που συνδέεται με αυτό, αλλά και από τις οικονομικές παραμέτρους του νέου αξιογράφου. Για παράδειγμα, εάν σε ένα ομόλογο προστεθεί η σύνδεσή του με τη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου, η μεταβολή της τιμής του δεν εξαρτάται πλέον μόνο από το επιτόκιο σε ευρώ, αλλά και από τη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Το συγκεκριμένο νέο αξιόγραφο μπορεί να είναι ελκυστικό για ένα διαχειριστή κεφαλαίων, εάν επιθυμεί την αντιστάθμιση του κινδύνου μιας αντίθετης θέσης που έχει σε ένα ξένο νόμισμα ή εάν έχει την προσδοκία ευνοϊκής μεταβολής της ισοτιμίας και με αυτόν τον τρόπο αύξησης της συνολικής απόδοσης (τόκοι και κεφαλαιακά κέρδη από συνάλλαγμα) της επένδυσης.

3.3. Προσάρτηση ενός παραγώγου χρηματοπιστωτικού μέσου

Η δεύτερη μέθοδος δόμησης ομολόγων είναι με την προσάρτηση σε αυτά ενός παραγώγου προϊόντος. Ανάλογα με το συγκεκριμένο τύπο παραγώγου που προσαρτάται, διακρίνονται οι εξής επιμέρους περιπτώσεις:

3.3.1. Προσάρτηση μιας προθεσμιακής σύμβασης

Πολλές φορές για να αλλάξει η σχέση κινδύνου/απόδοσης ενός ομολόγου προσαρτάται μια προθεσμιακή σύμβαση. Για παράδειγμα, εάν σε ένα ομόλογο κυμαινόμενου επιτοκίου προστεθεί μια προθεσμιακή σύμβαση επιτοκίου (forward rate agreement – FRA), το ομόλογο μπορεί στην πράξη να μεταβληθεί σε σταθερού επιτοκίου.

3.3.2. Προσάρτηση μιας σειράς προθεσμιακών συμβάσεων

Σε μερικές περιπτώσεις δεν αρκεί μία μόνο, αλλά απαιτείται η προσάρτηση μιας ολόκληρης σειράς προθεσμιακών συμβάσεων, οι οποίες αναφέρονται σε διάφορα χρονικά σημεία στο μέλλον. Η ανάγκη αυτή προκύπτει στην περίπτωση που οι χρηματικές ροές του ομολόγου δεν είναι μία, αλλά πολλές. Οι σειρές των προθεσμιακών συμβάσεων ονομάζονται ανταλλαγές (swaps) και διακρίνονται σε επιτοκίων και συναλλάγματος, η κάθε μία από τις οποίες χρησιμοποιείται σε σχέση με τα χαρακτηριστικά της οικονομικής παραμέτρου (επιτόκιο ή συναλλαγματική ισοτιμία) που θέλει να αλλάξει ο επενδυτής.

3.3.3. Προσάρτηση ενός δικαιώματος προαίρεσης

Κλασικές μορφές προσάρτησης δικαιωμάτων είναι οι περιπτώσεις παροχής στον εκδότη ή στον επενδυτή κάποιας μορφής δικαιώματος (option). Παράδειγμα παραχώρησης δικαιώματος στον εκδότη χρεωστικού τίτλου είναι το δικαίωμα ανάκλησης (callability), ή το δικαίωμα προπληρωμής (prepayment option). Όπως και σε όλες τις προηγούμενες περιπτώσεις, είναι προφανές ότι η προσάρτηση ενός δικαιώματος όχι μόνο αλλάζει τα χαρακτηριστικά κινδύνου/απόδοσης των ομολόγων, αλλά αλλάζει και την αξία τους και κατά συνέπεια και την τιμή τους. Για παράδειγμα η προσάρτηση ενός δικαιώματος ανάκλησης αυξάνει τον κίνδυνο επιτοκίων για τον επενδυτή, γιατί είναι προφανές ότι σε περίπτωση μείωσης των επιτοκίων ο εκδότης θα ανακαλέσει το ομόλογο κι έτσι ο αγοραστής του ομολόγου θα αναγκαστεί να επανεπενδύσει τα χρήματα που θα εισπράξει με τα νέα μειωμένα επιτόκια. Κατά συνέπεια η τιμή αυτού του ομολόγου πρέπει να διαμορφωθεί σε χαμηλότερο επίπεδο σε σχέση με κάποιο άλλο που δεν έχει προσαρτημένα δικαιώματα. Το αντίθετο φυσικά ισχύει για το ομόλογο που έχει προσαρτημένο δικαίωμα προπληρωμής.

3.3.4. Προσάρτηση ενός δικαιώματος σειράς προθεσμιακών συμβάσεων

Μια τελευταία μορφή προσάρτησης παραγώγων προϊόντων σε ομόλογα είναι αυτή που δίνει το δικαίωμα στον εκδότη ή στον επενδυτή να ενεργοποιήσει στο μέλλον όχι μία αλλά ολόκληρη σειρά προθεσμιακών συναλλαγών, σε διάφορα χρονικά διαστήματα. Τα προσαρτώμενα παράγωγα προϊόντα ονομάζονται δικαιώματα επί ανταλλαγών (options on swaps – swarptions). Στην περίπτωση αυτή είναι προφανές ότι θα πρέπει να τιμολογηθεί όχι ένα απλό δικαίωμα για τη διενέργεια μιας απλής χρηματοοικονομικής συναλλαγής στο μέλλον, αλλά το δικαίωμα πραγματοποίησης σειράς συναλλαγών, ανάλογα με τους κινδύνους και την απόδοση που συνεπάγονται για τον εκδότη και τον αγοραστή του ομολόγου.

4. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων

Όπως έγινε φανερό από την προηγούμενη σύντομη παρουσίαση, τα σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα δημιουργήθηκαν γιατί καλύπτουν μια σημαντική ανάγκη στο σύνθετο σημερινό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Παράλληλα όμως η χρησιμοποίησή τους μπορεί να δημιουργήσει σημαντικά προβλήματα, γιατί απαιτεί καλή κατανόηση και ξεκάθαρη στρατηγική από τον επενδυτή. Για το λόγο αυτό οι τράπεζες, οι οποίες αποτελούν τόσο εκδότες ή αγοραστές στην πρωτογενή όσο και συναλλασσόμενους στη δευτερογενή αγορά, παίρνουν διάφορα μέτρα και υπόκεινται σε διάφορους ελέγχους σε σχέση με τη συνολική τους λειτουργία αλλά και ειδικότερα σε σχέση με τη χρήση των χρηματοπιστωτικών μέσων.

Συγκεκριμένα οι θεσμοί και τα συστήματα που εμπλέκονται σε αυτή τη διαδικασία, είναι:

- Οι εποπτικές αρχές (κεντρικές τράπεζες, επιτροπές κεφαλαιαγοράς)
- Τα διοικητικά συμβούλια των τραπεζών
- Οι μέτοχοι
- Οι επενδυτικές επιτροπές
- Οι εσωτερικοί ελεγκτές
- Οι εξωτερικοί ελεγκτές
- Οι διευθύνσεις κανονιστικής συμμόρφωσης
- Οι διευθύνσεις διαχείρισης κινδύνων
- Οι διευθύνσεις διαχείρισης διαθεσίμων
- Τα συστήματα λογιστικής/χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (ΔΛΠ, ΔΠΧΠ).

Ανεξάρτητα από όλες τις προηγούμενες διασφαλιστικές δικλείδες, απαραίτητη προϋπόθεση για την αποτροπή προβλημάτων και την καλύτερη διαχείριση ενδεχομένων κινδύνων είναι η ισχυρή επαγγελματική επάρκεια των εμπλεκόμενων σε όλη τη διαδικασία των συναλλαγών σε επενδυτικά προϊόντα. Δεν είναι τυχαίο από αυτήν την άποψη ότι οι εργαζόμενοι στον τομέα της επενδυτικής τραπεζικής πρέπει να έχουν πιστοποιημένες γνώσεις για την επιτέλεση του δύσκολου έργου τους. Η διαδικασία αυτή ξεκίνησε και στην Ελλάδα πριν από 5 χρόνια, με την παροχή διαφόρων επιπέδων πιστοποιητικών επαγγελματικής επάρκειας που αφορούσε τα στελέχη των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Κατά τον τελευταίο χρόνο έχει ξεκινήσει η διαδικασία ανανέωσης και εμπλουτισμού αυτών των πιστοποιητικών που θα απευθύνονται στα στελέχη των τραπεζών. Η ολοκλήρωση αυτής της διαδικασίας μάλλον αναμένεται να πραγματοποιηθεί κατά το επόμενο δίμηνο.

5. Συμπέρασμα

Τα σύγχρονα χρηματοπιστωτικά μέσα δημιουργούνται για να καλύψουν μια ανάγκη του χρηματοοικονομικού συστήματος. Η δημιουργία των μέσων αυτών, όχι μόνο δεν πρόκειται να σταματήσει, αλλά αναμένεται να πολλαπλασιαστεί και να πάρει και άλλες μορφές στο μέλλον. Από την άλλη πλευρά η ίδια η αποτελεσματικότητα, η ασφάλεια και η ακεραιότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος εξαρτάται από την επάρκεια των γνώσεων των συναλλασσομένων και των ασφαλιστικών δικλείδων που δημιουργούνται, τόσο σε επίπεδο θεσμών όσο και σε επίπεδο ξεχωριστών επενδυτικών οντοτήτων και μεμονωμένων επενδυτών.