

# ΚΑΙΝΟΤΟΜΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Αγοράστη Ολυμπία & Παύλου Νικόλαος  
ΤΕΙ Λάρισας

## Περίληψη

Η εργασία αυτή ξεκινάει λέγοντας ότι εξαιτίας της τεράστιας εξέλιξης στις αγορές ομολόγων έχουν αναπτυχθεί νέα επενδυτικά εργαλεία. Στην ανάπτυξη των εργαλείων αυτών συντέλεσαν και οι οικονομικές αλλαγές και τάσεις στην αγορά εισοδήματος τα τελευταία χρόνια που είχαν σαν αποτέλεσμα στις κεντρικές αποφάσεις που λαμβάνει πλέον ένας μάνατζερ να συμπεριλαμβάνονται και εκείνες που βρίσκονται έξω από το σημείο αναφοράς σταθερού εισοδήματος. Στη συνέχεια το κείμενο περιγράφει τις αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στην έκδοση ομολόγων. Έπειτα παρουσιάζει αυτά τα νέα επενδυτικά εργαλεία τα οποία είναι οι τιτλοποιήσεις πίσω από ενεργητικό και το δομημένο χρέος, τα μετατρέψιμα και τα υβριδικά ομόλογα, τα ομόλογα που συνδέονται με τον πληθωρισμό, το χρέος αναδυόμενων αγορών και τα ομόλογα υψηλής απόδοσης. Το κείμενο κλείνει λέγοντας ότι τα εργαλεία αυτά μπορούν να κάνουν το περιβάλλον αυτό πιο προκλητικό ώστε οι δραστήριοι μάνατζερς να μπορέσουν να αντεπεξέλθουν και να παραδώσουν στους επενδυτές τις προσδοκώμενες αποδόσεις.

## Εισαγωγή

Τα τελευταία δέκα χρόνια έχει παρατηρηθεί μια τεράστια εξέλιξη στις αγορές ομολόγων τέτοια που η δομή τους τώρα είναι πιο περίπλοκη από ότι κάποιοι επενδυτές εκτιμούν. Ένας πλούτος από νέους τομείς και επενδυτικά εργαλεία έχει αναπτυχθεί και η χρήση τους γίνεται όλο και περισσότερο κοινή ακόμα και από τα πιο απλά χαρτοφυλάκια σταθερού εισοδήματος. Αυτή η ομάδα μεγαλύτερης δυνατότητας επιτρέπει στους διαχειριστές ομολόγων να φτιάξουν περισσότερο προσεχτικά όσον αφορά τον κίνδυνο καθώς και τις απαιτήσεις απόδοσης από τους επενδυτές (Agorasti, Blanas & Golemis, 2007).

Οι επενδυτικές αποφάσεις για δραστήριους διαχειριστές τείνουν να θεωρούνται «κεντρικές» και «μη-κεντρικές». Στις «κεντρικές» περιλαμβάνονται εκείνες οι αποφάσεις που αντανακλούν τις γεωγραφικές και τεχνικές παραμέτρους του σημείου αναφοράς σταθερού εισοδήματος ([www.fidelity.co.uk](http://www.fidelity.co.uk)):

- Το μίγμα των εκδοτών: κυβέρνηση, συνεταιρισμοί κλπ.
- Η έκθεση στον επιτοκιακό κίνδυνο και οποιαδήποτε προκύπτουσα προκατάληψη διάρκειας.
- Το μίγμα από ληκτότητες που απαιτείται για να καθορίσει τη θέση του χαρτοφυλακίου σε ένα συγκεκριμένο σημείο στην καμπύλη απόδοσης.
- Η κατανομή κεφαλαίου ανάμεσα σε πιστωτική ποιότητα, βιομηχανικό κλάδο και την επιλογή έκδοσης ανάμεσα στα ατομικά ονόματα.

Κάποια περιορισμένη έκθεση σε άλλες παγκόσμιες αγορές διαμέσου ομολόγων αντισταθμισμένη μέσα σε τοπικό νόμισμα μπορεί επίσης να σχηματίσει ένα μέρος από τον πυρήνα (κεντρικές αποφάσεις), αν και αυτές οι θέσεις θα έπεφταν έξω από τα όρια του σημείου αναφοράς.

Οι οικονομικές αλλαγές και τάσεις στις αγορές εισοδήματος τα πρόσφατα χρόνια αλλάζουν την ισορροπία ανάμεσα στο τι βλέπεται σαν

κεντρικές και σαν μη-κεντρικές. Η καλύτερη διαχείριση της νομισματικής πολιτικής έχει μειώσει την απειλή από σφάλλων πληθωρισμό και έχει καταλήξει σε μία πτώση στις αποδόσεις ομολόγων. Ταυτόχρονα έχουμε δει την αστάθεια αγοράς να μειώνεται και να παραμένει σε χαμηλά επίπεδα για κάποιες φορές τώρα. Αυτό το περιβάλλον κάνει περισσότερο δύσκολο για τους διαχειριστές να προκαλέσουν τα επίπεδα απόδοσης που απαιτούνται από τους επενδυτές και έτσι οι διαχειριστές είναι αναγκασμένοι να κοιτάζουν σε μεγαλύτερη απόσταση απ'ότι όταν έπαιρναν τις παραδοσιακές κεντρικές αποφάσεις. Επιπλέον, καθώς ο ρόλος του σταθερού εισοδήματος και στα λιανικά και στα θεσμικά χαρτοφυλάκια έχει μεγαλώσει- οι επενδυτές επωφελούνται την ανάγκη να διαφοροποιούν μακριά από περιουσία σε μετοχές- έτσι επίσης έχει την πίεση σε δραστήριους διαχειριστές να επιβεβαιώσουν ότι η περιουσία σταθερού εισοδήματος είναι φτιαγμένη να «δουλέψει» άλλο τόσο όσο μετοχές κι άλλες τάξεις ενεργητικού. Αυτό επιτυγχάνεται εισάγοντας ένα μεγαλύτερο βαθμό από μη-κεντρικά εργαλεία στα κεντρικά από ακόμη και πολύ απλά χαρτοφυλάκια σταθερού εισοδήματος.

Οι μη-κεντρικές θέσεις είναι εκείνες που παίρνονται έξω από το σημείο αναφοράς και μπορεί να περιλαμβάνουν ένα τόσο- αυξανόμενο συνδυασμό από εργαλεία. Αυτά περιλαμβάνουν (αλλά δεν περιορίζονται) ([www.fidelity.co.uk](http://www.fidelity.co.uk)):

- Τιτλοποιήσεις ενεργητικού και δομημένο χρέος.
- Μετατρέψιμα και υβριδικά ομόλογα τα οποία δείχνουν κάποια χαρακτηριστικά μετοχών.
- Ομόλογα συνδεδεμένα με πληθωρισμό.
- Χρέος αναδυομένων αγορών.
- Ομόλογα υψηλής απόδοσης.

Αν και κάθε ένα έχει τα δικά του ξεχωριστά χαρακτηριστικά, ένα κοινό χαρακτηριστικό είναι η χαμηλή συσχέτιση που αυτά τα ενεργητικά δείχνουν στον απλό πυρήνα στο χαρτοφυλάκιο. Έτσι, κάθε ένα φέρνει δυνατή διαφοροποίηση, οφέλη που ένας δραστήριος μάνατζερ μπορεί να εκμεταλλευτεί στην κατασκευή χαρτοφυλακίου.

Τα συμβόλαια παραγώγων είναι επίσης αυξανόμενα χρησιμοποιούμενα στα χαρτοφυλάκια σταθερού εισοδήματος για να συναντήσουν τον πολύ συγκεκριμένο κίνδυνο /απόδοση χαρακτηριστικά γνωρίσματα που απαιτούνται από περισσότερους εξεζητημένους επενδυτές. Αλλά ακόμη στη μαζικά αγορά αμοιβαίων κεφαλαίων προϊόντων, υπάρχει ένας πολύτιμος ρόλος να παιχτεί από τα παράγωγα. Καθώς νέοι κανονισμοί κάτω από το UCITSIII επιτρέπουν μια περισσότερο ευέλικτη χρήση από αυτά τα εργαλεία σαν μέρος της διαδικασίας alpha-δημιουργίας, οι διαχειριστές ομολόγων αυξανόμενα χρησιμοποιούν χαρακτηριστικά γνωρίσματα στα χαρτοφυλάκιά τους. Αν και το παράγωγο τιμολογείται από το φυσικό ομόλογο, αυτή η περισσότερο ανοιχτή χρήση από την αγορά παραγώγων σημαίνει ότι τώρα βλέπουμε την τιμή από το παράγωγο και εκείνη από το βαθύτερο ενεργητικό παρεκκλίνοντας επιπλέον και για περισσότερο. Αν και τα εταιρικά ομόλογα εισήγαγαν περισσότερο κίνδυνο και ανταμοιβή στις αγορές ομολόγων, τα παράγωγα μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε χαρτοφυλάκια για να πάρουν κάποιο από αυτό το ρίσκο έξω από την αγορά-αν και ακόμη κρατιέται η ίδια αμοιβή πιθανή.

#### **Η έκδοση ομολόγων έχει αλλάξει**

Είναι πιθανό να κοιτάξει κανείς τις αγορές ομολόγων τα τελευταία δέκα χρόνια και να ταξινομήσει αυτές σε τρεις καθορισμένες φάσεις ([www.fidelity.co.uk](http://www.fidelity.co.uk)). Αρχικά, η κρατική έκδοση κυριάρχησε στις

αγορές. Τα κυρίαρχα αυτά ομόλογα ήταν ο στυλοβάτης των περισσότερων χαρτοφυλακίων, παρέχοντας στους επενδυτές χαμηλού ρίσκου και σταθερές αποδόσεις σταθερού εισοδήματος. Η επόμενη φάση έδειξε τις αγορές χρέους αυξανόμενα να χρησιμοποιούνται από συνεταιρισμούς όπως ένα μέσο συλλογής κεφαλαίου για τη χρηματοδότηση της εξάπλωσης της επιχείρησης και έτσι ο τομέας εταιρικού ομολόγου έγινε ένα πολύ μεγαλύτερο συστατικό της συνολικής αγοράς. Τα εταιρικά ομόλογα έφεραν με αυτούς μεγαλύτερο κίνδυνο απ'τις περισσότερες κυρίαρχες εκδόσεις αλλά επίσης εισήγαγαν την πιθανότητα για υψηλότερες αποδόσεις. Στις περισσότερες πρόσφατες περιόδους, οι καινούριοι τύποι από τιτλοποίηση που αυτή η έκθεση θα εξερευνήσει έχουν μεγαλώσει σε σημαντικότητα και βοήθησαν στον επαναπροσδιορισμό του μέρους της αγοράς ξανά.

Αυτή η ανάπτυξη και στην αναπνοή και στο βάθος από τις αγορές σταθερού εισοδήματος έχει δείξει τις αγορές ομολόγων που κυριαρχούνται από τα ευρώ να τριπλασιάζονται σε αξία τα τελευταία δέκα χρόνια αν και ο αριθμός των εκδόσεων σε εκείνες τις αγορές έχει περισσότερο από τετραπλασιαστεί. Παρομοίως, η αγορά ομολόγων της στερλίνας είναι τώρα σχεδόν 2,5 φορές το μέγεθος που ήταν στο τέλος του 1996, με έξι φορές περισσότερες εκδόσεις διαθέσιμες στους επενδυτές.

### **Τιτλοποιήσεις ενεργητικού και δομημένο χρέος**

Οι τιτλοποιήσεις ενεργητικού είναι ομόλογα ή γραμμάτια συμπληρωματικά από τις ροές μετρητών από μια συγκεκριμένη κοινοπραξία από βαθύτερα ενεργητικά ([www.dwight.com](http://www.dwight.com)). Αυτές οι κοινοπραξίες ενεργητικού περιλαμβάνονται από εισπρακτέα γραμμάτια από οποιονδήποτε αριθμό από τύπους ενεργητικού καταναλωτών, συμπεριλαμβάνοντας πιστωτικές κάρτες, δάνεια αυτοκινήτου, και δάνεια περιουσίας σπιτιού, όπως επίσης άλλους μη καταναλωτικούς τύπους ενεργητικού όπως εκμισθώσεις και δάνεια εξοπλισμού, χρησιμότητες, εκμισθώσεις αεροσκαφών και δικαιώματα εκμεταλλεύσεως (ορυχείου ή συγγραφικά).

Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που δημιουργούν τα δάνεια πωλούν μία κοινοπραξία από μετρητά-ροή-παράγοντας ενεργητικά σε ένα ειδικά δημιουργημένο τρίτο μέρος που ονομάζεται όχημα ειδικού-σκοπού. Το όχημα ειδικού-σκοπού είναι σχεδιασμένο να απομονώνει επενδυτές από τον πιστωτικό κίνδυνο από το προερχόμενο χρηματοοικονομικό ίδρυμα. Το όχημα ειδικού-σκοπού τότε πουλά τα κοινοπρακτικά δάνεια σε τρασ, το οποίο εκδίδει χρεόγραφα κατεύθυνσης επιτοκίου που μπορούν να κατορθώσουν μία πιστωτική εκτίμηση χωριστά από το χρηματοοικονομικό ίδρυμα που δημιουργεί το δάνειο. Η τυπικά υψηλότερη πιστωτική εκτίμηση δίνεται επειδή τα χρεόγραφα που χρησιμοποιούνται για να αγοράσουν την τιτλοποίηση βασίζονται μόνο στις ροές μετρητών που δημιουργήθηκαν από τα ενεργητικά, όχι από την υπόσχεση πληρωμής του εκδότη.

Οι μηνιαίες πληρωμές από τα βαθύτερα ενεργητικά-δάνεια ή εισπρακτέα γραμμάτια-τυπικά αποτελούνται από τοκοφόρο κεφάλαιο και επιτόκιο, με το τοκοφόρο κεφάλαιο να είναι είτε προγραμματισμένο είτε απρογραμματιστό. Οι ροές μετρητών παραγόμενες από τα βαθύτερα ενεργητικά μπορούν να κατανεμηθούν σε επενδυτές με διαφορετικούς τρόπους. Οι ροές μετρητών μπορούν κατευθείαν να διέρχονται τους επενδυτές και μετά οι διαχειριστικές αμοιβές να αφαιρούνται και έτσι δημιουργείται ένα χρεόγραφο «πέρασμα». Εναλλακτικά, οι ροές μετρητών μπορούν να είναι τεμαχισμένες σύμφωνα με συγκεκριμένους κανόνες και ζήτηση της αγοράς, έτσι δημιουργούνται «δομημένα» χρεόγραφα.

Έχουν ήδη αναφερθεί κάποιοι τύποι τιτλοποίησης ενεργητικού που εκδίδονται αλλά υπάρχουν στην πραγματικότητα πολλοί. Η Τιτλοποίηση στεγαστικής υποθήκης (RMBS) κυριαρχεί στην αγορά και αντιστοιχεί σε περισσότερο από ένα τέταρτο της Ευρωπαϊκής αγοράς ([www.fidelity.co.uk](http://www.fidelity.co.uk)).

Η US είναι μακράν η μεγαλύτερη αγορά για ABS, καλύπτοντας σχεδόν τα 2/3 του συνολικού, αν και η αγορά στην Ευρώπη έχει μεγαλώσει σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Το 2005, η παγκόσμια αγορά ABS μεγάλωσε κατά 25%, η Ευρωπαϊκή Αγορά αυξήθηκε 28%. Επίσημα δεδομένα για το 2006 δεν είναι ακόμη διαθέσιμα αλλά σύμφωνα με τις προσδοκίες η Ευρωπαϊκή και η Ασιατική αγορά θα είναι αυτές που θα συνεισφέρουν περισσότερο στην αύξηση της συνολικής παγκόσμιας αγοράς. Αυτή η αύξηση συνεισφέρει πολύ περισσότερη ρευστότητα η οποία βοηθά στο να παρακινήσει μεγαλύτερη αύξηση καθώς αυτό γίνεται πολύ ευκολότερο να συναντήσει τη ζήτηση του επενδυτή.

Το δομημένο χρέος είναι παρόμοιο με την τιτλοποίηση ενεργητικού ([www.fidelity.co.uk](http://www.fidelity.co.uk)). Ο όρος καλύπτει πολλούς τύπους ομολόγου όπου το χρέος έχει έρθει στα μέτρα του πελάτη για την αγορά, συχνά ενσωματώνοντας μη συνηθισμένες επιλογές. Όπως στην περίπτωση της τιτλοποίησης ενεργητικού, υπάρχει και εδώ κάποιος βαθμός φυσικής ασφάλειας υποστηρίζοντας την αξία του ομολόγου. Είναι συχνά εκδιδόμενο από τράπεζες και χρηματοοικονομικούς οργανισμούς όπου το ομόλογο είναι πίσω από συγκεκριμένα μέρη της επιχείρησης του εκδότη. Αυτά μπορεί να είναι γνωστά σαν collateralized debt obligations ή collateralized loan obligations.

#### **Μετατρέψιμα ομόλογα και υβριδικά ομόλογα**

Ενώ η τιτλοποίηση ενεργητικού και το δομημένο χρέος δείχνουν πολύ φανερά γνωρίσματα σταθερού εισοδήματος, τα μετατρέψιμα ομόλογα και τα υβριδικά ομόλογα εισάγουν χαρακτηριστικά κοινών μετοχών σε ένα χαρτοφυλάκιο σταθερού εισοδήματος ([www.fidelity.co.uk](http://www.fidelity.co.uk)). Αυτή η στενή σχέση με τα αντίγραφα της αγοράς μετοχών είναι ο λόγος για τη χαμηλή τους συσχέτιση με τα περισσότερα εργαλεία στην έκδοση. Ξανά, αυτό κάνει αυτούς χρησιμότερες προσθήκες σε ένα χαρτοφυλάκιο κοιτάζοντας να απασχολήσει μία ποικιλία από διαφοροποιημένα εργαλεία για να παραδώσει alpha.

Το μετατρέψιμο ομόλογο είναι σαν ένα κουπόνι-μεταφοράς ομολόγου όπου ο κάτοχος λαμβάνει πληρωμές κουπονιού σε συγκεκριμένες περιόδους (Epstein et al). Έχει επίσης χαρακτηριστικά μετοχών αφού ο κάτοχος μπορεί σε συγκεκριμένες στιγμές να ανταλλάξει το ομόλογο για μια ποσότητα από κάποιο ενεργητικό, το βαθύτερο ενεργητικό. Αυτή η ανταλλαγή ονομάζεται μετατροπή. Όταν η αξία του ενεργητικού είναι χαμηλή υπάρχει λίγος λόγος να μετατρέψεις το ομόλογο και έτσι συμπεριφέρεται σαν ένα απλό, μη-μετατρέψιμο, κουπόνι-μεταφοράς ομολόγου. Όταν η τιμή της μετοχής είναι υψηλή το δικαίωμα να μετατρέψεις δίνει στο ομόλογο μία αξία κοντινότερη στην αξία από τη σχετική ποσότητα του βαθύτερου ενεργητικού. Σε κάποιες περιπτώσεις είναι προτιμότερο να μετατρέπεται το ομόλογο πριν τη λήξη του.

Τα μετατρέψιμα ομόλογα έχουν γίνει ένα σημαντικό εργαλείο στις χρηματοοικονομικές αγορές (Grau et al, 2003). Έχοντας ιδιότητες και από μετοχές και από ομόλογα, τα μετατρέψιμα ομόλογα μπορούν να είναι μία ελκυστική εναλλακτική λύση για επενδυτές. Μελέτες δείχνουν ότι η μέση απόδοση από μετατρέψιμα ομόλογα τα λίγα τελευταία χρόνια ήταν τόσο υψηλή όσο και οι αποδόσεις από την αγορά των μετοχών, αν και αυτοί ενσωματώνουν χαμηλότερο ρίσκο. Υπάρχουν διαφορετικοί λόγοι για μία εταιρεία να εκδώσει μετατρέψιμα ομόλογα. Φορολογικά ζητήματα σε

κάποιες χώρες οδηγούν σε ένα πλεονέκτημα στην έκδοση μετατρέψιμων ομολόγων αντί για ομόλογα. Μία άλλη πιθανότητα είναι ότι μια μικρή, γρήγορα αυξανόμενη εταιρεία χρειάζεται μία οφειλή αλλά έχει φτωχή πιστωτική βαθμίδα.

Η αγορά μετατρέψιμων ομολόγων δεν είναι τόσο τυποποιημένη όσο η αγορά μετοχών. Τα μετατρέψιμα ομόλογα μπορούν να ενσωματώνουν μια ποικιλία χαρακτηριστικών. Το εργαλείο μπορεί να μετατρέπεται σε μερίδια από την εκδοθείσα εταιρεία ή σε κάποιες περιπτώσεις σε μερίδια από μία διαφορετική εταιρεία. Συνήθως τα μετατρέψιμα ομόλογα μπορούν να μετατραπούν από τον κάτοχο ανά πάσα στιγμή. Συχνά, αυτά τα ομόλογα μπορούν να έχουν υποβληθεί στον εκδότη σε συγκεκριμένες ημερομηνίες για μία εγγυημένη τιμή. Επιπροσθέτως, ο εκδότης μπορεί να έχει το δικαίωμα να εξαγοράσει σε μία τιμή αγοράς ή να εξαναγκάσει μία μετατροπή σε μετοχές. Για να κρατηθούν τα μετατρέψιμα ομόλογα ελκυστικά σε αυτήν την περίπτωση, μαλακοί και σκληροί περιορισμοί αγοράς (call) επινοούνται. Ο σκληρός περιορισμός απαγορεύει μία εξαναγκαστική μετατροπή στην αρχική ζωή του συμβολαίου. Ο μαλακός περιορισμός αγοράς μπορεί να καθορίσει μία περίοδο προθεσμίας πριν μία αναγκαστική μετατροπή μπορεί να πάρει μέρος. Επιπλέον, η μετοχή μπορεί να πρέπει να πάρει πάνω από μία προκαλούμενη τιμή για μία συγκεκριμένη τιμή πριν μια αγορά (call) λάβει μέρος.

Τα υβριδικά εργαλεία επίσης συνδυάζουν χρέος και χαρακτηριστικά μετοχών ([www.fidelity.co.uk](http://www.fidelity.co.uk)). Όπως τα ομόλογα, πληρώνουν κουπόνια και τείνουν να έρθουν με πολύ μεγαλύτερες ληκτότητες. Στην πραγματικότητα, κάποια υβριδικά είναι αιώνια ομόλογα, μην έχοντας σταθερή ημερομηνία ληκτότητας. Τα περισσότερα, όμως, είναι γραμμένα με έναν όρο που επιτρέπει στον εκδότη να τα αγοράσει πίσω μετά από δέκα χρόνια.

Η κύρια διαφορά ανάμεσα στα υβριδικά και στα ομόλογα είναι ότι ο εκδότης μπορεί να χάσει μία πληρωμή κουπονιού και δεν κατατάσσεται σαν να είναι σε αθέτηση. Η πληρωμή ενός κουπονιού σε ένα υβριδικό μπορεί να καθυστερήσει εάν γίνεται στη σειρά με αναβολή μερισμάτων ή άλλων πληρωμών στους κατόχους μετοχών. Αυτές οι καθυστερημένες πληρωμές μπορούν να καταφθάσουν και να πληρωθούν μία ημερομηνία αργότερα. Αυτό εισάγει ένα στοιχείο κινδύνου μετοχών σ'αυτά τα εργαλεία και εκτιμώντας επιδράσεις αντανακλά αυτό το μεγαλύτερο κίνδυνο στον προσδιορισμό τους από τα ομόλογά τους. Αυτός ο επιπρόσθετος κίνδυνος είναι συνήθως αποζημιωμένος με τη μορφή των αποδόσεων απ'ότι τα παραδοσιακά ομόλογα.

Σε μία χαμηλή αστάθεια, χαμηλή απόδοση περιβάλλοντος, η επιπρόσθετη απόδοση η οποία μπορεί να βρεθεί σε υβριδικά εργαλεία είναι πολύ ελκυστική στους επενδυτές ομολόγων που είναι άνετοι με το να παίρνουν επιπρόσθετο κίνδυνο στο χαρτοφυλάκιό τους. Η όρεξη για αυτά τα εργαλεία έχει δείξει σημαντική αύξηση των εκδόσεων τα πρόσφατα χρόνια. Αν και οι ρίζες της υβριδικής αγοράς στην Ευρώπη μπορούν να ανιχνευτούν πίσω το 1999, η πιο σημαντική έκδοση έγινε πριν 2005 και ως τον Αύγουστο του 2006 αυτό το κομμάτι της αγοράς εκτιμήθηκε σε 9,5 δις. ευρώ.

### **Ομόλογα συνδεδεμένα με πληθωρισμό**

Τα ομόλογα που συνδέονται με τον πληθωρισμό είναι ομόλογα των οποίων οι πληρωμές επιτοκίου και εξαγοράς αυξάνονται στη σειρά με τον πληθωρισμό-αντίθετα από τα παραδοσιακά ομόλογα των οποίων οι πληρωμές παραμένουν σταθερές σε ονομαστικούς όρους (Fitzgerald, 2005).

Η ιδέα έκδοσης ομολόγων που συνδέονται με τον πληθωρισμό μπορεί να ανιχνευτεί πίσω τουλάχιστον στο 1780 όταν η πολιτεία της Μασαχουσέτης εξέδωσε το πρώτο της ομόλογο συνδεδεμένο με ένα καλάθι από τιμές αγαθών (Humphrey, 1974).

Μετά το 1945 ένας αριθμός από ανεξάρτητες χώρες συμπεριλαμβανομένων των Αργεντινής, Βραζιλίας και Ισλανδίας ξεκίνησαν την έκδοση ομολόγων που συνδέονται με τον πληθωρισμό. Η έκδοση τέτοιων ομολόγων πήρε ένα βήμα προς τα εμπρός το 1981 όταν το Ηνωμένο Βασίλειο εξέδωσε χρεόγραφα απολύτου ασφαλείας συνδεδεμένα με δείκτες για πρώτη φορά. Αυτό ακολουθήθηκε από έναν αριθμό από άλλες χώρες στις ακόλουθες δύο δεκαετίες, συμπεριλαμβανομένων των ΗΠΑ.

Σήμερα, ενώ η παγκόσμια αγορά ομολόγων που συνδέονται με τον πληθωρισμό περιλαμβάνει έναν αριθμό από αναπτυσσόμενες χώρες (πχ. Νότια Αφρική), οι μεγαλύτερες αγορές είναι εκείνες για αναπτυγμένες οικονομίες, ακόμη και αν αυτοί απολαμβάνουν χαμηλούς και σταθερούς ρυθμούς πληθωρισμού και προσδοκίες πληθωρισμού (Garcia and Rixtel, 2007). Στενεύοντας το πεδίο του ενδιαφέροντος σ' αυτή την ομάδα, οι βασικοί κυρίαρχοι εκδότες των ομολόγων που συνδέονται με τον πληθωρισμό είναι η Αυστραλία, ο Καναδάς, η Σουηδία, το Ηνωμένο Βασίλειο, οι ΗΠΑ, η Ιαπωνία και ένας αριθμός από χώρες της ευρωζώνης μέχρι τώρα είναι η Γαλλία, η Ιταλία, η Ελλάδα και πιο πρόσφατα η Γερμανία.

Η παγκόσμια αγορά ομολόγων που συνδέονται με τον πληθωρισμό έχει περάσει διαμέσου μιας γρήγορα αναπτυσσόμενης φάσης μέσα στα τελευταία λίγα χρόνια. Η αγορά των ΗΠΑ είναι τώρα η μεγαλύτερη αγορά ομολόγων πληθωρισμού. Παρά τη σχετικά πρόσφατη έναρξή της, η αγορά της περιοχής του ευρώ έχει υπάρξει ο δεύτερος μεγαλύτερος κυρίαρχος που συνδέει την αγορά από το 2003, σε όρους και από εξαιρετικές ποσότητες και τζίρους, έχοντας ήδη ξεπεράσει την αγορά των ΗΠΑ. Επιπλέον, η έκδοση ομολόγου συνδεδεμένου με πληθωρισμό που κυριαρχείται από ευρώ από χώρες της ευρωζώνης υπερέβη εκείνη των ΗΠΑ για πρώτη φορά το 2003 και έχει παραμείνει σε ένα υψηλό επίπεδο από τότε, με τις διαθέσιμες ληκτότητες και τον αριθμό των εκδοτών να αυξάνεται.

Ένα εντυπωσιακό χαρακτηριστικό από ποικίλες κυρίαρχες αγορές ομολόγων που συνδέονται με τον πληθωρισμό είναι ότι αυτοί ακόμη λογοδοτούν για ένα επουσιώδη, αν και στις περισσότερες περιπτώσεις αυξάνεται, μερίδιο του κυβερνητικού χρέους. Με άλλες λέξεις, ακόμη οι κυρίαρχοι εκδότες με τη μεγαλύτερη και περισσότερο διατηρήσιμη παράδοση έκδοσης χρέους δείκτη (π.χ. το Ηνωμένο Βασίλειο και η Σουηδία) δεν επιδιώκουν μία πολιτική από πλήρη τοποθέτηση του χρέους σε κατάλογο. Έτσι τα ομόλογα που συνδέονται με τον πληθωρισμό εκτελούν ένα ρόλο συμπληρωματικό στο ονομαστικό χρέος, το οποίο παραμένει κυρίαρχο σε κάθε χώρα.

Ένα δεύτερο και πιθανότατα πιο σημαντικό χαρακτηριστικό είναι ότι τα ομόλογα που συνδέονται με τον πληθωρισμό τείνουν να είναι τυπικά συγκεντρωμένα στο μακρύ τέλος της καμπύλης απόδοσης, συχνά με ληκτότητα έκδοσης δέκα χρόνια ή περισσότερο. Αυτό δεν θα πρέπει να εκπλήσσει τόσο, καθώς αυτά τα ομόλογα προσφέρουν προστασία εναντίον των συνεπειών από (μη προβλεπόμενες) ανατύξεις πληθωρισμού.

### **Χρέος αναδυομένων αγορών**

Αν και τα ομόλογα που είναι συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό είναι ελκυστικά για τα φανερά χαρακτηριστικά τους αποστροφής του κινδύνου,

το χρέος αναδυομένων αγορών συχνά λαμβάνεται σα να είναι στο αντίθετο τέλος του φάσματος κινδύνου ([www.fidelity.com.hk](http://www.fidelity.com.hk)). Αλλά η πραγματική εικόνα αληθινά δείχνει το χρέος των αναδυομένων αγορών να είναι λιγότερο επικίνδυνο απ'ότι πιστεύεται. Πολλά έχουν κάνει να βελτιώσουν την πιστωτική ποιότητα αυτού του τομέα αλλά ακόμη η βιομηχανία παραμένει μολυσμένη από τις αμαρτίες του παρελθόντος της. Ο ορισμός του χρέους αναδυομένων αγορών ποικίλει αλλά γενικά περιβάλλει εργαλεία εκδιδόμενα από χώρες (και σε ένα μικρότερο βαθμό, εταιρείες) που προσπαθούν να βελτιώσουν τις οικονομίες τους να τους φέρουν περισσότερο μέσα στη γραμμή με τα περισσότερα προχωρημένα έθνη του κόσμου. Αυτό συνδέει μια πλατιά βαθμίδα από τις πιο αναπτυγμένες των αναδυομένων αγορών (όπως Βραζιλία και Μεξικό), διαμέσου γρήγορα αναπτυγμένων αγορών (Κίνα και Ρωσία, για παράδειγμα) και όλο τον τρόπο σε λιγότερο οικονομικά αναπτυγμένα έθνη (όπως Ιράν και Λιβύη).

Το χρέος αναδυομένων αγορών έχει υπάρξει ένα ενεργητικό που έχει προκαλέσει υψηλές αποδόσεις. Στην πραγματικότητα, το χρέος αναδυομένων αγορών αποτελεί το καλύτερα εκτελεσμένο ενεργητικό τα τελευταία δέκα χρόνια.

Το χρέος αναδυομένων αγορών αποτελείται από χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος εκδιδόμενα από χώρες αναπτυσσόμενες οικονομίες, συμπεριλαμβάνοντας Λατινική Αμερική, Ανατολική Ευρώπη, Ρωσία, Μέση Ανατολή, Αφρική και Ασία αποκλείοντας την Ιαπωνία ([www.fidelity.com.hk](http://www.fidelity.com.hk)).

Κατά την περασμένη δεκαετία, ο κλάδος χρέους αναδυομένων αγορών έχει σημαντικά εξελιχθεί σε μία τάξη ενεργητικού η οποία έχει ωριμάσει. Η αγορά κεφαλαιοποίησης του χρέους αναδυομένων αγορών είναι περίπου US\$2,500 δις, μεγαλύτερη απ'ότι το μέγεθος της αγοράς υψηλής απόδοσης των US σε US\$983 δις. (Πηγή: JP Morgan, 30/09/2005).

#### **Καθοδηγητικές δυνάμεις για το χρέος των αναδυομένων αγορών** ([www.fidelity.com.hk](http://www.fidelity.com.hk)):

- Δυνατές απαιτήσεις αγαθών υποθάλπουν κυβερνητική χρηματοδότηση

Πολλές χώρες αναδυομένων αγορών τείνουν να είναι εξαγωγείς αγαθών. Η άνθηση των αγαθών τα προηγούμενα πέντε χρόνια έχει επιτρέψει κυβερνήσεις από τέτοιες χώρες να συσσωρεύσουν πλεόνασμα μετρητών, χαμηλώνοντας τον κίνδυνο αθέτησής τους.

- Ευνοϊκή χρηματοδότηση αναδυόμενων αγορών

Οι συνθήκες χρηματοδότησης των αναδυόμενων αγορών είναι ευνοϊκές. Αυτό είναι εν μέρει μία αντανάκλαση των βελτιωμένων οικονομικών θεμελιωδών ζητημάτων και της αυξανόμενης παρουσίας μακροπρόθεσμων επενδυτών, καθώς και τη συνεχιζόμενη αναζήτηση για απόδοση.

Καλύτερη προστασία για μειοψηφία κατόχων μετοχών στην αγορά, κατά μήκος με μεγαλύτερη διαφάνεια και ισότητα σε μεταχείριση φόρου και πτώχευσης, έχει προωθήσει εισροές κεφαλαίου και γνώσης. Αυτές οι εισροές έχουν βοηθήσει στο να βελτιωθούν πολλά ελλείμματα προϋπολογισμού και τρέχοντος λογαριασμού. Οι συνέπειες έχουν μειωμένα επίπεδα από καθαρή υποχρέωση, συνοδευόμενη από αυξανόμενα GDPs.

- Ευνοϊκές πιστωτικές τάσεις

Ο αριθμός από αναδυόμενες αγορές που κερδίζουν θέση «επένδυση κλάσης» συνεχίζει να αυξάνεται. Θεμελιώδη ζητήματα παραμένουν έντονα δια μέσου των αναδυόμενων αγορών, με πιστωτικές ανόδους να συνεχίζουν να εμποδίζουν υποβιβάσεις. Χαμηλότερες χρηματοδοτικές

αναλογίες, καλύτεροι εμπορικοί δείκτες, και χαμηλότερα επίπεδα υποχρέωσης είναι όλα συνεχιζόμενα σε μία βελτιούμενη πιστωτική τάση.

**Κύρια οφέλη του χρέους αναδυομένων αγορών ([www.fidelity.com.hk](http://www.fidelity.com.hk)) :**

- Πιθανότητα να προσφέρει επαυξημένες αποδόσεις

Το χρέος αναδυομένων αγορών έχει παραδώσει δυνατή απόλυτα και προσαρμοζόμενου-κινδύνου εκτέλεση κατά τη μακροχρόνια περίοδο. Αυτή η τάση ενεργητικού έχει γίνει ένα σημαντικό επενδυτικό όχημα, παρέχοντας τους επενδυτές με απόδοση επαυξημένων δυνατοτήτων και χαμηλότερη αστάθεια. Είναι ένας από τους λίγους τομείς σταθερού εισοδήματος που συνεχίζουν να προσφέρουν ενδεχόμενες υψηλές αποδόσεις και σταθερότητα.

- Διαφοροποίηση-Χρέος αναδυομένων αγορών σαν τμήμα ενός παγκόσμιου χαρτοφυλακίου

Το χρέος αναδυομένων αγορών έχει την τάση να μειώσει την αστάθεια από ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, επειδή οι αποδόσεις στο χρέος αναδυομένων αγορών δεν είναι στενά συσχετισμένες με εκείνες από πολλές παραδοσιακές τάξεις ενεργητικού, κάνοντάς το ένα καλό διαφοροποιητή.

Πολλή από την αντίληψη γύρω από το χρέος αναδυομένων αγορών είναι ακόμη αγκυροβολημένη στο παρελθόν και σχηματισμένη από χρηματοοικονομικές κρίσεις όπως εκείνες στην Ασία (1997), Ρωσία (1998) ή Αργεντινή (2001-02) ([www.fidelity.com.hk](http://www.fidelity.com.hk)). Αλλά η αγορά έχει κινηθεί σε σημαντικούς τα πρόσφατα χρόνια και αρκετοί παράγοντες έχουν συνεισφέρει σ'ένα πολύ περισσότερο ευνοϊκό περιβάλλον για τους επενδυτές χρέους αναδυομένων αγορών:

- Δυνατότερη παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση και αύξηση των τιμών των αγαθών έχουν βελτιώσει την οικονομική τύχη πολλών αναδυομένων αγορών.
- Πολλές Ανατολικές Ευρωπαϊκές χώρες έχουν υιοθετήσει ελεύθερες πρακτικές αγοράς και έδρεψαν τα οφέλη από περισσότερο ανοιχτές οικονομίες οι οποίες είχαν απαρνηθεί κάτω από τον Κομμουνισμό.
- Ο πιστωτικός βαθμός γενικά έχουν βελτιωθεί, με πολλές αναδυόμενες αγορές τώρα να είναι υπολογίσιμος βαθμός επένδυσης.

Το καθαρό αποτέλεσμα από αυτές τις αλλαγές έχει υπάρξει μια βελτίωση και στο πλάτος και στη ρευστότητα των εκδόσεων στον τομέα χρέους των αναδυομένων αγορών. Καθώς οι βαθμοί κινδύνου έχουν βελτιωθεί, ανοίγματα πάνω στο ισοδύναμο κυβερνητικό ομόλογο έχουν δραματικά μειωθεί, από πάνω από 15% το 2005 σε λιγότερο από 3% σήμερα. Αυτό το στένεμα του ανοίγματος έχει αποδειχτεί πολύ κερδοφόρο για επενδυτές τα πρόσφατα χρόνια αλλά τώρα, σ'αυτά τα χαμηλά επίπεδα, οι επενδυτές χρειάζεται να είναι οξυδερκείς στην επιλογή τους για έκδοση. Εκείνο υποδεικνύει ότι πολλές από αυτές τις αγορές είναι ακόμη κάτω από έρευνα και είναι πιθανό να ανακαλύπτουν κρυμμένους πολύτιμους λίθους οι οποίοι μπορούν να αποδεδευσούν αξία σε χαρτοφυλάκια σταθερού εισοδήματος.

**Ομόλογα υψηλής απόδοσης**

Η αγορά ομολόγων υψηλής απόδοσης ξεκίνησε να αναπτύσσεται στις ΗΠΑ τη δεκαετία του 1970 (Biais and Declerck, 2007). Αυτή η αγορά άκμασε κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, από κοινού με εξαγορές, συγχωνεύσεις και LBOs. Όπως αναφέρθηκε από τους De Bondt and Marques (2004), υπήρξε μία πρώτη κορυφή στο συνολικό ανεξόφλητο ποσό από



ομόλογα υψηλής απόδοσης το 1989 (πάνω από 40 δισεκατομμύρια δολάρια). Μετά από κάποια παρακμή στις αρχές της δεκαετίας του 1990, η αγορά ομολόγων υψηλής απόδοσης των ΗΠΑ άρχισε να αυξάνεται ξανά στα τέλη της δεκαετίας του 1990. Αυτή συνέχισε να απλώνεται στα πρώτα χρόνια του 21<sup>ου</sup> αιώνα, ωφελούμενη από τους χαμηλούς ρυθμούς επιτοκίου και περιορισμένους ρυθμούς αθετήσεων. Οι De Bondt and Marques (2004) αναφέρουν ότι το συνολικό ανεξόφλητο ποσό από ομόλογα υψηλής απόδοσης που κυριαρχούσαν δολάρια το 2001 ήταν πάνω από 80 δισεκατομμύρια δολάρια.

Στην Ευρώπη η αγορά αναπτύχθηκε αργότερα. Αυτή ενισχύθηκε μόνο μετά το 1999, και εκμεταλλεύτηκε από την ευρωπαϊκή νομισματική ενοποίηση και χρηματοοικονομική ολοκλήρωση. Αυτή επίσης επωφελήθηκε από το χαμηλό βαθμό αθέτησης και ρυθμούς επιτοκίου τα πρόσφατα χρόνια. Επιπρόσθετα, όπως σημειώνεται από τους De Bondt and Marques (2004) και Altman (1998), η περιοχή του ευρώ περιλαμβάνει ένα μεγάλο αριθμό από μικρές και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις οι οποίες δεν έχουν πρόσβαση στην υψηλή κατηγορία επένδυσης αλλά θα μπορούσαν να εκδώσουν ομόλογα υψηλής απόδοσης. Αυτό συνέειφερε στο μέγιστο της Ευρωπαϊκής αγοράς υψηλής απόδοσης. Οι De Bondt and Marques (2004) αναφέρουν ότι το 2001 ότι το συνολικό ανεξόφλητο ποσό του χρέους υψηλής απόδοσης όπου κυριαρχούσαν τα ευρώ ήταν πάνω από 20 δισεκατομμύρια ευρώ. Το 2005, η ευρωπαϊκή υψηλής απόδοσης έκδοση ανερχόταν σε 26 δισεκατομμύρια ευρώ (πηγή Fitch Ratings). Μία έρευνα που έγινε από την ένωση αγοράς ομολόγου βρήκε ότι η σύνθεση της βάσης του επενδυτή στην ευρωπαϊκή αγορά υψηλής απόδοσης ήταν η ακόλουθη: επενδυτικά κεφάλαια 41%, αντισταθμιστικά κεφάλαια 27%, εμπορικές τράπεζες 15%, επενδυτικές εταιρίες και συνταξιοδοτικά κεφάλαια 13%, και το υπόλοιπο από τα ομόλογα κρατούνταν από άλλες κατηγορίες επενδυτών, περιλαμβάνοντας ιδιωτικούς πελάτες και λιανική πώληση. Αυτοί οι αριθμοί φωτίζουν τη σημασία των θεσμικών επενδυτών στην αγορά υψηλής απόδοσης, και επίσης το ρόλο των αντισταθμιστικών κεφαλαίων.

Ένα άλλο στοιχείο το οποίο συνέειφερε στην ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων γενικά, και της αγοράς υψηλής απόδοσης ομολόγων συγκεκριμένα, είναι η ανάπτυξη της αγοράς πιστωτικών παραγώγων (Biais and Declerck, 2005).

## **Επίλογος**

Τέτοια εργαλεία όπως εκείνα που σκιαγραφήθηκαν προηγουμένως προσφέρουν στους επενδυτές νέες πηγές από alpha οι οποίες είναι λιγότερο συσχετιζόμενες με τους οδηγούς από το κέντρο του πιο παραδοσιακού χαρτοφυλακίου ([www.fidelity.co.uk](http://www.fidelity.co.uk)). Η επενδυτική θεωρία προτείνει ότι τα χαρτοφυλάκια που κατασκευάζονται από μία μεγάλη ποικιλία από χαμηλά-συσχετισμένα εργαλεία θα πρέπει να παραδίδουν μεγαλύτερες και περισσότερες συνεπείς, αποδόσεις πάνω από (κατά τη διάρκεια) μακροπρόθεσμα. Θα πρέπει έτσι να μοιάζει σαν κοινή αίσθηση ότι οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου είναι φανατισμένοι να αγκαλιάσουν αυτά τα νέα εργαλεία καθώς η ρευστότητα βελτιώνεται και κάνει αυτούς ακόμη περισσότερο προσιτούς.

Σε πολλές περιπτώσεις, το πραγματικό βάθος στις αγορές σε αυτά τα εργαλεία έχει γίνει πραγματικά ορατό τα πρόσφατα χρόνια. Κάποιοι διαχειριστές χαρτοφυλακίου ακόμη μαθαίνουν την αληθινή αξία που αυτές οι θέσεις μπορούν να φέρουν σ' ένα χαρτοφυλάκιο. Οι επενδυτές θα πρέπει έτσι να επιβεβαιώσουν ότι τα κεφάλαιά τους είναι με ένα διαχειριστή χαρτοφυλακίου ο οποίος έχει την επινοητικότητα να μείνουν στην κορυφή τέτοιων αναπτύξεων αγοράς και να χτίσουν το βάθος της κατανόησης που απαιτείται για να τοποθετήσεις αυτά τα

ενεργητικά σε πιο αποδοτική χρήση τους. Κουράγιο μπορεί να παίρνεται από το ότι οι επιπρόσθετοι κίνδυνοι είναι πλήρως κατανοητοί και είναι προσεχτικά διαχειριζόμενοι με έναν τρόπο που παραδίδει έναν ελκυστικό κίνδυνο / απόδοση προφίλ για το χαρτοφυλάκιο. Το περιβάλλον αγοράς μπορεί να γίνεται πιο προκλητικό για δραστήριους μάνατζερ ώστε να παραδώσουν τις προσδοκώμενες αποδόσεις από τους επενδυτές αλλά ένας μάνατζερ με μία σε βάθος κατανόηση αυτού του τεραστίου σύμπαντος από non-vanilla εργαλεία είναι καλά εφοδιασμένος να αντεπεξέλθει σ'αυτήν την πρόκληση.

## Αναφορές

- Agorasti, O., G. Blanas and P. Golemis (2007), "The Evolution and the Prospects of Contemporary Financial Instruments in Greece. The Case of Swaps", *Journal of International Business and Economy*, 8(1):7-22.
- Altman, E. (1998), "The anatomy of the high-yield bond market after two decades of activity: implications for Europe", Salomon Smith Barney Global Corporate Bond Research Group
- Biais, B. and Declerck, F., (2007), "European High-Yield Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency", Toulouse University IDEI
- Biais, B. and Declerck, F., (2006), "Liquidity and price discovery in the European corporate bond market", *Working paper*, Toulouse University
- De Bondt, G. and Marques, (2004), "The high-yield segment of the corporate bond market: A diffusion modeling approach for the US, the UK and the Euro area", ECB working paper series
- Epstein, D., Haber, R. and Wilmott, P. "Pricing and Hedging Convertible Bonds Under Non-probabilistic Interest Rates", *Mathematical Institute*, Oxford University
- Fitzgerald, C. (2005), "Social and Economic Benefits of Irish-Inflation-Linked Government Bonds", The Society of Actuaries in Ireland Working Paper Series
- Garcia, J. A. and Rixtel, A. (2007), "Inflation-Linked Bonds from a Central Bank Perspective", European Central Bank, Occasional Paper Series, 62
- Grau, A., Forsyth, P. and Vetzal, K., (2003), "Convertible Bonds with Call Notice Periods", School of Computer Science, University of Waterloo, Canada
- Humphrey, Thomas M. (1974), "The Concept of Indexation in the History of Economic Thought", Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review 60, 3-16

## Πηγές στο διαδίκτυο

- <https://www.fidelity.co.uk/pdfs/wealthmanager/addingflavour.pdf>  
(17.7.07)
- [https://www.fidelity.com.hk/personal/en/ourfunds/fundnews/pdf/EMD\\_leaflet.pdf](https://www.fidelity.com.hk/personal/en/ourfunds/fundnews/pdf/EMD_leaflet.pdf) (17.7.07)
- <https://www.dwight.com/pubs/dwightABS2005.pdf> (17.7.07)

Η Παρούσα εργασία χρηματοδοτήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο ΕΠΕΑΕΚ ΙΙ - ΑΡΧΙΜΗΔΗΣ