

Δυνατότητες και προοπτικές επενδύσεων σε ομόλογα

Του κ. Μάριου ΠΟΛΥΓΑΛΑΚΤΟΣ
Στελέχους Τραπέζης

Εισαγωγή

Τέσσερις είναι οι τρόποι διά των οποίων οι επενδυτές μπορούν να επιτύχουν απόδοση των κεφαλαίων τους μέσω των τοποθετήσεών τους σε ομολογιακούς τίτλους:

- Είσπραξη Τοκομεριδίων.
- Επανεπένδυση των τόκων του κουπονιού.
- Κεφαλαιακή υπεραξία σε περίπτωση πτώσης των επιτοκίων.
- Από θετικές συναλλαγματικές διαφορές, στην περίπτωση που ο τίτλος είναι εκφρασμένος σε ρήτρα συναλλάγματος.

Σε αντίθεση με τις μετοχές, η αξία ενός ομολόγου είναι σχετικά εύκολο να καθορισθεί, επειδή είναι γνωστό από πριν το ύψος των εισπράξεων (τόκοι και αποπληρωμή κεφαλαίου), καθώς και η χρονική στιγμή, που θα πραγματοποιηθούν αυτές. Το ομόλογο θα ισούται με το άθροισμα των καθαρών παρούσων αξιών όλων των μελλοντικών εισπράξεών του.

Αυτό που ουσιαστικά καθορίζει την τιμή του ομολόγου είναι η απόδοση, που επιθυμεί να λάβει ή μπορεί να βρει ο επενδυτής για μία επένδυση στην αγορά ίδιας διάρκειας και επενδυτικού κινδύνου. Η απόδοση είναι το επιτόκιο προεξόφλησης, που θα χρησιμοποιήσει ο επενδυτής για να φέρει όλες τις πληρωμές του τίτλου σε παρούσα αξία.

Παρούσα αξία

Είναι η σημαντικότερη έννοια για τον καθορισμό της αξίας μίας επένδυσης. Η αξία όποιου δήποτε περιουσιακού στοιχείου σήμερα δεν είναι απλώς ίση με το άθροισμα των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα μας αποφέρει, αλλά ίση με το άθροισμα των παρούσων αξιών των ροών αυτών. Η λειτουργία της παρούσας αξίας ουσιαστικά εξηγεί με τον καλύτερο τρόπο την διαχρονική αξία των χρημάτων (Time Value of Money). Για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας χρησιμοποιείται η εξής εξίσωση:

$$PV = \frac{P1}{(1+R)} + \frac{P2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{Pn}{(1+R)^n}$$

όπου PV = παρούσα αξία, P1, 2...n = μελλοντικές ροές και R = απόδοση, προεξοφλητικό επιτόκιο.

Είναι ευνόητο πως το προεξοφλητικό επιτόκιο (απόδοση:R) καθορίζει άμεσα την παρούσα αξία. Επομένως, εάν η τιμή του ομολόγου στην αγορά είναι χαμηλότερη από την παρούσα αξία του, ο επενδυτής το βρίσκει ελκυστικό και το αγοράζει. Αντίθετα, εάν ο επενδυτής είναι κάτοχος του ομολόγου αυτού και βρει στην αγορά τιμή υψηλότερη από την παρούσα αξία του τίτλου, τότε τον ρευστοποιεί, αφού μπορεί να τοποθετήσει το προϊόν της ρευστοποίησης σε ίδιας μορφής επένδυση με υψηλότερο επιτόκιο.

Αγοραία τιμή ομολόγου (Market price)

Η τρέχουσα αξία ενός ομολόγου, αλλά και των περισσότερων χρεογράφων ισούται περίπου με την καθαρή παρούσα αξία, όπως αυτή προκύπτει από την καθαρή ταμειακή ροή των πληρωμών του, και από το ύψος των επιτοκίων, που επικρατούν την συγκεκριμένη περίοδο στην αγορά.

Το κουπόνι ενός ομολόγου αντικατοπτρίζει το γενικό επίπεδο επιτοκίων, που επικρατούσε την ημερομηνία της έκδοσης του ομολόγου στην αγορά. Όμως, με την πάροδο του χρόνου τα επιτόκια στην αγορά μεταβάλλονται. Ο τόκος του ομολόγου είναι σταθερός για όλη τη διάρκεια της ζωής του. Η αξία όμως του τίτλου για τους επενδυτές αυξάνει ή μειώνεται και εξαρτάται από τις τιμές των εναλλακτικών επενδύσεων, που διαπραγματεύονται την στιγμή εκείνη στην αγορά.

Εάν το ύψος του επιτοκίου της αγοράς ξεπεράσει το επιτόκιο του κουπονιού του ομολόγου, τότε οι επενδυτές δεν είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ποσό ίσο με την ονομαστική αξία του χρεογράφου. Ο λόγος είναι εύλογος, αφού με το ίδιο κεφάλαιο μπορούν να τοποθετηθούν σε μία εναλλακτική επένδυση, ίδιας διάρκειας και επενδυτικού κινδύνου και να καρπωθούν υψηλότερη απόδοση.

Συνοψίζοντας, βλέπουμε, ότι οι αγοραίες τιμές των ομολόγων πέφτουν όταν τα επιτόκια ανεβαίνουν, ανεβαίνουν όταν τα επιτόκια πέφτουν, ενώ παραμένουν αμετάβλητες, όταν τα επιτόκια δεν μεταβάλλονται.

Σχέση αξίας ομολόγων και επιτοκίων

Ο γενικός κανόνας που διέπει την σχέση ομολόγου - επιτοκίων είναι, ότι μία αύξηση των επιτοκίων συνεπάγεται πτώση της τιμής του ομολόγου και αντίστροφα. Πλην όμως η αντίστροφη αυτή σχέση δεν είναι γραμμική, καθώς για μία δεδομένη μεταβολή των επιτοκίων, το ποσοστό μεταβολής των τιμών των ομολόγων δεν είναι το ίδιο για όλες τις ομολογίες.

Επομένως, πρέπει να επισημάνουμε δύο βασικά σημεία για την μεταβλητότητα των τιμών των ομολογιών σε σχέση με τις μεταβολές των επιτοκίων:

Α. Για συγκεκριμένη χρονική διάρκεια έως την λήξη, η μεταβλητότητα της τιμής κάθε ομολογίας αυξάνεται όσο χαμηλότερο είναι το επιτόκιο μίας ομολογίας. Η εξήγηση βρίσκεται από την λειτουργία της προεξόφλησης των καθαρών ροών του ομολόγου. Όταν προεξοφλούνται μικρές αξίες επηρεάζονται περισσότερο από την προεξόφληση μεγαλύτερων αξιών για την ίδια ποσοστιαία άνοδο των επιτοκίων.

Β. Για συγκεκριμένο επιτόκιο της ομολογίας, η μεταβλητότητα της τιμής κάθε ομολογίας είναι μεγαλύτερη, όσο μεγαλύτερη χρονική περίοδος απομένει έως την λήξη της. Έτσι, σε περίπτωση αύξησης των επιτοκίων, η ζημία που θα υπάρξει θα είναι μεγαλύτερη για μακροχρόνιες διάρκειες, διότι η παρούσα αξία των καθαρών ροών του ομολόγου μειώνεται σημαντικά.

Καταλήγοντας, συμπεραίνουμε, ότι μεγαλύτερη μεταβλητότητα τιμών - άρα και αυξημένο κίνδυνο - έχουν οι ομολογίες με μεγάλη διάρκεια και με χαμηλό επιτόκιο κουπονιού. Έτσι, όταν προβλέπουμε πτωτική πορεία των επιτοκίων πρέπει να επενδύουμε σε μεγαλύτερης διάρκειας τίτλους με μικρά κουπόνια. Αντίθετα, εάν περιμένουμε μελλοντική άνοδο των επιτοκίων πρέπει να επενδύουμε σε βραχυχρόνιους τίτλους μεγάλων κουπονιών.

Τα ομόλογα δεν θεωρούνται τίτλοι σταθερού εισοδήματος, αλλά σταθερής απόδοσης. Είναι τίτλοι περίπλοκοι και σίγουρα όχι μηδενικού κινδύνου, όπως λανθασμένα θεωρούνται από το ευρύ επενδυτικό κοινό.