

# Repo & collateral trading

## Οι επερχόμενες αλλαγές και η σημασία τους για τις ελληνικές τράπεζες

ΤΟΥ **ΘΑΝΑΣΗ Κ. ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΥ**

Senior dealer, Repo desk, Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος

Την τελευταία δεκαετία η χρήση χρηματοοικονομικών ασφαλειών (financial collaterals) στις διεθνείς χρηματαγορές έχει αυξηθεί ραγδαία. Κύριοι λόγοι είναι η όλο και μεγαλύτερη χρήση τους από τις αγορές ομολόγων και παραγώγων, η ανάπτυξη των συστημάτων διακανονισμού και πληρωμών και το ειδικό βάρος που έχουν αποκτήσει οι ασφαλιζόμενες πράξεις για τις κεντρικές τράπεζες.

Ως χρηματοοικονομική ασφάλεια (ΧΑ) ορίζεται κάθε χρηματοροή, μέσω της οποίας **ασφαλίζεται** μια χρηματοοικονομική συναλλαγή, είτε μέσω δέσμευσης είτε μέσω μεταβίβασης κυριότητας, και ουσιαστικά μειώνει τον πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου, μετατρέποντάς τον κυρίως σε κίνδυνο μεταβολής της τιμής του υποκειμένου της χρηματοοικονομικής πράξης.

Μέχρι πρότινος η αξιολόγηση μιας ΧΑ γινόταν βάσει της σχέσης απόδοσης-κινδύνου από τα αντίστοιχα τμήματα διαπραγμάτευσης των τραπεζών (trading area). Τομείς όπως η εκκαθάριση, ο διακανονισμός των πράξεων, η παρακολούθηση της εφαρμογής του νομικού και ρυθμιστικού πλαισίου και ο υπολογισμός της κεφαλαιακής επιβάρυνσης συνήθιζαν να αποτελούν διεκπεραιωτικές εργασίες (post-trade area), με διαφορετικό στόχο και χαλαρή σύνδεση μεταξύ τους.

Τελευταία όμως η αναγνώριση των εργασιών αυτών στην τελική διαμόρφωση της αξίας μιας ΧΑ καθιστά αναγκαία τη στρατηγική εκμετάλλευση των περιθωρίων ανάπτυξής τους σε **άμεση** συνάρτηση με τα τμήματα διαπραγμάτευσης, δηλαδή τη συστηματική ανάπτυξη της δυναμικής διαχείρισης χρηματοοικονομικών ασφαλειών (collateral trading).

### Ανάλυση

Για να θεωρηθεί ένα στοιχείο του ενεργητικού ΧΑ θα πρέπει:

- Να επιτρέπεται η μεταβίβαση της κυριότητάς του.
- Να μπορεί να δημιουργήσει βραχυπρόθεσμο κέρδος από τη διαπραγμάτευσή του.
- Να μην υπάρχουν ιδιαίτεροι περιορισμοί στη διακίνησή του.
- Να μπορεί να διακανονιστεί και εκκαθαριστεί σε ένα τουλάχιστον σύστημα διακανονισμού (Clearstream, Euroclear, LCH, Domestic κ.ά.).
- Να υπάρχει ανεξάρτητη και αξιόπιστη πηγή τιμολόγησής του.
- Να υπάρχει τιμή γι' αυτό σε κάθε χρονική στιγμή, δηλαδή ικανή ρευστότητα.

Η δεξαμενή ΧΑ μιας τράπεζας αποτελεί ένα «κρυφό νόμισμα» που χρησιμοποιείται ως ενέχυρο για την κάλυψη χρηματοοικονομικών πράξεων. Η όλη διαδικασία περιλαμβάνει την απόφαση για το δανεισμό, τη διαπραγμάτευση, την αποδοχή της ΧΑ ως ενεχύρου, την εκτέλεση, επιβεβαίωση, εκκαθάριση και διακανονισμό της πράξης, τη νομική, ρυθμιστική και κανονιστική συμμόρφωση της πράξης σε όλη τη διάρκειά της και τον υπολογισμό και έλεγχο των κινδύνων που δημιουργεί για την τράπεζα. Παραδοσιακά τη διαπραγμάτευση αυτών των ενεχύρων την έκανε το Repo ή Securities Lending Desk.

Σήμερα όμως που οι ΧΑ ασφαλίζουν χρηματοοικονομικές πράξεις όλο και μεγαλύτερου εύρους, λόγοι οικονομίας επέβαλαν την επανεξέταση των κριτηρίων αποδοτικότητας της όλης διαδικασίας χρήσης τους, κάτω από ένα κοινό κέντρο κέρδους με στενή σύνδεση με τα τμήματα διαπραγμάτευσης, δηλαδή τη δημιουργία της Διαχείρισης ΧΑ.

## Στόχοι

Στόχοι της Διαχείρισης ΧΑ (collateral trading) είναι:

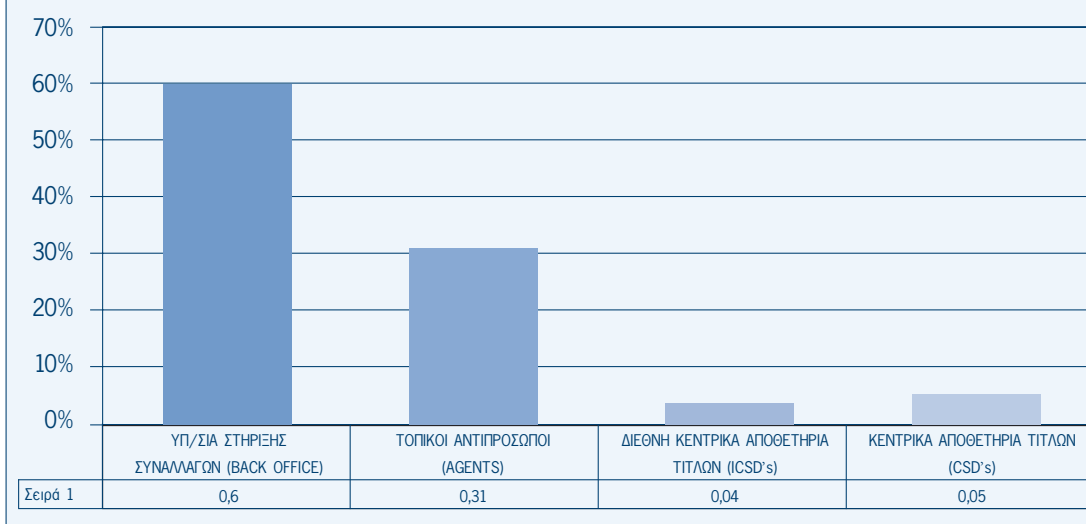
1. Η βέλτιστη χρηματοδότηση όλων των διαθεσίμων ΧΑ που υπάρχουν στα βιβλία της τράπεζας και η ενδυνάμωση των αποδόσεών τους μέσω της δημιουργίας πρόσθετου εισοδήματος.
2. Η μείωση της κεφαλαιακής επιβάρυνσης της τράπεζας και του κόστους διακράτησης των ΧΑ μέσω της δυνατότητας ανταλλαγής και της βέλτιστης κατανομής τους.
3. Η υποστήριξη και παρακολούθηση κάθε είδους πράξης που ασφαλίζεται από ΧΑ και της συμμόρφωσής τους με το εκάστοτε πλαίσιο λειτουργίας.

## Σημερινή εικόνα

Σήμερα η αγορά Διαχείρισης ΧΑ χαρακτηρίζεται από:

- Την αύξηση του όγκου συναλλαγών των ασφαλιζόμενων με ΧΑ πράξεων (collateralized financial transactions).
- Την αναδιάρθρωση και διεθνοποίηση του κανονιστικού πλαισίου των αγορών, καθώς και τη σύγκλιση στη νομική και φορολογική αντιμετώπιση των ΧΑ.
- Την ανάγκη μείωσης του κόστους συναλλαγών. Χαρακτηριστικά, στην Ευρώπη η εκκαθάριση μιας διατραπεζικής πράξης είναι 30% πιο ακριβή από τις ΗΠΑ. Στον πίνακα 1 εμφανίζεται έρευνα της Euroclear (2003), όπου φαίνεται η διαφορά ανάμεσα στα άμεσα και έμμεσα κόστη διακανονισμού μιας πράξης ΧΑ.
- Τη μεγαλύτερη ευαισθησία στην έκθεση κινδύνων και την ανάγκη μείωσης και καλύτερης διαχείρισής τους, ιδιαίτερα μετά το 1998 (Ρωσία) και 2001 (WTC).
- Τη ραγδαία ανάπτυξη της τεχνολογίας, που επιτρέπει την αποτελεσματική και ασφαλή επεξεργασία πολλαπλών πράξεων ΧΑ σε πραγματικό χρόνο.
- Τις δομικές αλλαγές διεθνώς. Μόνο στην Ευρώπη, μέχρι πρόσφατα υπήρχαν 12 διαφορετικές ρυθμιστικές αρχές, 19 εγχώρια και 2 διεθνή συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμού, καθώς και πληθώρα συστημάτων διαπραγμάτευσης, αφήνοντας μεγάλα περιθώρια ανάπτυξης της αγοράς. Το Δεκέμβριο 2004 ο συνολικός όγκος Repo πράξεων στην Ευρώπη ήταν περίπου Eur 5.000 bn, αυξημένος κατά 108% από το Δεκέμβριο 2001 (8th ISMA Repo Survey, December 2004).

Πίνακας 1  
ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΝΑΜΜΑΓΩΝ (EUROCLEAR 2003)

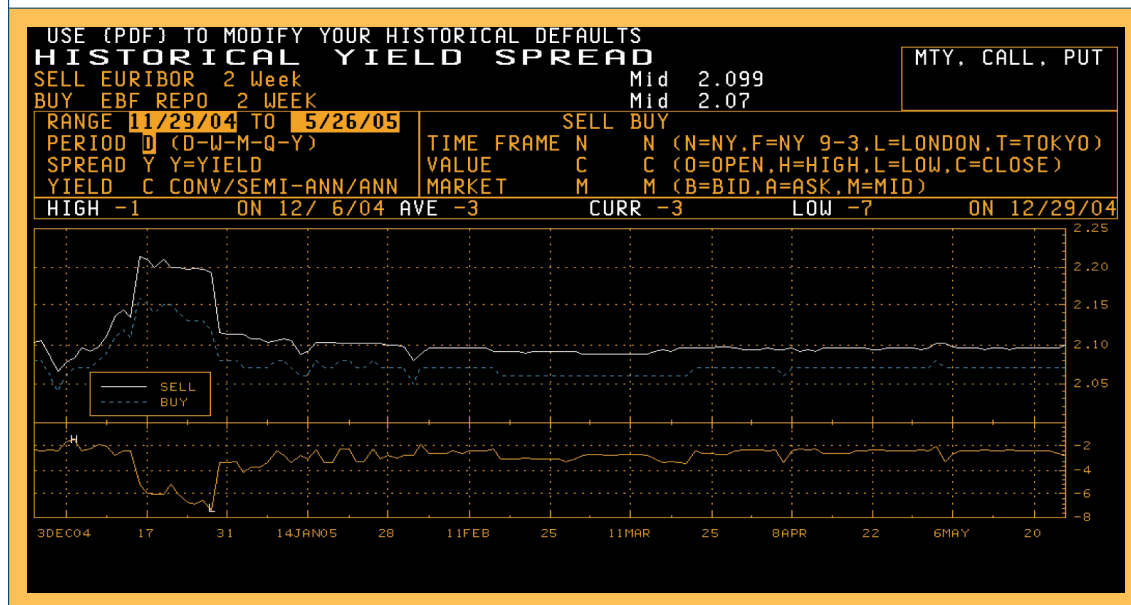


## Χρήσεις των χρηματοοικονομικών ασφαλειών

Οι ΧΑ χρησιμοποιούνται κυρίως:

1. Στην αγορά τίτλων, μέσω του Repo Desk, που είναι τα «μάτια» (λόγω πληροφόρησης) και τα «χέρια» (λόγω διαπραγμάτευσης) της Διαχείρισης ΧΑ. Το Repo:
  - Μειώνει τον πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου και την πιθανή ζημία λόγω πτώχευσης, ακόμα κι αν η αξία ρευστοποίησης των ΧΑ είναι μικρότερη από την αναμενόμενη.
  - Προσφέρει φθηνότερη χρηματοδότηση από την παραδοσιακή αγορά χρήματος. Ενδεικτικά, στον πίνακα 2 εμφανίζεται η διαφορά ανάμεσα στις καμπύλες επιτοκίων EURIBOR και EUREPO για διάστημα δύο εβδομάδων τους τελευταίους 7 μήνες.
  - Επιτρέπει τη διατήρηση ανοιχτών θέσεων πώλησης.
  - Επιτρέπει τη βραχυπρόθεσμη διαχείριση του ισολογισμού, χωρίς την ανάγκη πώλησης στοιχείων του ενεργητικού.
  - Παρέχει πρόσθετη πληροφόρηση για την πιστοληπτική ικανότητα του δότη (asymmetric information) βάσει της ποιότητας και ποσότητας ΧΑ που δίνει.
  - Επιτρέπει τη δυναμική διαχείριση της κατανομής ΧΑ ανά σύστημα και τρόπο διακανονισμού.
2. Στην αγορά παραγώγων. Οι κανόνες σωστής διαχείρισης και οι περισσότεροι οργανισμοί εκκαθάρισης επιβάλλουν οι ανοιχτές θέσεις των παράγωγων πράξεων να καλύπτονται από πληρωμές περιθωρίων (margins) για τη μείωση του πιστωτικού κινδύνου. Η χρήση ΧΑ επιτρέπει σε τράπεζες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα να συμμετέχουν στις αγορές αυτές.
3. Στα συστήματα πληρωμών και διακανονισμού, μέσω των οποίων οι τράπεζες διαχειρίζονται τη ρευστότητά τους και τους αντίστοιχους κινδύνους. Σήμερα που τα συστήματα αυτά λειτουργούν σε συνθήκες πραγματικού χρόνου (RTS) χρειάζεται δυναμική και όχι στατική διαχείριση των ασφαλειών που δεσμεύονται, τόσο ως προς την αξία όσο και ως προς την αποδοχή τους από το σύστημα.

## Πίνακας 2



4. Οι κεντρικές τράπεζες χρησιμοποιούν τις ΧΑ είτε στις πιστωτικές διευκολύνσεις προς τις συμμετέχουσες τράπεζες, μέσω παροχής βραχυπρόθεσμης ρευστότητας, είτε στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής μέσω των Repo πράξεων. Έτσι ελέγχουν την επιθυμητή ρευστότητα του συστήματος, σηματοδοτούν τα επιθυμητά επίπεδα επιτοκίων (signalling effect) και επιτυγχάνουν την προστασία τους έναντι του πιστωτικού κινδύνου. Ταυτόχρονα η χρήση ενεχύρων είναι ένα μέσο να φανούν ουδέτερες προς όλες τις τράπεζες και να ακολουθούν πολιτική ίσων αποστάσεων. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) απαιτεί στο σύστημα πληρωμών TARGET την πλήρη και έγκαιρη κάλυψη με ΧΑ, όλων των πράξεων ενδοημερήσιας ρευστότητας προς τις τράπεζες.

Γενικότερα, μέσω της χρήσης ΧΑ, οι τράπεζες έχουν κίνητρο πιο προσεκτικής πολιτικής, καθώς με τη μεταφορά κυριότητας αποποιούνται το δικαίωμα χρήσης των ΧΑ σε περίπτωση κρίσης. Αυτό βέβαια όταν υπάρχουν αποτελεσματικές πτωχευτικές διαδικασίες που προστατεύουν το δέκτη (incentive effect).

## Πλαίσιο αναφοράς χρήσης χρηματοοικονομικών ασφαλειών

Το πλαίσιο αναφοράς χρήσης των ΧΑ διέπεται κυρίως από τρεις άξονες: το νομικό, τον κανονιστικό και το ρυθμιστικό.

Ο **νομικός** άξονας εκφράζεται ιδιαίτερα πετυχημένα μέσω της τελευταίας κοινοτικής οδηγίας 6.6.2002/47/ΕΚ, που θέτει τις βάσεις για μια εντυπωσιακή ανάπτυξη της αγοράς ΧΑ στην Ευρώπη. Κύριες βελτιώσεις είναι:

- Υπάρχει ένας πλέον νόμος που καλύπτει το δανεισμό, τις συμφωνίες πώλησης και επαναγοράς, τη μεταφορά κυριότητας, τις δεσμεύσεις και το συμψηφισμό υποχρεώσεων ΧΑ ανά την Ευρώπη.
- Εξασφαλίζεται η επαναχρησιμοποίηση και διαδοχική χρήση του τίτλου (right of re-use). Αυτό αποτελεί βασική προϋπόθεση ανάπτυξης της αγοράς, καθώς έτσι αυξάνεται η ταχύτητα κυκλοφορίας

της ΧΑ (velocity), επιτρέποντας την πραγματοποίηση μεγαλύτερου όγκου πράξεων από την αρχική προσφορά του τίτλου.

- Ιδιαίτερη σημασία δίνεται στη νομική τεκμηρίωση και βεβαιότητα των ανωτέρω σε όλα τα επίπεδα της πορείας της πράξης ενός τίτλου (documentation).

Ο **κανονιστικός** άξονας εκφράζεται μέσω των κανονισμών κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών (κυρίως προτάσεις της επιτροπής της Βασιλείας I και II). Το υπάρχον – Basel I – πλαίσιο κρίθηκε ότι δεν καλύπτει πλήρως όλες τις παραμέτρους για την ορθή αντιμετώπιση των τεχνικών μετατροπής κινδύνου, στις οποίες συγκαταλέγονται και οι ασφαλιζόμενες πράξεις. Χρειάζεται προσοχή γιατί ο κίνδυνος δεν εξαφανίζεται, αλλά μάλλον μετατρέπεται σε αυτό που αναφέρεται ως υπολειπόμενος κίνδυνος (νομικός, λειτουργικός, ρευστότητας και αγοράς).

Οι βασικές αλλαγές για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων από ασφαλιζόμενες πράξεις στο Basel II, που θα τεθεί σε ισχύ μέχρι το 2007, είναι:

1. Η χρήση περισσότερων κατηγοριών ΧΑ.
2. Η διαφορετική αντιμετώπιση των πράξεων βάσει της διακύμανσης της αξίας των υποκείμενων ασφαλειών.
3. Η θέσπιση τριών τουλάχιστον συνθηκών που θα πρέπει να ισχύουν, ώστε οι ασφαλιζόμενες πράξεις να τυγχάνουν ευνοϊκής μεταχείρισης από άποψη κεφαλαιακής επάρκειας.
  - i. Η ύπαρξη μηχανισμού και διαδικασιών που να εξασφαλίζουν τη βεβαιότητα από νομικής άποψης της μεταφοράς κυριότητας της ασφάλειας και να επιτρέπουν τη γρήγορη και αποτελεσματική ρευστοποίηση/αποζημίωση σε περίπτωση προβλήματος του αντισυμβαλλομένου.
  - ii. Ο έλεγχος της συσχέτισης του εκδότη των ασφαλειών με την πιστοληπτική ικανότητα του αντισυμβαλλομένου.
  - iii. Η ύπαρξη μηχανισμού για τη σωστή απεικόνιση και παρακολούθηση των ασφαλειών.

Τέλος, ο **ρυθμιστικός** άξονας σκιαγραφείται στην Ευρώπη από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΚΤ. Πιο σημαντικές κινήσεις είναι η προσπάθεια για την κατάργηση των εμποδίων προς μια ενιαία αγορά ΧΑ (Giovannini Group I & II), η δημιουργία Πανευρωπαϊκού Νομικού Συμβολαίου Χρήσης ΧΑ (European Master Agreement) και το σύστημα υπολογισμού περιθωρίων εξασφάλισης της λίστας των αποδεκτών ΧΑ του ευρωσυστήματος. Κάθε αλλαγή στη λίστα επηρεάζει τις τράπεζες, που υποχρεώνονται να διακρατούν για εβδομαδιαίες Repo πράξεις με την ΕΚΤ, αλλά και δεσμευμένες στα συστήματα πληρωμών της ευρωζώνης ΧΑ συνολικού ύψους περίπου Eur 860 bn.

Στον πίνακα 3 εμφανίζονται τα περιθώρια εξασφάλισης που ίσχυαν τον Ιανουάριο 2005.

Για την εξασφάλιση επαρκούς διαθεσιμότητας ΧΑ στις τράπεζες της ευρωζώνης, η ΕΚΤ αποφάσισε, τον Αύγουστο του 2004, την προσθήκη στη λίστα αποδεκτών τίτλων «νέων» ΧΑ. Από το Μάιο 2005 θα προστεθούν κυβερνητικά ομόλογα non-EEA G10 χωρών, με νόμισμα έκδοσης το ευρώ, τον Ιανουάριο 2007 τραπεζικά δάνεια και μέχρι τον Ιανουάριο 2012 μη εμπορεύσιμα τιτλοποιημένα στεγαστικά ομόλογα, μετοχές κ.ά. Υπολογίζεται ότι μόνο η προσθήκη τραπεζικών δανείων θα αυξήσει τις αποδεκτές ΧΑ κατά Eur 370 bn.

Πίνακας 3					
	ΠΕΡΙΘΩΡΙΑ ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΠΑΛΛΙΑΣ 1ης ΒΑΘΜΙΔΑΣ	1n ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	2n ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	3n ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	4n ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ
<b>ΛΗΞΗ</b>	<b>ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΤΟΚΟΜΕΡΙΔΙΟΥ</b>				
0-1 ΕΤΗ	0,0	0,5	1,0	1,5	2,0
1-3 ΕΤΗ	1,5	1,5	2,5	3,0	3,5
3-5 ΕΤΗ	2,0	2,5	3,5	4,5	5,5
5-7 ΕΤΗ	2,0	3,0	4,5	5,5	6,5
7-10 ΕΤΗ	3,0	4,0	5,5	6,5	8,0
> 10 ΕΤΗ	3,0	5,5	7,5	9,0	12,0
Πηγή: ECB.					

## Κέρδος και κόστος από την ανάπτυξη Διαχείρισης ΧΑ

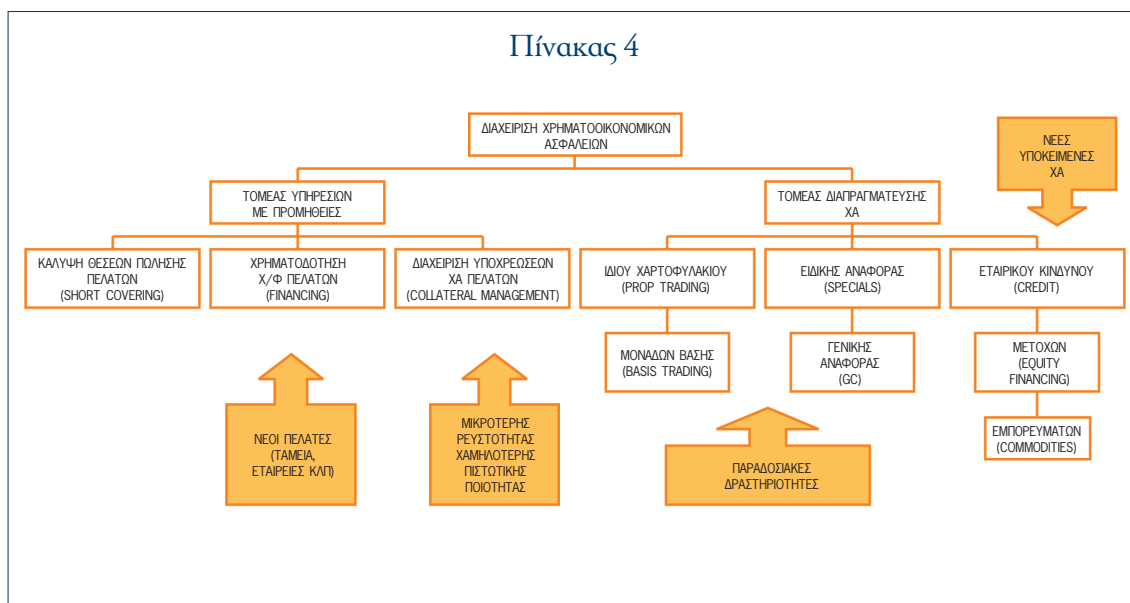
Όταν ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός αποφασίσει να εκμεταλλευτεί συγκεντρωτικά (consolidation basis) όλες τις συνέργειες της δεξαμενής ΧΑ του, έχει τις ακόλουθες επιλογές:

- Απλά να κερδίσει από τη μείωση της κεφαλαιακής επιβάρυνσης, λόγω χρήσης των ΧΑ, και την πολύτιμη πληροφόρηση για τις αγορές και τους αντισυμβαλλομένους.
- Να χρησιμοποιήσει αντιπρόσωπο για τη διαχείριση των ΧΑ του, έναντι κάποιας αμοιβής ως ποσοστού της δραστηριότητάς του. Σαφώς πιο φθηνός τρόπος ανάπτυξης, ιδιαίτερα για μικρού μεγέθους τράπεζες, αλλά μειώνει το εν δυνάμει κέρδος χρήσης των ΧΑ.
- Να αναπτύξει πλήρως το Τμήμα Διαπραγμάτευσης Δανεισμού/Πώλησης και Επαναγοράς Τίτλων (Repo Desk). Το κόστος ανάπτυξης ενός τέτοιου τμήματος είναι σημαντική επένδυση και θα πρέπει να δημιουργεί ικανοποιητική απόδοση, καθώς απαιτεί να συντηρείται καθημερινά ένα ελάχιστο επίπεδο δραστηριότητας. Στην περίπτωση αυτή όμως η Διαχείριση ΧΑ μπορεί να λειτουργήσει και ως κέντρο κέρδους για την τράπεζα, αλλά και ως πηγή εισοδήματος, με τη μορφή προμηθειών από την προσφορά υπηρεσιών.
- Να χρησιμοποιήσει συνδυασμό των ανωτέρω, εκχωρώντας (outsourcing) μερικές από τις δραστηριότητες μέσω Triparty Repo, όπως collateral management, risk monitoring και reporting, μειώνοντας το λειτουργικό κίνδυνο και τα κόστη υποδομής των τμημάτων αυτών, επιτυγχάνοντας οικονομίες κλίμακας και διευρύνοντας την πελατειακή τους βάση.

Σχηματικά η Διαχείριση ΧΑ βρίσκεται στην καρδιά της τράπεζας, λόγω της σύνδεσής της με πολλά τμήματα. Στον πίνακα 4 εμφανίζεται μια μορφή ενός πλήρως δομημένου σχήματος.

Εκμεταλλεύομενος τις εκάστοτε συνθήκες και υποβοηθούμενος από ένα αξιόπιστο σύστημα επιβολής περιοχών αποτίμησης (haircuts) και συνεχούς παρακολούθησης των περιθωρίων εξασφάλισης (margins), ο διαπραγματευτής ΧΑ μπορεί να βελτιστοποιήσει την αξία της δεξαμενής ΧΑ για την τράπεζα. Χρησιμοποιώντας τις κατάλληλες ΧΑ για την κάλυψη της κατάλληλης υποχρέωσης ανάλογα με το προφίλ κινδύ-

Πίνακας 4



νου της ασφαλιζόμενης πράξης μπορεί να επιτύχει ακόμη και **μηδενική** κεφαλαιακή επιβάρυνση. Αυτό, αφού λάβει υπόψη τη δομή και ρευστότητα της υποκειμένης ΧΑ, τη διακύμανση της τιμής της, τυχόν νομικούς κινδύνους, την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη της ασφάλειας, τη συσχέτισή της με τον αντισυμβαλλόμενο, φορολογικές ιδιαιτερότητες, περιορισμούς ισολογισμού, κίνδυνο συναλλάγματος και αντισυμβαλλομένου, χρονικούς και τοπικούς περιορισμούς των συστημάτων διακανονισμού κ.ά.

Ένα παράδειγμα πιθανών περικοπών αποτίμησης εμφανίζεται στον πίνακα 5.

Πίνακας 5

ΠΕΡΙΚΟΠΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (HAIRCUTS) ΑΝΑ ΤΙΤΛΟ	ΥΨΗΛΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	ΙΚΑΝΟΠΟΙΗΤΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	ΧΑΜΗΛΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	ΠΟΛΥ ΧΑΜΗΛΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ
ΤΙΤΛΟΙ	ΧΑΜΗΛΗΣ ΠΕΡΙΚΟΠΕΣ	ΜΕΤΡΙΕΣ ΠΕΡΙΚΟΠΕΣ	ΥΨΗΛΗΣ ΠΕΡΙΚΟΠΕΣ	ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΠΕΡΙΚΟΠΕΣ
ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΟΙ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ, G8, OECD κ.λπ.		ΕΕΜΕΑ, ΛΑΤ. ΑΜΕΡΙΚΗ ΑΠΩ ΑΝΑΤΟΛΗ AA-, BBB	ΕΕΜΕΑ ΛΑΤ. ΑΜΕΡΙΚΗ ΑΠΩ ΑΝΑΤΟΛΗ BBB-to BB
ΕΤΑΙΡΙΚΟΙ	AA+ (L/T) A1+ (S/T)	AA-, BBB (L/T) A1-, A2 (S/T)	BBB- OR LOWER (L/T) A3, BB (S/T)	BELLOW B+, DISTRESSED OR WORK OUT
ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΜΕΝΟΙ		RMBS, CLO's, CDO's, AUTO, (AAA- AA+)	RMBS, CLO's, CDO's (AA- BBB)	RMBS, CLO's, CDO's AUTOs (BBB- (L/T)), bellow A3 (S/T) to B-
ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ		ΚΥΡΙΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ DAX 30, CAC 40 κ.λπ.	ΔΕΥΤΕΡΕΥΟΝΤΕΣ ΔΕΙΚΤΕΣ ASX20, BEL20 κ.λπ.	ΆΛΛΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ
ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΟΙ			ΤΙΤΛΟΙ ΤΩΝ ΟΠΟΙΩΝ Ο Ο ΕΚΔΟΤΗΣ ΕΙΝΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΜΕΝΟΣ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΝ ΣΕ ΠΡΩΤΟΓΕΝΕΙΣ ΔΕΙΚΤΕΣ	ΤΙΤΛΟΙ ΤΩΝ ΟΠΟΙΩΝ ΕΚΔΟΤΗΣ ΔΕΝ ΕΙΝΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΜΕΝΟΣ ΚΑΙ/Η ΔΕΝ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΝ ΣΕ ΔΕΙΚΤΕΣ

## Οι επερχόμενες αλλαγές

Η Διαχείριση ΧΑ αποτελεί πολλά υποσχόμενη δραστηριότητα. Όλες οι τράπεζες θα χρειαστεί να διαχειρίζονται τις ΧΑ τους πιο ενεργά και πιο συστηματικά στο μέλλον.

Οι **ωφέλειες** τους εξαρτώνται από το εύρος και τον τρόπο ανάπτυξης του collateral trading και συνοπτικά είναι:

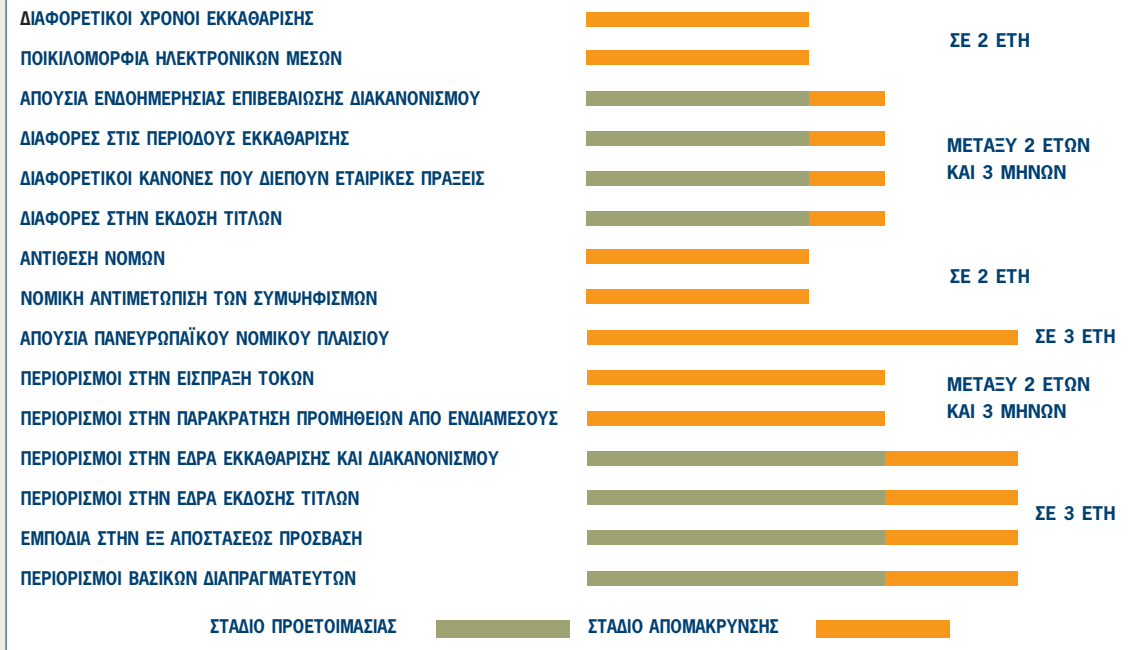
- Η υποστήριξη των διαπραγματευτικών θέσεων της τράπεζας με καλύτερα επίπεδα χρηματοδότησης.
- Ο μειωμένος αντίκτυπος στα πιστωτικά όρια, μέσω της ανάπτυξης όγκων ασφαλιζόμενων πράξεων.
- Η απεξάρτηση του βραχυπρόθεσμου κόστους χρηματοδότησης από την πιστωτική βαθμολόγηση της τράπεζας και συσχέτισή του με τις προσφερόμενες ΧΑ.
- Η δημιουργία κέρδους από τη δυναμική διαπραγμάτευση ΧΑ με διαφορετικά χαρακτηριστικά.
- Η ενδυνάμωση των αποδόσεων των διαθεσίμων ΧΑ, με την ανάληψη σχετικά χαμηλότερου κινδύνου.
- Η συγκέντρωση όλων των διαθεσίμων υπό κεντρική διαχείριση και επιτυχία οικονομικών κλίμακας στη χρήση συστημάτων, προσωπικού κ.λπ., ιδιαίτερα μετά το κύμα συγχωνεύσεων στον τραπεζικό χώρο.
- Η καλύτερη διαχείριση δεικτών ρευστότητας, φερεγγυότητας και κεφαλαίων υψηλού κινδύνου.
- Η μείωση και μετατροπή του πιστωτικού κινδύνου, μέσω της ανάπτυξης εργαλείων ελέγχου κινδύνων (haircuts, margins, collateral management, client risk mitigation).
- Η αποτελεσματικότερη διαχείριση ισολογισμού γενικότερα (Duration Flexibility, Short-term Liquidity).

Οι **παράγοντες** που θα επηρεάσουν την ανάπτυξη της αγοράς ΧΑ είναι κυρίως:

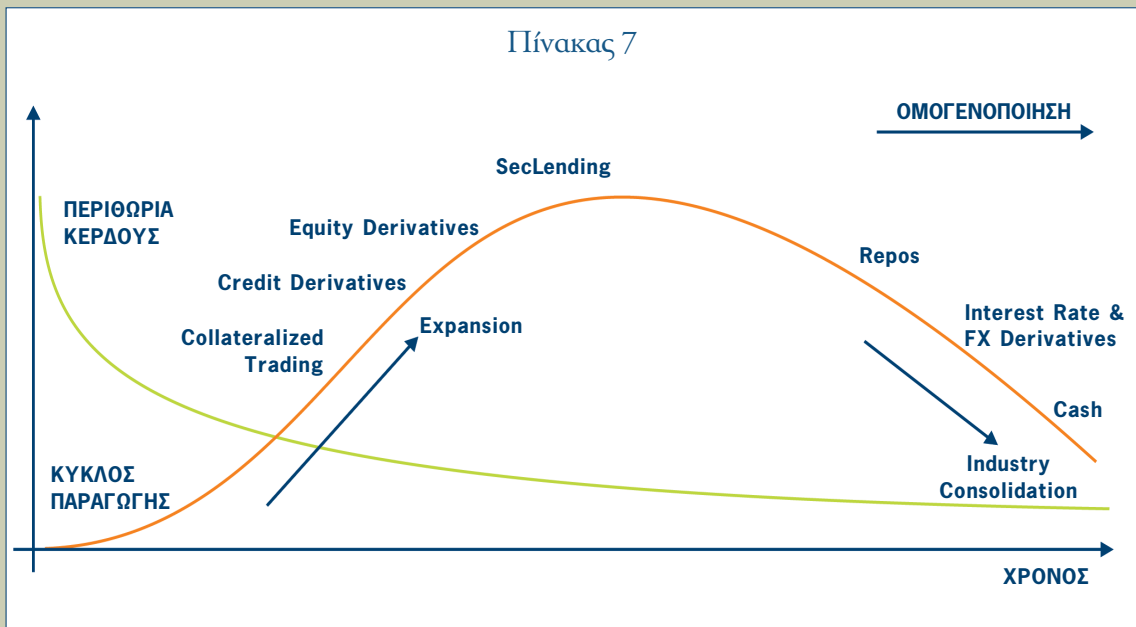
1. Οι εξελίξεις στη δομή των αγορών. Ήδη η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ανέλυσε και εφαρμόζει το χρονοδιάγραμμα (2ο Giovannini Group 2003) για την αφαίρεση των 15 εμποδίων ανάπτυξης της αγοράς ΧΑ, αλλάζοντας τα δεδομένα υπέρ των επενδυτών και εντείνοντας τον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών. Στον πίνακα 6 εμφανίζεται το χρονοδιάγραμμα αυτό.
2. Οι εξελίξεις στη δομή των προϊόντων. Το collateral trading αποτελεί την εξέλιξη των παραδοσιακών Repo και Securities Lending Desks. Καθώς λειτουργούν σε αγορές που ωριμάζουν και ομογενοποιούνται, θα έχουν όλο και μικρότερα περιθώρια κέρδους. Συνάγεται ότι η λύση για χρηματοοικονομικούς οργανισμούς με μεγάλα χαρτοφυλάκια, όπως οι τράπεζες, είναι η διαφοροποίηση και επέκτασή τους στη Διαχείριση ΧΑ. Όπως φαίνεται στον πίνακα 7 η Διαχείριση ΧΑ βρίσκεται στο 2ο στάδιο του κύκλου παραγωγής, εκείνο της ανάπτυξης.
3. Η διαφοροποίηση προσφοράς και ζήτησης ΧΑ λόγω:
  - i. Της εφαρμογής της Basel II που ενθαρρύνει τη χρήση ασφαλιζόμενων πράξεων στον έλεγχο και διαχείριση των κινδύνων σε βάρος των ακάλυπτων (unsecured) πράξεων.
  - ii. Της τυποποίησης των αγορών τιτλοποιημένων, καλυμμένων, αλλά και υβριδικών τίτλων και την πιο εύκολη έκδοσή τους.
  - iii. Της ανάπτυξης αγοράς επενδυτών σε προϊόντα με αυξημένη μόχλευση. Αυτοί, στην προσπάθειά τους να χρηματοδοτήσουν με καλύτερους όρους τις θέσεις τους, ασκούν πίεση στην αγορά, ώστε τα διαθέσιμά τους να γίνουν αποδεκτά ως ΧΑ και έτσι να έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα.
  - iv. Της αυξανόμενης αναγνώρισης ότι οι ΧΑ αποτελούν «νόμισμα» για τη μείωση του πιστωτικού κινδύνου.
  - v. Της ανάπτυξης του Triparty Repo.
  - vi. Της περαιτέρω τυποποίησης και εμπορευματοποίησης της χρήσης ΧΑ, μέσω της δημιουργίας νέων προϊόντων π.χ. EUREPO FUTURES, Repo options, Quad-Party Repo κ.ά.



**Πίνακας 6**  
**ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΑΠΟΜΑΚΡΥΝΣΗΣ ΕΜΠΟΔΙΩΝ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ**  
**ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ (ΓΙΟΒΑΝΝΙΝΙ 2003)**



**Πίνακας 7**



## Συμπέρασμα

Καθώς η χρήση χρηματοοικονομικών ασφαλειών διεθνώς αυξάνεται με ραγδαίους ρυθμούς, δίπλα στο παραδοσιακό «**know your customer**» ανατέλλει το «know your Collateral». Η ανάπτυξη της Διαχείρισης Χρηματοοικονομικών Ασφαλειών αποτελεί επιχειρησιακή αναγκαιότητα, αλλά και ευκαιρία ανάπτυξης για τις ελληνικές τράπεζες, οι οποίες θα πρέπει να ετοιμάσουν και να προσαρμόσουν τη στρατηγική τους ανάλογα. Λόγω της θέσης της (κομβικό σημείο ανάμεσα στις αγορές χρήματος, τίτλων και παραγώγων), επιτρέπει την ασφαλή ροή κεφαλαίων ανάμεσα στις τρεις αυτές αγορές, διευκολύνει τη διαχείριση του ισολογισμού και, μέσω της πληροφόρησης για την ποιότητα των τίτλων και των αντισυμβαλλομένων, αποτελεί εργαλείο πρόβλεψης και διαχείρισης κινδύνου.

Ο τρόπος με τον οποίο οι τράπεζες θα διαχειρίζονται τις χρηματοοικονομικές ασφάλειες των ιδίων και των πελατών τους στο μέλλον, θα καθορίσει το συγκριτικό πλεονέκτημα και τις ωφέλειες που θέλουν να έχουν στη νέα αυτή προσοδοφόρα αγορά. Σε κάθε περίπτωση και με δεδομένο ότι η πλειονότητα των διαθέσιμων ασφαλειών που κατέχουν οι ελληνικές τράπεζες είναι ελληνικής προέλευσης, η στρατηγική που θα ακολουθήσουν θα επηρεάσει θετικά ή αρνητικά, όχι μόνο τις προοπτικές ανάπτυξής τους, αλλά και την ελκυστικότητα των ελληνικών Χρηματοοικονομικών Ασφαλειών στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

## Βιβλιογραφία

1. Bank for International Settlements.
  - Implications of Repo Markets for Central banks, 9 March 1999.
  - Collateral in wholesale financial markets: Recent trends, risk management and market dynamics, March 2000.
  - International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework, June 2004.
2. EU Commission.
  - Second report on EU clearing and settlement arrangements by the Giovannini Group, April 2003.
  - Clearing and settlements in EU, main policy issues and futures challenges, COM (2002), 257 of 25 August 2002.
3. European Parliament.
  - EU Directive 2002/47/EC on Financial Collateral Arrangements, 6 June 2002.
  - EU Directive 1998/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems, 19 May 1998.
  - EU Directive 2000/1346/EC on Insolvency Procedures, 29 May 2000.
4. Minutes of the European Repo Council (Various), ERC. Αναλυτικά στο site [www.isma.org](http://www.isma.org)
5. European Central Bank.
  - Measures to improve the collateral framework of the Eurosystem, January 2004.
  - Η Εφαρμογή της Νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, February 2004.
  - Raising rival's costs in the securities settlement industry, Working paper series 376, July 2004.
  - Guess what? It's the settlements, Working paper series 375, July 2004.
  - TARGET2, Principles and structure, 16 December 2002.
6. Γκόρτσος Χ., Ο Κανονισμός 2560/2001 σχετικά με τις διασυνοριακές πληρωμές σε ευρώ, ΔΕΕΤ, αρ. 28, 2002.