

*Κείμενα Οικονομικής & Διεθνοπολιτικής Ανάλυσης*  
*κ-ΟΙΔΑ*

**2018-4**

**Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, Δικαιώματα Προαίρεσης και Αμοιβαία Διαπραγματεύσιμα Κεφάλαια σε Bitcoin: Χίμαιρες εναντίον Αρκούδων.**

**Νικόλαος Αθ. Κυριαζής**  
Υποψήφιος Διδάκτωρ στην Τραπεζική και Χρηματοοικονομική  
Τμήμα Οικονομικών Επιστημών  
Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας

# Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, Δικαιώματα Προαίρεσης και Αμοιβαία Διαπραγματεύσιμα Κεφάλαια σε Bitcoin: Χίμαιρες εναντίον Αρκούδων.

**Νικόλαος Αθ. Κυριαζής**

**Υποψήφιος Διδάκτωρ στην Τραπεζική και Χρηματοοικονομική  
Τμήμα Οικονομικών Επιστημών  
Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας**

## **1. Αρχικές ενδείξεις για την πορεία των παράγωγων του bitcoin**

Παγκόσμια αίσθηση έχει προκαλέσει η απότομη πτώση της τιμής του bitcoin κάτω από το όριο των 10.000 δολαρίων ανά bitcoin, η οποία βάζει παύση στην ξέφρενη ως τώρα πορεία αυτής της νέας νομισματικής εφεύρεσης. Κι ενώ ήδη έχει εκφρασθεί ενδιαφέρον για ανάπτυξη πολλών μορφών παράγωγων προϊόντων πάνω στο bitcoin, όπως δικαιώματα προαίρεσης (options) και διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια (exchange-traded funds, ETFs), αυξανόμενη προσοχή ελκύει η νεοσύστατη αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ), γνωστών και ως “futures” πάνω στο νόμισμα, την επονομαζόμενη ως “bitcoin futures market”. Με μεγάλο ενδιαφέρον οι οικονομικές μονάδες, από έμπειρους κερδοσκόπους έως νεοεισερχόμενους επίδοξους αντισταθμιστές του κινδύνου, σπεύδουν να αντιληφθούν και να αφομοιώσουν τον τρόπο με τον οποίο συσχετίζονται το bitcoin και τα παράγωγα του, ώστε να εκμεταλλευθούν τις απότομες μεταβολές στις τιμές της τρέχουσας αλλά και της προθεσμιακής (παραγώγων) αγοράς προς όφελος τους. Ανέλπιστα διογκωθείσες ευκαιρίες κέρδους όπως το bitcoin και τα παρεπόμενα από αυτό προϊόντα δίνουν την ελπίδα ότι οι επενδυτές θα καταφέρουν να κερδίσουν τη μάχη με τις “αγορές αρκούδες”, όπως ευφάνταστα συνηθίζουν να χαρακτηρίζονται οι αγορές που επιβάλλεται αμυντική και μετριοπαθής επενδυτική συμπεριφορά.

Πρέπει να τονισθεί ότι εκτός από το Chicago Board Options Exchange (CBOE) και το Chicago Mercantile Exchange (CME), η NASDAQ και η Cantor Fitzgerald αποσκοπούν στο να θέσουν σε λειτουργία παράγωγα του bitcoin. Το πρώτο παράγωγο του bitcoin το οποίο έφθασε στην ημερομηνία ωρίμανσης του ήταν ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης πάνω στο νόμισμα, το οποίο έληξε κατά τη 17η

Ιανουαρίου 2018, ενώ το επόμενο λήγει κατά την 26η Ιανουαρίου 2018. Τούτη, όπως και κάθε μορφή παραγώγου, επιτρέπει στον επενδυτή να θέσει ένα “στοίχημα” ως προς το αν ο υποκείμενος τίτλος (bitcoin) θα ακολουθήσει ανοδική ή καθοδική πορεία. Διαφορετικά ειπωμένο, ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ) επιτρέπει στον επενδυτή που θα το αγοράσει να λάβει ένα αντίστοιχο πλήθος bitcoin σε χαμηλότερη τιμή σε κάποια μελλοντική χρονική στιγμή. Αν τελικά η τιμή της αγοράς που επικρατεί για το bitcoin σε εκείνη τη μελλοντική στιγμή είναι υψηλότερη από αυτή που ορίζει το ΣΜΕ, τότε ο αγοραστής του ΣΜΕ βγαίνει κερδισμένος. Παρότι τα ΣΜΕ χρησιμοποιούνται κατά κόρον για λόγους αντιστάθμισης, η εξάρτηση τους από ευμετάβλητα ως προς την αξία περιουσιακά στοιχεία, όπως η αξία των νομισμάτων, αναπόφευκτα τα καθιστά και εργαλεία “κερδοσκοπίας”. Προς το παρόν, η ανελαστικότητα που επικρατεί στην αγορά παραγώγων (ΣΜΕ) του bitcoin, καθώς μόνο το ανταλλακτήριο Gemini καθορίζει την τιμή αγοραπωλησίας τους, μετατρέπει την αγορά αυτή ευάλωτη σε χειραγώγηση από ένα μικρό και μόνο πλήθος διαπραγματευτών.

Έως σήμερα (μέσα προς τέλος Ιανουαρίου 2018), μικρός όγκος διαπραγματεύσεων έχει πραγματοποιηθεί στα συμβόλαια ΣΜΕ σε bitcoin στο CBOE και στο CME. Σημειωτέον ότι η κακή πορεία του παράγωγου αυτού προϊόντος, το οποίο άρχισε να διαπραγματεύεται την 10η Δεκεμβρίου 2017, συμβάδισε με την πτωτική πορεία του bitcoin μετά από άνοδο στα μέσα του Δεκεμβρίου 2017 που είχε αγγίξει δυσθεώρητα επίπεδα. Υπάρχει η γενικότερη εκτίμηση ότι παρά τις απότομες ανοδικές ή καθοδικές κινήσεις του, το bitcoin θα καθιερωθεί ακόμη περισσότερο στις συνειδήσεις των επενδυτών εάν τελικά κυκλοφορήσουν και δικαιώματα προαίρεσης (options) πάνω σε αυτό. Προϋπόθεση για την εκκίνηση αγορών που θα ασχολούνται με δικαιώματα προαίρεσης σε bitcoin είναι η αγορά ΣΜΕ σε bitcoin να δώσει τα απαραίτητα θετικά δείγματα, όπερ μεθερμηνευόμενον σε υψηλές τιμές κλεισίματος και μεγάλο όγκο διαπραγματεύσεων, τα οποία δεν έχουν επιτευχθεί ως τώρα. Αυτό οφείλεται εν μέρει και σε κακή συγκυρία, καθώς η κυκλοφορία των ΣΜΕ σε bitcoin συνέπεσε όπως αναφέρθηκε σε μεγάλο βαθμό με την καθοδική πορεία του bitcoin.

## **2. Χαρακτήρας των παράγωγων του bitcoin.**

Τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια πάνω σε bitcoin θα επενδύουν σύμφωνα με τα όσα έχουν καταθέσει στις αιτήσεις τους για ίδρυση τους στο CBOE, σε ένα ευρύ φάσμα τίτλων. Πιο συγκεκριμένα, η κύρια επένδυση τους θα αφορά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε bitcoin. Επιπλέον, είναι πολύ πιθανό οι τοποθετήσεις τους να επεκτείνονται και σε άλλα τυχόν επίσημα

παράγωγα πάνω σε bitcoin, σε παράγωγα του bitcoin έξω από το σύστημα συναλλαγών (over the counter) δηλαδή με διμερείς συμφωνίες χωρίς μεσάζοντες, καθώς και σε διαπραγματεύσιμα αμοιβαία προϊόντα (exchange-traded products) εγγεγραμμένα στα ανταλλακτήρια των ΗΠΑ. Αυτά τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία προϊόντα συνηθίζουν να περιλαμβάνουν αμοιβαία διαπραγματεύσιμα κεφάλαια (exchange-traded funds), αμοιβαία διαπραγματεύσιμα οχήματα (exchange-traded vehicles), αμοιβαία διαπραγματεύσιμα γραμμάτια (exchange-traded notes), καθώς και λοιπούς τίτλους (certificates). Πρέπει να τονισθεί ότι τέτοιες επενδύσεις καθιστούν το bitcoin και συνεπώς όσους επενδύουν σε αυτό, ευάλωτους στην αξιολόγηση ως προς την αξιοπιστία του εκδότη. Αυτός είναι και ο λόγος που απαιτείται μεγαλύτερη καθιέρωση των κρυπτονομισμάτων στη συνείδηση των επενδυτών, προκειμένου τέτοια εγχειρήματα να καρποφορήσουν. Τέλος, τα αμοιβαία διαπραγματεύσιμα κεφάλαια σε bitcoin έχουν δηλώσει ότι θα επενδύσουν και σε μετοχές που δε διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ και οι οποίες είναι ευρύτερα γνωστές ως “χρηματοοικονομικά εργαλεία του bitcoin”.

Τα έξι διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια που κατέθεσαν αίτηση ως τις 22 Δεκεμβρίου 2017 στο SEC ώστε να συμπεριληφθούν στο CBOE είναι τα εξής: First Trust Bitcoin Strategy ETF, First Trust Inverse Bitcoin Strategy ETF, Rex Bitcoin Strategy ETF, Rex Short Bitcoin Strategy ETF, GraniteShares Bitcoin ETF, GraniteShares Short Bitcoin ETF. Υπολογίζεται ότι αν υπάρξει αίσια έκβαση, στις αρχές του καλοκαιριού του 2018, θα έχουν λάβει την απαραίτητη άδεια. Παλιότερη αίτηση από τους Tyler and Cameron Winklevoss είχε απορριφθεί από τον SEC λόγω της υψηλής μεταβλητότητας που επιφέρει το bitcoin, και η οποία θεωρήθηκε ως απειλή για τις αγορές. Ελκύει υψηλό ενδιαφέρον το αν η αγορά θεωρείται πλέον αρκετά ώριμη ώστε να δεχθεί το bitcoin με συνθήκες που να επιτρέπουν να επεκταθούν τα παράγωγα του.

Η εισαγωγή των ανεπτυγμένων μορφών παραγώγων που έχουν ως υποκείμενο τίτλο το bitcoin αναμένεται να επιφέρει μια απότομη άνοδο στην τιμή στην οποία αυτά τα παράγωγα ζητούνται και προσφέρονται. Με άλλα λόγια, η τιμή του διαπραγματεύσιμου αμοιβαίου κεφαλαίου σε bitcoin αναμένεται να ξεκινήσει και να παραμείνει σε υψηλότερα επίπεδα από την τιμή του απλού bitcoin, συμπαρασύροντας την αγορά παραγώγων bitcoin σε συνεχή άνοδο, η οποία είναι γνωστή και ως φαινόμενο “contango”. Αυτή η συνεχής άνοδος τροφοδοτείται από το γεγονός ότι οι πιο μακροχρόνιες λήξεις παραγώγων τιμολογούνται από την αγορά υψηλότερα από τις βραχυχρόνιες λήξεις, ενισχύοντας συνεχώς μια φούσκα ταυτόχρονα με ένα αίσθημα μακρόπνοης αισιοδοξίας στην αγορά παραγώγων. Η συνεχής υποκατάσταση βραχυχρόνιων τίτλων με μακροχρόνιους αναμένεται να επιφέρει σταδιακά

κορεσμό στην αγορά μακροχρόνιων παράγωγων τίτλων και πιθανόν τάσεις για αναστροφή του κλίματος, γνωστή και ως “backwardation”. Αυτό σημαίνει ότι τελικά τα βραχυπρόθεσμα παράγωγα θα αρχίσουν και θα συνεχίσουν να αποτιμώνται υψηλότερα από τα μακροχρόνια, αποτυπώνοντας ένα κλίμα αβεβαιότητας και ανησυχίας. Αυτή η αναστροφή μπορεί να προληφθεί αν η πορεία του απλού bitcoin εξακολουθήσει να είναι ανοδική λόγω εξωγενών παραγόντων ή αν τα υποκατάστατα των παράγωγων του bitcoin (πχ. παράγωγα σε ethereum ή ripple) είναι ασθενή και υποτονικά, το οποίο συνήθως είναι απίθανο μετά από ένα ράλι τύπου “contango” του εν λόγω τίτλου.

Πρέπει να αναφερθεί η ύπαρξη ισχυρού ανταγωνισμού από τα έξι υποψήφια αμοιβαία κεφάλαια για το ποιο θα καταφέρει να εισέλθει πρώτο στην αγορά διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων του bitcoin, ώστε να λάβει τη μερίδα του λέοντος του όγκου διαπραγματεύσεων. Στις ΗΠΑ θεωρείται ότι ένα τέτοιο παράγωγο του bitcoin θα αποτελέσει τη δαμόκλειο σπάθη (με τα θετικά και αρνητικά που αυτό συνεπάγεται) για την κατασκευή ενός νέου επιπέδου στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές -και δη στην αμερικάνικη αγορά- ανεπτυγμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Η πρόβλεψη είναι ότι αυτό το πρώτο ETF θα ξεπεράσει το 1 δις δολάρια σε όγκο συναλλαγών μέσα στις πρώτες μέρες κυκλοφορίας του , αφήνοντας ίσως πίσω και το θεωρούμενο ως απροσπέλαστο ρεκόρ που σημείωσε η SPDR Gold Trust. Σύμμαχος σε αυτή την προοπτική είναι η μεγάλη ρευστότητα που θα προσφέρει η ανάπτυξη αυτού του παραγώγου, την οποία θα χρειάζεται σε πολύ μεγάλο βαθμό η αγορά, ειδικότερα αν γίνουν πραγματικότητα οι εξαγγελίες αναφορικά με περιοριστική πολιτική από τις αμερικάνικες (και όχι μόνο αυτές) νομισματικές αρχές.

### **3. Συμπεράσματα**

Προκειμένου να απαντηθεί το ερώτημα αν η επένδυση σε στοιχήματα πάνω σε επενδυτικές μορφές υψηλού κινδύνου οδηγεί τελικά σε κέρδη ή όχι, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι τα κέρδη είναι μια πολυμεταβλητή συνάρτηση της οποίας πολλές από τις ανεξάρτητες μεταβλητές είναι από πολύ δύσκολο ως ακατόρθωτο να ποσοτικοποιηθούν. Τα πολύ εξελιγμένης μορφής χρηματοπιστωτικά παράγωγα προϊόντα του bitcoin θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν ως “χίμαιρες” που βασίζονται στη δύναμη και τα πολλά πρόσωπα που τους προσδίδει το bitcoin και επιβάλλουν ατέρμονη (και ίσως ανέφικτη) επενδυτική ζωντάνια ώστε να συμβαδίσει κάποιος μαζί τους και να μάθει το ρυθμό και την κατεύθυνση των κινήσεων τους. Από την άλλη, η ψυχρή, ασφαλής, αλλά και στατική θαλπωρή της προβλέψιμης πολιτικής αρκούδας (ύφεσης κι επιφυλακτικότητας στη χρηματιστηριακή δράση) σε περιόδους

συστατικών μέτρων είναι ικανή να παγώσει κάθε επενδυτικό κίνητρο, βυθίζοντας σε τέλμα τις αγορές. Είναι εύλογο να πιστέψουν οι επενδυτές ότι η ευτελής εσωτερική αξία του bitcoin μπορεί τελικά να προσδώσει υπερδυνάμεις στις πιο εξελιγμένες μορφές του; Είναι δυνατόν κάτι τόσο αιρετικό και εκτός λογικής και ανόητο να ανατρέψει το σκοτάδι που απειλεί μια αποκεντρωμένη οικονομία; Κάθε οικονομολόγος μπορεί να κουραστεί με αυτές τις σκέψεις και να καταφύγει σε ηπιότερες αναζητήσεις, αυξάνοντας τη ζήτηση για κινηματογραφικά εισιτήρια που δίνουν πρόσβαση σε εύπεπτη και ξεκούραστη δράση. Και τότε βλέπεις τον δαιμόνιο, ιδιοφυή και αυτοκαταστροφικό αντιήρωα Joker να λέει με μέγιστη δόση αυταρέσκειας και ζωδών ενστίκτων: “... κάποιες φορές πρέπει να υποκριθείς ότι είσαι ανόητος, για να ξεγελάσεις τον ανόητο που θεωρεί ότι μπορείς να φερθείς ανόητα”... και πάλι κάθε σκέψη γυρίζει πίσω στις νέες ευκαιρίες κέρδους που δίνουν το ανόητο bitcoin και τα παράγωγα του ...