

Ιωάννης Δ. Φαρσαρώτας

Θέμα : Η αρνητική κριτική στη μέθοδο μέτρησης κινδύνου «VAR»

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η μέθοδος αποτίμησης του κινδύνου , γνωστότερη στο ευρύ κοινό των αγορών σαν «Value at Risk - VAR» , φαίνεται να έχει κερδίσει τη μάχη των εντυπώσεων , ήδη έχει υιοθετηθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό από τους διαπραγματευτές (Dealers) , τους τελικούς χρήστες (επενδυτές κάθε μορφής), αλλά κυρίως από τις Εποπτικές Αρχές (Κεντρικές Τράπεζες κ.α). Είναι άξιο ιδιαίτερης αναφοράς ότι τον Απρίλιο του 1995 η Υποεπιτροπή της Τραπεζικής Εποπτείας , που λειτουργεί στη Βασιλεία, πρότεινε να επιτρέπεται στις εμπορικές τράπεζες να χρησιμοποιούν το δικό τους μοντέλλο «VAR», προσδιορίζοντας μάλιστα τις παραμέτρους που έπρεπε υποχρεωτικά να «τρέχουν» στις «In House» εφαρμογές . Η Ευρωπαϊκή ένωση εξ άλλου, τόσο στην Οδηγία της «Περί επάρκειας των ιδίων κεφαλαίων – Capital Adequasy Directive» , που ισχύει από τον Ιανουάριο του 1996, στην οποία αναγνωρίζει τη μέθοδο «VAR» σαν ένα ισχύον εργαλείο για τη μέτρηση της κεφαλαιακής επάρκειας από θέση σε ξένο συνάλλαγμα , όσο και στη πρόσφατη απόφαση της να ενθαρρύνει την επέκταση της χρήσης του «VAR» στη μέτρηση των κινδύνων σε άλλες από το ξένο συνάλλαγμα αγορές . Το αποκορύφωμα της πολύπλευρης αποδοχής του VAR ήταν οι αποφάσεις της FED - Ιούνιος 1995 και κυρίως της SEC – Securities and Exchange Commission που ανεγνώρισε το «VAR» σαν μία αξιόπιστη μέθοδο υπολογισμού των κινδύνων από τη Χρήση Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων αλλά και των αντιστοίχων Παραγώγων Προϊόντων στις αγορές των Εμπορευμάτων- «Commodities». Οι βασικές αρχές λειτουργίας του VAR και οι τρεις τρόποι υπολογισμού του, καθώς και οι γνωστότερες στην αγορά εφαρμογές σε χαρτοφυλάκια έχουν ήδη γίνει γνωστά, έτσι ενδιαφέρον παρουσιάζει ο αντίλογος στο «VAR», όπως και οι απόψεις αυτών που δεν το δέχονται και έχουν μετατραπεί σε σφοδρούς πολέμιους της μεθόδου αυτής .

Στις αγορές υπάρχει ένας αριθμός από διαφορετικές προσεγγίσεις του «VAR», όλες όμως τείνουν σε ένα σκοπό , στη μέτρηση - σε έναν αριθμό - του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου με ένα περιθώριο εμπιστοσύνης π.χ 98% σε μία ημέρα . Η μεθοδολογία που καλείται να υπολογίσει το «VAR» εξαρτάται :

1. Από έναν αριθμό μαθηματικών υποθέσεων αλλά και υποθέσεων για την λειτουργία της αγοράς .
2. Πόσο γρήγορα απαιτούν οι χρήστες την απάντηση .
3. Τους διάφορους περιορισμούς που υπάρχουν από τα συστήματα .

Η βασική κριτική που γίνεται σε εξελιγμένα «πακέτα Software» που διατίθενται στην αγορά όπως το «Riskmetrics της J.P.Morgan» , δεν είναι ως προς τους σκοπούς που επιδιώκει αλλά ως προς τις υποθέσεις που επιστρατεύει και στηρίζεται , για να φθάσει στο τελικό νούμερο . Βασικός στόχος των επικριτών είναι να καταστήσουν κατανοητές τις αδυναμίες του «VAR» με πρώτη την καταστρατήγηση από πλευράς του της πρώτης αρχής του «Risk Management» , που λέει , ότι είναι απαραίτητο να γνωρίζουμε που είμαστε τρωτοί

Τα γενικά ερωτήματα που θέτουν οι επικριτές του «VAR» είναι:

- Είναι δυνατό να δημιουργήσουμε ένα κοινό μέτρο για όλα τα προϊόντα , ένα μέτρο που να είναι συμβατό με όλη την ομάδα των διαφορετικών αγορών ?
- Σε θετική απάντηση του πιο πάνω ερωτήματος , μπορεί το «VAR» να χρησιμοποιηθεί από όλες της βαθμίδες της ιεραρχίας ή, διαφορετικά, σημαίνει το ίδιο πράγμα στον μικρόκοσμο και στο μακρόκοσμο της οικονομικής μονάδας (επιχείρησης) ?
- Ενδιαφερόμαστε π.χ. για ένα περιθώριο εμπιστοσύνης 98% ή θέλουμε να γνωρίζουμε την πιθανότητα να χάσουμε περισσότερα από X μίο USD? Μήπως το ερώτημα αυτό τίθεται διαφορετικά ανάλογα με το ποιος ζητά την πληροφορία αυτή και τι θέση έχει στην οικονομική μονάδα ?
- Η δημιουργία υποθέσεων είναι κάτι το αναπόφευκτο για ένα τέτοιο εγχείρημα , εξαρτάται όμως πόσο ευαίσθητοι και εξαρτώμενοι είμαστε από αυτές τις υποθέσεις , αλλά κυρίως τι θα συμβεί όταν αυτές καταρρεύσουν και δεν επαληθευτούν .
Στα πιο πάνω τιθέμενα ερωτήματα θα επανέλθουμε , αφού πρώτα με τις απαιτήσεις του σύγχρονου «Risk Management» προσεγγίσουμε τον μικρόκοσμο και τον μακρόκοσμο της οικονομικής μονάδας και φωτίσουμε τις ανεπάρκειες στις υποθέσεις αλλά και τους περιορισμούς του «VAR».

1. Ο Κίνδυνος στον Μικρόκοσμο της οικονομικής μονάδας .

Σαν μικρόκοσμο της οικονομικής μονάδας θεωρούμε τους διαπραγματευτές «Traders» αυτούς που στη διαδρομή του χρόνου «τρέχουν» ένα «βιβλίο» με στόχο το κέρδος πάνω στο οποίο μετριέται η απόδοση τους αλλά και βασίζεται η αμοιβή τους. Η προσοχή μας εστιάζεται στα διάφορα όρια που ισχύουν για τους διαπραγματευτές .

Αυτόματη υπόθεση που εκ των πραγμάτων τίθεται είναι , ότι οι διαπραγματευτές πρέπει να θεωρηθούν ως τελικοί «Risk Management» , διαφορετικά γιατί η οικονομική μονάδα τους εμπιστεύεται τα χρήματα της ? Ερώτημα, που δημιουργείται, συμπεριφέρονται οι διαπραγματευτές σύμφωνα με τις συνθήκες της αγοράς που «τρέχει»?

Τα ισχύοντα όρια για τις «ανοικτές θέσεις» των διαπραγματευτών , υποθέτουν « κανονικές συνθήκες αγορών» , ασυνήθεις καταστάσεις αφήνονται για διαχείριση και αποφάσεις σε ανώτερο επίπεδο ιεραρχίας.

α. Όρια σε «ανοικτές θέσεις» .

Όταν τίθενται όρια για ένα διαπραγματευτή , υπάρχουν τρεις κανόνες που πρέπει να τηρηθούν απαραίτητα:

- 1). Τα όρια και οι υπολογισμοί για το μέγεθος της έκθεσης σε κινδύνους θα πρέπει να είναι πλήρως κατανοητά στον διαπραγματευτή .
- 2). Ο διαπραγματευτής θα πρέπει να είναι σε θέση να υπολογίζει το αναμενόμενο κέρδος από την «ανοικτή θέση» πριν προχωρήσει σε δημιουργία της.
- 3). Η χρησιμοποίηση των ορίων πρέπει να είναι κάτω από τον πλήρη έλεγχο του διαπραγματευτή .

: Οι δύο πρώτοι κανόνες δεν τηρούνται από την «Sophisticated» έκδοση «VAR» του «Monte Carlo», το οποίο αν και χρησιμοποιεί πολλές παραμέτρους τόσο η εκτίμηση για ανοικτή θέση όσο και η θέσπιση ορίων είναι μη αποδεκτά . Ο τρίτος κανόνας πρακτικά για το «VAR» σημαίνει ότι δεν πρέπει με δυναμικό τρόπο να αλλάζουμε μεταβλητές όπως π.χ. τις μεταβλητότητες, αφού π.χ μία αύξηση μπορεί να οδηγήσει σε «σπάσιμο» του ορίου , ακόμη και στη περίπτωση που η «ανοικτή θέση» δεν έχει αλλάξει. Το πρόβλημα αυτό αντιμετωπίζεται με το να τεθούν όρια σε «τοπικό νόμισμα» , κάτι που συμφωνεί με τη λογική των διαπραγματευτών . Π.χ. Στην Υπηρεσία F.X. τα όρια να τίθενται σαν το μέγιστο ποσό «ανοικτής θέσης», που οι διαπραγματευτές μπορούν να έχουν σε EUR/USD – USD/JPY – GBP/ USD κλπ. ο δε συνολικός κίνδυνος να τον αποτιμάτε με μετατροπή όλων των πιο πάνω επί μέρους θέσεων σε μία κοινή μονάδα π.χ «USD AT RISK» ή σε «VAR» .

β. Μετρώντας την επίδοση των διαπραγματευτών

Όταν μετράμε την απόδοση ενός διαπραγματευτή ή μίας ομάδας διαπραγματευτών , αντικειμενικός σκοπός μας είναι να αποτιμήσουμε το συνολικό κέρδος ή ζημία σε συνάρτηση με τον κίνδυνο που πήρε η ομάδα ή ο συγκεκριμένος διαπραγματευτής . Το ερώτημα που προκύπτει είναι: πως μπορούμε να αποτιμήσουμε τον κίνδυνο στο σημείο αυτό ? Υπάρχουν δύο εναλλακτικές απαντήσεις - μέτρα :

- 1). Το «VAR» , που κάνει εκτίμηση του κινδύνου ακριβώς στο χρόνο που το κέρδος /ζημία καταγράφηκε.
- 2). Το μεταβλητό των ημερησίων λογαριασμών κερδών/ζημιών , όπως τις υπολογίζει το λογιστήριο.

Αφού η πρώτη επιλογή ανακατεύει έναν αριθμό από υποθέσεις όπως θα δούμε στην πορεία του κειμένου , μπορεί να είναι μόνο μία πρώτη προσέγγιση του πραγματικού κινδύνου που διατρέξαμε . Η δεύτερη επιλογή , δεν περιέχει καθόλου υποθέσεις , είναι δε τόσο κοντά στον αληθινό κίνδυνο που διατρέξαμε όσο θα μπορούσε αυτός να υπάρξει . Συμπέρασμα , η δεύτερη επιλογή θα μπορούσε να αποτελεί μία βασική μονάδα (μέτρο)μέτρησης κινδύνου , για την αποτελεσματικότητα και επιδεξιότητα του VAR στην επιλογή ένα .

2. Κίνδυνοι στο Μακρόκοσμο της οικονομικής μονάδας

Στον μακρόκοσμο το ενδιαφέρον συγκεντρώνεται στην υγεία της οικονομικής μονάδας σαν συνολική οικονομική ενότητα . Αυτό απαιτεί να οριοθετήσουμε δύο περιοχές :

- α. Την φερεγγυότητα της οικον. μονάδας π.χ με ανάλυση των στοιχείων του ισολογισμού . β. Την σταθερότητα της κερδοφορίας στον λογαριασμό Κέρδη/ Ζημίες .

Βασικός στόχος είναι να αφαιρέσουμε ή να ελαχιστοποιήσουμε τον κίνδυνο από τηνανυποληψία , ειδικά βάζουμε στόχο να περιορίσουμε στο ελάχιστο τη πιθανότητα να χάσουμε περισσότερο από X mio USD. Μία απώλεια μεγαλύτερη από αυτό το μέγεθος θα συμβεί από δύο αιτίες :

- 1). Από μία εξαιρετικά ασυνήθη κίνηση στις αγορές .
- 2). Από μία εξαιρετικά μεγάλη ανοικτή θέση .

Και στις δύο περιπτώσεις πρέπει να κοιτάξουμε αθροιστικά τις ανοικτές θέσεις που έχουν αναληφθεί σε όλη την οικονομική μονάδα . Η κύρια εστίαση της προσοχής μας πρέπει να είναι στα ακραία γεγονότα , στα «καταστροφικά γεγονότα» , ή στις ασυνήθεις μεγάλες ανοικτές θέσεις που έχουν αναληφθεί.

Το «VAR» δίνει χρήσιμη πληροφόρηση εστιάζοντας την προσοχή του στα συμβαίνοντα υπό κανονικές συνθήκες, όχι στις «ανώμαλες» καταστάσεις. Επιπροσθέτως, τα ίδια «καταστροφικά» γεγονότα μπορεί να έχουν τις ίδιες ή και χειρότερες δυσμενείς επιδράσεις στους αντισυμβαλλόμενους μας, γεγονός που πολλαπλασιάζει τη πιθανότητα εμφάνισης πιστωτικού κινδύνου προερχομένου από τους αντισυμβαλλόμενους μας.

3. Υποθέσεις και Περιορισμοί

1). Stop/ Loss όρια .

Αν δύο διαπραγματευτές τελειώσουν την εργασία τους και επιστρέψουν στο σπίτι τους , αφήνοντας ίδιες σε μέγεθος ανοικτές θέσεις στις αγορές , αλλά ο ένας έχει μεριμνήσει να θέσει ένα επίπεδο stop/loss, ο έτερος όμως όχι, γεννάται το ερώτημα , διατρέχουν τον ίδιο κίνδυνο? Η λογική απάντηση είναι όχι, όμως οι τεχνικές του VAR δεν αναγνωρίζουν τη διαφορά στο κίνδυνο που υπάρχει στις δύο περιπτώσεις . Το πρόβλημα θα μπορούσε να αντιμετωπισθεί θεωρητικά με αναγνώριση του Stop/Loss σαν μία επιλογή - φράγμα , όμως οι απαιτούμενοι μαθηματικοί υπολογισμοί είναι ιδιαίτερα πολύπλοκοι , οπότε πρακτικά η τάση είναι οι εντολές με Stop/Loss να αφήνονται έξω από την εξίσωση . Το αποτέλεσμα είναι οι δύο περιπτώσεις να λαμβάνονται σαν ίδιες και το VAR να υπερεκτιμά τον κίνδυνο που διατρέχουμε.

2). Ρευστότητα και άνοιγμα μεταξύ BID / Offer τιμής

Μία από τις ερωτήσεις κλειδί που ανακύπτει όταν διαβάζουμε οικονομικές καταστάσεις αναφερόμενη στην αντιμετώπιση κινδύνου που έχει αναληφθεί είναι:

- 1). κοιτάζουμε τα πράγματα με κλειστή ή διευρυμένη οπτική γωνία (βάση) ?
- 2). Η οπτική γωνία προσέγγισης είναι στατική ή έχει δυναμικό χαρακτήρα ενσωματώνοντας τις ανησυχίες μας (βάση) ?

Σαν εμπειρικό κανόνα στη πράξη , τείνουμε να εργαζόμαστε με κλειστή - στατική οπτική γωνία (βάση) , υποθέτοντας ότι δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών και ότι στις αγορές υπάρχει πάντοτε ικανοποιητική ρευστότητα . Αν και η θεωρητική αυτή προσέγγιση είναι ένα καλό σημείο εκκίνησης , στην πορεία υπάρχουν πολλοί περιορισμοί. Ας ακολουθήσουμε τα πιο κάτω παραδείγματα:

- Έστω ένα «βιβλίο» που διατρέχει ένα μέτριο κίνδυνο σύμφωνα με την στατική προσέγγιση , το οποίο όμως μπορεί να παράγει μεγάλες απώλειες εάν χρειασθεί να κλείσει , ιδιαίτερα στη περίπτωση που η διαφορά μεταξύ των τιμών Bid/Offer είναι μεγάλη (συνθήκες έλλειψης ρευστότητας).
- Εάν μία οικονομική μονάδα έχει μεγάλες ανοικτές θέσεις στην αγορά (π.χ η θέση μίας τράπεζας στην αγορά χρήματος), θέση που υπάρχει ανάγκη να ουδετεροποιηθεί, ο κίνδυνος που διατρέχει είναι μεγαλύτερος από ότι έχει εκτιμηθεί, καθώς η αγορά θα κινηθεί εναντίον της . Το κόστος των «ανοικτών θέσεων» , που δεν «τρέχουν» , είναι συνήθως ιδιαίτερα υψηλό και πιθανότατα να βρίσκεται πολύ μακριά από την εκτίμηση του «VAR».

Επιπροσθέτως , οι υπολογισμοί στο «VAR» συνήθως μεταχειρίζονται χρονικό ορίζοντα μίας ημέρας , γεγονός όχι πάντοτε συμβατό με το εργαλείο του οποίου ο κίνδυνος αποτιμάται. Χωρίς αμφιβολία , ο χρονικός ορίζοντας πρέπει να αντανakλά την ταχύτητα με την οποία μία «ανοικτή θέση» μπορεί να μείνει χωρίς πρόβλημα (ανεπηρέαστη) . Με την αποδοχή αυτού του σκεπτικού είναι χωρίς σημασία να ελέγχουμε τον κίνδυνο από μία ανοικτή θέση σε συνάλλαγμα την ίδια χρονική στιγμή με την αντίστοιχη ενός συνθέτου προϊόντος, ο χρονικός τους ορίζοντας είναι διαφορετικός.

Το πρόβλημα εδώ συνίσταται στο ότι αν και γνωρίζουμε ότι ο κίνδυνος υφίσταται, δεν μπορούμε να τον εντάξουμε σε ένα μοντέλο . Στην αντίθετη περίπτωση που τελικά προσπαθήσουμε να τον μετρήσουμε και να εισάγουμε την εκτίμηση του προσθετικά σε ένα μοντέλο YAP , διατρέχουμε τον κίνδυνο να διαστρεβλώσουμε σε επικίνδυνο βαθμό τα αριθμητικά δεδομένα .

Π .χ εάν προσθέσουμε στο κόστος τα «spreads» και η «ανοικτή θέση» είναι μίας εβδομάδας τότε πρακτικά έχουμε «ξεπεράσει» το κόστος μεταξύ «Bid/Offer» πέντε φορές (πέντε εργάσιμες ημέρες) . Αυτού του είδους τα προβλήματα χρειάζεται να αντιμετωπιστούν ειδικά δε , στην περίπτωση που έχουμε να χρησιμοποιήσουμε αριθμητικά δεδομένα για υπολογισμούς της απόδοσης κεφαλαίου .

3). Οι Συσχετίσεις (Correlations)

Δεν είναι υπερβολή να ισχυριστούμε ότι οι συσχετίσεις (correlations) κινούνται σε ακραία επίπεδα σε περιόδους κρίσεων . Έτσι στην πράξη είτε τα πράγματα αποκλίνουν και οι συσχετίσεις χάνονται, ή κινούνται χέρι-χέρι και οι συσχετίσεις είναι ισχυρές . Ας εξετάσουμε δύο διαφορετικά παραδείγματα :

- Οι χρηματιστηριακές αγορές του Μεξικού και της Ινδονησίας δεν έχουν υπό κανονικές συνθήκες υψηλή συσχέτιση , αλλά όταν το Μεξικό , σχετικά πρόσφατα , αντιμετώπισε συνολική κρίση το φαινόμενο γενικεύτηκε σε όλες τις νεοεμφανιζόμενες αγορές .
- Μία κρίση στις αγορές των επιτοκίων τείνει να επενεργεί στην καμπύλη των αποδόσεων με διαφορετικό τρόπο από τον συνήθη και οι προκαλούμενες ανωμαλίες - παραμορφώσεις παραμένουν στις ημέρες που ακολουθούν .

Το βασικό κοινό σημείο αναφοράς στα δύο πιο πάνω παραδείγματα είναι ότι το άμεσο σοκ που σηματοδοτεί την έναρξη της κρίσης , παράγει διαφορετικούς τύπους κινδύνων έναντι αυτού που εκτιμούμε σαν ομαλές συνθήκες. Οι συσχετίσεις δεν είναι σταθερές , προβλέψιμες αξίες όπως οι περισσότεροι από εμάς θεωρούν .

4). Μεταβλητότητα «Volatility»

Σαν ένα παράδειγμα , θεωρούμε τις συναλλαγματικές ισοτιμίες EUR/DKK όπου συνήθως οι τιμές είναι σταθερές. Στην περίπτωση που κάποιος διαπραγματευτής προβλέπει «επανευθυγράμμιση» στις ισοτιμίες αυτές και ανοίγει μία θέση , ελπίζοντας να επωφεληθεί, πως είναι δυνατή η εκτίμηση των συσχετίσεων και της μεταβλητότητας ? Το γεγονός είναι ότι αυτού του είδους οι μετακινήσεις , δεν μπορούν να δουλέψουν με μαθηματικό τρόπο σε ένα μοντέλο που χρησιμοποιεί ιστορικές ισοτιμίες. Στον πραγματικό κόσμο υπάρχει ο κίνδυνος ο διαπραγματευτής, εκμεταλλευόμενος το ιδιαίτερα χαμηλό VAR να δημιουργήσει μεγάλη και ανεπιθύμητη θέση .

5. Τέλος της ημέρας – εντός της ημέρας – “Overnight – Intra Day”

Η ημέρα χωρίζεται σε δύο ζώνες συναλλαγών και λειτουργίας των αγορών - Σε εντός της ημέρας και σε αυτές στο τέλος της ημέρας. Η διάκριση αυτή εμπεριέχει μία ποικιλία από διάφορα χαρακτηριστικά σε όρους δυναμικής , κερδών και κινδύνου , τα πιο σπουδαία από αυτά είναι:

α . Από την εμπειρική πραγματικότητα προκύπτει ότι οι «ανοικτές θέσεις» κατά την διάρκεια της ημέρας είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες στο τέλος της ημέρας. Άμεση συνέπεια του γεγονότος αυτού είναι ότι το «VAR» που αποτιμάται με τις «ανοικτές θέσεις» στο τέλος της ημέρας θα είναι αισθητά μικρότερο σε σύγκριση με το «VAR» που θα αποτιμάτο με τις «ανοικτές θέσεις» κατά την διάρκεια της ημέρας.

β . «Ανοικτές θέσεις» που διατηρούνται «Overnight» γίνεται δεκτό ότι διατρέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο απ' ότι αντίστοιχες θέσεις στην διάρκεια της ημέρας . Το βασικό αιτιολογικό είναι η απουσία ενεργητικής συμμετοχής και παρακολούθησης .

γ. Προσπάθειες να μετρηθεί ο κίνδυνος στην διάρκεια της ημέρας προσκρούουν συχνότατα σε εμπόδια με δύο μορφές : 1. καθυστερήσεις με διάφορες αιτίες . 2. Μονομερείς καταχωρήσεις, χωρίς ταυτόχρονη καταχώρηση του «Hedge» . Σε κάθε περίπτωση όταν οι αγορές είναι ανοικτές η ψυχολογία των διαπραγματευτών είναι να κάνουν καλύτερες εκτιμήσεις, παρά να σκεφτούν αρνητικά, για το χειρότερο .

6). Δικαιώματα Επιλογής – “Options”.

Η ανάλυση επιχειρημάτων μέχρι αυτό το σημείο της εργασίας αυτής περιελάμβανε τη χρήση απλών εργαλείων όπως Ξένο Συνάλλαγμα αλλά και Ομόλογα , όπου η ζημία και το κέρδος είναι συμμετρικά . Αν θελήσουμε να επεκταθούμε σε πιο σύνθετα προϊόντα όπως τα Δικαιώματα Επιλογής - «OPTIONS» , όλα τα μοντέλα «VAR» αποτυγχάνουν να μετρήσουν τον κίνδυνο π.χ από θέσεις σε Δικαιώματα Επιλογής σε Νομίσματα .

Για σκοπούς του «Risk Management» , μπορούν να τεθούν διάφορα όρια στο «Βιβλίο των Options» με αξιοποίηση των «Ελληνικών γραμμάτων - προσοχή η «DELTA» δεν επαρκεί από μόνη της - αλλά αυτά απλώς περιορίζουν τον κίνδυνο , δεν τον μετρούν με την επιθυμητή ακρίβεια.

7) . Μη κανονικότητα

Η κατανομή στις αλλαγές σε ένα περιουσιακό στοιχείο - «asset» , όπως το Ξένο Συνάλλαγμα έχει την καμπανοειδή μορφή και μπορεί με πολύ μεγάλη προσέγγιση να προσδιοριστεί από μία Standard κανονική κατανομή. Το ερώτημα που αυτόματα ανακύπτει και χρήζει απάντησης είναι: ενδιαφερόμαστε για το τι συμβαίνει στον κύριο όγκο της κατανομής , που είναι στο μέσον ή γύρω από τις «ουρές - άκρα» αυτής ?

Η απάντηση είναι καθαρή , αφού αναφερόμαστε σε κίνδυνο , η «ουρά» αντιπροσωπεύει την περιοχή που μπορεί να υπάρξει μία ουσιαστική ζημία .

Το «VAR», με όλες τις μεθοδολογίες του, εστιάζεται στο «μέσο» της κατανομής επιμηκύνοντας αυτό , περιθωριοποιώντας τις τιμές στις «ουρές» , κάτι που οδηγεί σε λάθος . Οποσδήποτε , το πρόβλημα μπορεί σε μεγάλο βαθμό να αντιμετωπιστεί μαθηματικά , αλλά δεν μπορεί να τεθεί το ερώτημα με ευθύ τρόπο , πόσος είναι ο κίνδυνος στις «ουρές» της Κανονικής Κατανομής ?

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

1. Το «VAR» σαν ένα ενιαίο . συμβατό μέτρο μέτρησης του κινδύνου .

Για να είναι συμβατό , η ποιότητα των υπολογισμών και των υποθέσεων που χρησιμοποιούνται στα διάφορα προϊόντα - εργαλεία των αγορών πρέπει να είναι συνεπής. Ατυχώς αυτό ελάχιστα συμβαίνει, έτσι στην πράξη παρατηρούνται οι ακόλουθες πρακτικές:

- Ο συναλλαγματικός κίνδυνος στις πράξεις Spot είναι πλημμελώς εκπροσωπούμενος καθώς απεικονίζεται με τις συναλλαγές στο τέλος της ημέρας.

- Ο κίνδυνος από νομίσματα όπως το EUR/DKK υποεκτιμάται πριν ένα «μεγάλο» γεγονός και υπερεκτιμάται στη μέτρηση του μετά το γεγονός .
- Τα Δικαιώματα Επιλογής – Options σε νομίσματα έχουν όρια , η μέτρηση του κινδύνου είναι πολύ δύσκολη.
- Τα βιβλία που «τρέχουν» για τις οικονομικές μονάδες στην αγορά χρήματος είναι τόσο μεγάλα , οπότε η προσέγγιση με «Standard» μεθόδους της μέτρησης του κινδύνου θεωρείται πρακτικά ακατάλληλο , καθώς δεν λαμβάνεται υπ'όψιν η παράμετρος ρευστότητα.

2 . Οι υποθέσεις για το “VAR”

Το «VAR» είναι ένα ιδανικό εργαλείο , όταν εφαρμόζεται σε έναν ιδανικό κόσμο , όπου δεν υπάρχουν περιορισμοί ρευστότητας , κόστος συναλλαγών , οι αγορές στην συμπεριφορά τους ακολουθούν την κανονική κατανομή , οι μεταβλητότητες και οι συσχετίσεις είναι σταθερές , οι συναλλαγές γίνονται με παραδοσιακά εργαλεία και όχι σύνθετα όπως τα Παράγωγα Προϊόντα . Η πραγματικότητα των συναλλαγών όμως είναι διαφορετική οπότε το «VAR» είναι ένας απλά χρήσιμος δείκτης

3 . Διαφορετικά μέτρα σε διαφορετικά επίπεδα στην Οικονομική μονάδα .

Αναφέροντας περιληπτικά τα κυριότερα σημεία στεκόμαστε στα εξής :

- Η χρησιμοποίηση του «VAR» για να τεθούν όρια στους διαπραγματευτές δεν είναι η ενδεδειγμένη προσέγγιση .Σαν πληροφορία όμως στη διοικητική ιεραρχία των διαπραγματευτών στην οικονομική μονάδα είναι χρήσιμη .
- Στην επιθεώρηση των επιδόσεων ενός διαπραγματευτή θα έπρεπε να στραφούμε σε μεθόδους επαλήθευσης των καταγεγραμμένων κερδών/ζημιών και όχι σε ένα μαθηματικοποιημένο μοντέλο το οποίο προσπαθεί να προβλέψει τον κίνδυνο .
- Στο υψηλότερο επίπεδο ιεραρχίας , η αξιοπιστία και φερεγγυότητα της οικονομικής μονάδας θα έπρεπε να δοκιμάζεται με την χρήση «Stress Tests» και στοιχεία τα οποία παρουσιάζουν μία συγκεντρωτική εικόνα όλων των δραστηριοτήτων .

Ενώ το «VAR» είναι μία χρήσιμη διοικητική πληροφορία , δεν είναι το «έξυπνο» εργαλείο , που με μία επιπόλαιη προσέγγιση κάποιος θεωρεί ότι είναι . Η καλύτερη ενδεδειγμένη δομή σύμφωνα με το ποιος χρειάζεται τι στην οικονομική μονάδα θα ήταν :

Διοίκηση

Δοκιμές - αξιοπιστίας και φερεγγυότητας .

“Stress –Testings”

Διευθυντικά Στελέχη

Πληροφορίες .

Διαπραγματευτές

Όρια - οδηγίες κάθε είδους .

Όρια «ανοικτών θέσεων» .

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η τελευταία επισήμανση της αρνητικής κριτικής του «VAR» είναι, ότι σε καμία παραγωγική δραστηριότητα δεν εφαρμόζεται το ίδιο μέτρο , εργαλείο , μέθοδος , φόρμουλα σε κάθε επίπεδο από τον μικρόκοσμο στον μακρόκοσμο .

ΠΗΓΕΣ:

1. Περιοδικό «RISK» Ιανουάριος 96.
2. Περιοδικό «RISK» Φεβρουάριος 96.
3. Σημειώσεις «RISK Management» κ. Π .Τριανταφυλλίδης .
4. Απόψεις , CITIBANK Αθήνα .
5. Απόψεις , BZW London.
6. Απόψεις , NATWEST London
7. Introduction to RISKMETRICS – JP MORGAN
8. MENU – VAR (HELP) – BLOOMBERG

ΙΩΑΝΝΗΣ Δ. ΦΑΡΣΑΡΩΤΑΣ