

RASTÚCI VÝZNAM CDS NA FINANČNOM TRHU

Alexandra DONOVALOVÁ

Katedra bankovníctva a medzinárodných financií, NHF EU, Bratislava

adonovalova@gmail.com

Abstrakt

V období finančnej krízy sa investori začínajú viac zaoberať kreditným rizikom a hľadajú spôsoby na zabezpečenie sa proti týmto stratám. Na tento účel sa využívajú kreditné deriváty, ktoré prenášajú kreditné riziko z investora na kupujúceho kreditného rizika. Objem kreditných derivátov každoročne narastá, pričom najviac využívané kreditné deriváty sú swapy kreditného zlyhania. Cieľom príspevku je poukázať na enormný nárast využívania týchto nástrojov v praxi ako i zameranie sa na ich vypovedaciu schopnosť. Zmeny spreadov pri týchto nástrojoch sú považované za ukazovateľ dôveryhodnosti daného subjektu, pretože odrážajú aktuálnu situáciu na finančnom trhu. Môžu byť teda ukazovateľom budúcej zmeny ratingu, ktorý zachytí zmeny v dôveryhodnosti subjektov s určitým oneskorením.

KLúčové slová: kreditné riziko, kreditné deriváty, sekuritizácia, swap kreditného zlyhania, implikovaný rating

1 ÚVOD

Donedávna sa subjekty na finančnom trhu zameriavali predovšetkým na meranie trhového rizika. Avšak história ukázala, že z globálneho hľadiska boli väčšie straty spojené s kreditným rizikom, a tak sa v súčasnosti venuje zvýšený záujem o meranie kreditného rizika a predovšetkým na eliminovanie jeho následkov. Za kreditné riziko sa považuje riziko finančnej straty spôsobenej zmenou kreditného charakteru investície a to v dvoch rovinách. Po prvé sa môže jednať o možnosť zmeny kreditného charakteru protistrany, s ktorou bol obchod uzatvorený. Druhou možnosťou je zmena kreditného charakteru emitenta a tým samotnej investície.

V zásade majú veritelia viacero možností ako znížiť svoju kreditnú expozíciu a posilniť svoje kreditné postavenie. Prvým spôsobom je sekuritizácia, ktorú možno zjednodušene definovať ako proces, pri ktorom sa transformujú nelikvidné podkladové aktíva (hypotéky, pôžičky, leasingové platby, pohľadávky z kreditných kariet, pohľadávky z bankových účtov) do obchodovateľných cenných papierov. Okrem sekuritizácie predstavujú kreditné deriváty ďalší možný nástroj riadenia kreditného rizika, pri ktorom dochádza k prevodu kreditného rizika na protistranu.

2 KREDITNÉ DERIVÁTY

Kreditné deriváty umožňujú investorom riadiť kreditnú expozíciu portfólia zabezpečením sa proti stratám vznikajúcim z dôvodu kreditnej udalosti, čiže ide o zaistovanie a na druhej strane umožňujú zvyšovať zisk pre tých investorov, ktorí sú presvedčení o nemožnosti vzniku kreditnej udalosti daného referenčného subjektu, vtedy sa jedná o špekuláciu. Za kreditnú udalosť sa vo všeobecnosti rozumie predovšetkým zlyhanie (default), ktorý predstavuje, že dlžník si nesplní svoje finančné záväzky včas. International Swaps and Derivatives Association (ISDA) formalizovala definície kreditných udalostí pre kreditné deriváty. Kreditnou udalosťou sa podľa týchto definícií rozumie bankrot, urýchlenie záväzku, zlyhanie pri záväzku, zlyhanie pri platbe, odmietnutie a reštrukturalizácia.

Tieto finančné nástroje sú pre investorov flexibilné nástroje, pretože sú to tzv. over the counter produkty, pri ktorých sa dohadujú podmienky individuálne a tak odrážajú konkrétne potreby investorov.

Vznik kreditných derivátov

História kreditných derivátov sa začala v 90. rokoch využívaním swapov kreditného zlyhania a swapov všetkých výnosov. Neskôr k nim pribudli aj ďalšie druhy kreditných derivátov. Obchodovať sa začalo najskôr v USA a neskôr sa tento trh rozšíril aj do Európy. Trh sa postupne vyvíjal a zvyšoval objem.

Udalosti začiatkom tretieho tisícročia však vo veľkej miere ovplyvnili aj tento rozvíjajúci sa trh. Kupujúci kreditného rizika utrpeli značné škody vo zvyšujúcom sa počte nepredvídaných defaultov (Enron-2001, WorldCom-2002, Parmalat-2003)¹. Na druhej strane však profitovali investori, ktorí si zabezpečili kreditné riziko vyplývajúce z otvorených pozícií voči týmto subjektom.

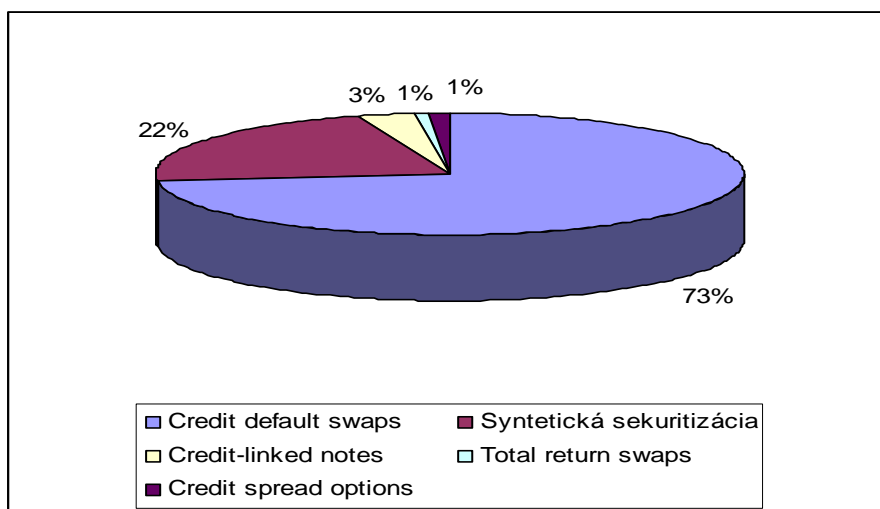
K vysokým stratám špekulantov prispeli aj svetové udalosti ako 11. september 2001 v USA, zlyhanie Argentíny v 2001 a pod. V roku 2001 na túto situáciu doplatil enormnou stratou z derivátov aj v tej dobe najaktívnejší účastník a zároveň inovátor na trhu, JP Morgan Chase&Co., ktorý mal vysokú expozíciu ako kupujúci kreditného rizika, čiže nepredpokladal vyššie popísané zlyhania. Išlo predovšetkým o špekulácie v súvislosti s Enron-om a Argentínou.

Rýchly rast trhu s kreditnými derivátmi

Ratingová agentúra Fitch vo svojej správe o vývoji na trhu s kreditnými derivátmi uvádza, že v roku 2006 sa zvýšil celkový objem nakúpených a predaných kreditných derivátov o 113% na 49 900 mld. USD oproti roku 2005 (23 400 mld USD). Medzi najväčších obchodníkov na tomto trhu patrili Morgan Stanley, Deutsche Bank, Goldman Sachs a JP Morgan Chase. Na danom prieskume sa zúčastnilo 65 finančných inštitúcií (44 bánk a brokerov/dealerov, 13 poisťovní a zaistovní a 8 finančných zabezpečovateľov). Toto zloženie odráža podľa ratingovej agentúry zastúpenie účastníkov na trhu s kreditnými derivátmi. Účastníci prieskumu uvádzali 5 základných dôvodov na vstupovanie do týchto derivátov a to: riadenie kapitálu, hedging/riadenie kreditného rizika, obchodovanie, ďalšia trieda aktív, marketmaker. Až 58% účastníkov uviedlo ako hlavný dôvod obchodovanie s cieľom zisku. Na základe tejto správy možno teda kreditné deriváty považovať predovšetkým za špekulačný nástroj.

Podľa štúdie uverejnenej v časopise Risk (2003) najvyšší podiel na uzatvorených kontraktoch s kreditnými derivátmi majú swapy kreditného zlyhania (credit default swaps-CDS) ako to dokumentuje graf 1: .

¹ Uvedené spoločnosti boli až do svojho krachu v investičnom pásme. Ratingovým agentúram sa preto často vyčíta, že nedokážu včas odhadnúť krízu v spoločnosti. Agentúry sa však zdráhajú v týchto prípadoch prevziať na seba zodpovednosť s tvrdením, že je nemožné odhaliť podvody v účtovníctve alebo iné klamstvo zo strany hodnoteného subjektu.



Graf 1: Zastúpenie jednotlivých druhov kreditných derivátov

Zdroj: Risk (február 2003)

3 PRINCÍP A VYUŽITIE CDS

CDS predstavuje najviac využívaný kreditný derivát a predstavuje nástroj, kedy kupujúci zaistenia platí predávajúcemu zaistenia pravidelné platby. Niekedy sa v súvislosti s týmito subjektmi používajú výrazy predávajúci a kupujúci kreditného rizika.

Mechanizmus uzatvárania CDS

Predaj CDS a súčasný nákup bezrizikového cenného papiera predstavuje ekvivalent k nákupu rizikového cenného papiera. Predávajúci zaistenia je zároveň zaviazaný k vyplateniu platby kreditnej udalosti v prípade vzniku určitej kreditnej udalosti referenčného aktíva. Vznik kreditnej udalosti zároveň predstavuje ukončenie CDS. Ak však kreditná udalosť nenastane, je hodnota CDS v dobe splatnosti nulová, t.j. predávajúci zaistenia nemá voči kupujúcemu zaistenia žiadne záväzky.

Uzatvorenie CDS neznamená úplnú elimináciu kreditného rizika. Kupujúci zaistenia síce znížil expozíciu voči referenčnému aktívu, avšak vytvoril novú kreditnú expozíciu voči predávajúcemu zaistenia. Odporúča sa preto, aby bola nízka korelácia medzi pravdepodobnosťou zlyhania referenčného aktíva a predávajúceho zaistenia. Kupujúci zaistenia má možnosť znížiť svoje kreditné riziko voči predávajúcemu zaistenia požadovaním kolaterálu vo forme cenných papierov alebo hotovosti. Kolaterál sa zvyčajne vyžaduje pri dlhodobých CDS, alebo ak predávajúci zaistenia nemá dostatočne vysoký rating, resp. má ho nižší ako jeho partner v kontrakte.

CDS prémia

Pravidelné platby (nazývané aj prémia), ktoré musí kupujúci zaistenia platiť počas životnosti CDS a ktoré mu dávajú právo odpredať dlhopis pri jeho defaulte, predstavujú zvyčajne niekoľko bázičných bodov ročne z referenčnej hodnoty (táto prémia sa označuje aj ako CDS spread). Zvyčajne referenčná hodnota býva zhodná s trhovou hodnotou referenčného záväzku v čase dohodnutia CDS. Táto prémia závisí od viacerých faktorov ako napr. kreditná kvalita predávajúceho zaistenia, počet a druh kreditných udalostí dohodnutých v kontrakte, združená pravdepodobnosť zlyhania predávajúceho zaistenia a referenčnej jednotky, pravdepodobnosť zlyhania referenčnej jednotky, strata pri zlyhaní, angažovanosť pri zlyhaní.

Vznik kreditnej udalosti

Ak už kreditná udalosť nastala, zvyčajne kupujúci zaistenia oznámi túto skutočnosť predávajúcemu zaistenia na základe verejne dostupných informácií.

Predávajúci zaistenia po vzniku kreditnej udalosti je zaviazaný uhradiť platbu kreditnej udalosti, ktorá môže mať viacero variant:

- platba nominálnej hodnoty referenčného aktíva proti jeho fyzickej dodávke zo strany kupujúceho zaistenia,
- platba rozdielu medzi nominálnou hodnotou a zostatkovou hodnotou referenčného aktíva po kreditnej udalosti,
- vopred dohodnutá pevná suma.

Fyzické dodanie umožňuje vyhnúť sa problémom s ocenením referenčného aktíva. Pri fyzickej dodávke dochádza k dodaniu referenčného záväzku alebo iného záväzku, ktorý spĺňa určité podmienky a to za pevne stanovenú tzv. referenčnú čiastku, ktorá býva dohodnutá v kontrakte. Existuje tzv. kôš možných dodateľných cenných papierov, z ktorých si kupujúci môže vybrať, ktorý dodá. Vo väčšine prípadov CDS je známy konkrétny cenný papier, ktorý získa predávajúci zaistenia v prípade kreditnej udalosti. Tento papier je tzv. prvý z koša a takto dohodnutý CDS býva lacnejší ako pri CDS s košom rovnocenných cenných papierov. V niektorých prípadoch môže preto po vzniku kreditnej udalosti nastať nedostatok takýchto dodateľných záväzkov. Tento rastúci dopyt môže vyvolať rast ceny takýchto cenných papierov, čo zvýši finančné náklady pre kupujúceho zaistenia, ktorý musí takýto cenný papier kúpiť a dodať predávajúcemu zaistenia.

Sumu pri hotovostnom vysporiadaní stanoví kalkulačný agent, ktorý bol vopred stanovený pri otvorení CDS a ktorý je zvyčajne aj jeden z partnerov tohto kontraktu. Tento agent stanoví rozdiel medzi referenčnou hodnotou a konečnou hodnotou referenčného záväzku po kreditnej udalosti a to na základe kotácie od viacerých dealerov. Za konečnú hodnotu sa zvyčajne považuje hodnota v piaty deň po vzniku kreditnej udalosti. Vysporiadanie v hotovosti je v praxi najviac využívaný postup.

Okrem vyššie popísaného základného mechanizmu fungovanie CDS existujú aj viaceré modifikácie ako košový swap kreditného zlyhania, pri ktorom sú určené viaceré referenčné aktíva, pričom existujú viaceré vopred dohodnuté možnosti ukončenia takto dohodnutého CDS; swap kreditného zlyhania s opciou na ukončenie umožňujúce ukončiť swap ešte pred dohodnutou splatnosťou, navyšovací swap kreditného zlyhania; digitálny swap kreditného zlyhania, pri ktorom je presne stanovená pevná suma, ktorá sa vyplatí pri vzniku kreditnej udalosti.

4 AKTUÁLNA SITUÁCIA NA TRHU S CDS

Využívanie vypovedacej hodnoty CDS

CDS nemajú svoj význam iba pri samotnom zabezpečení kreditného rizika, ale aj v inej rovine riadenia kreditného rizika a to pri hodnotení dôveryhodnosti subjektov. Ratingové agentúry Fitch Ratings a Moody's nepublikujú „iba“ oficiálny rating, ale zaoberajú sa aj kalkulovaním odlišných hodnotení subjektov, tzv. implikovaný rating (IR), založený na odlišných parametroch v porovnaní s ratingovým hodnotením. Takéto hodnotenie je odlišné od ratingového hodnotenia a je založené na modeloch, do ktorých ako premenné vstupujú údaje z trhu dlhopisov, akcií a CDS. IR je predovšetkým nástrojom, ktorý prostredníctvom monitorovania signálov z trhov umožňuje kvantifikáciu rizík, odhad budúceho ratingového hodnotenia, odhad budúceho cenového vývoja na trhu a s tým spojenú identifikáciu možností na zhodnotenie spravovaného portfólia.

Takto získané hodnotenia subjektov majú poskytnúť ich používateľom možnosť predpovedať zmeny ratingu, identifikovať blížiace sa zlyhanie subjektu. Veľakrát slúžia tieto údaje ako vstupy do interných modelov na riadenie rizika.

Z dostupných možností sú CDS najjednoduchšie a najviac reagujúce indikátory kreditného rizika, a práve preto sa využívajú na koncipovanie hodnotenia dôveryhodnosti subjektov. Výhodou CDS je, že ich štruktúra oddeľuje kreditné riziko od iných rizík ako trhové alebo menové riziko. Navyše nevyžadujú mať expozíciu v referenčnom dlhopise a sú likvidné.

CDS, konkrétne ich spready, majú schopnosť okamžite absorbovať aktuálnu situáciu ohľadom referenčného subjektu, čo je výhodou oproti klasickému ratingovému hodnoteniu (RH) ratingových agentúr. Bolo možné sa o tom presvedčiť aj v prípade banky Bear Stearns. Zatiaľ čo RH bolo v histórii Bear Stearns stabilné (A+ od februára 1990), CDS Implied rating (CDS-IR) sa začal od RH odkláňať začiatkom roka 2007 a rozdiel sa čoraz viac zvyšoval. 11. marca 2008 bol CDS-IR na úrovni BB (neinvestičné pásmo), čo bol rozdiel 7 stupňov od RH (A+). Následne, po prepuknutí problémov s likviditou (14. marca 2008), sa ratingové agentúry priblížili k tomuto hodnoteniu, vid'.

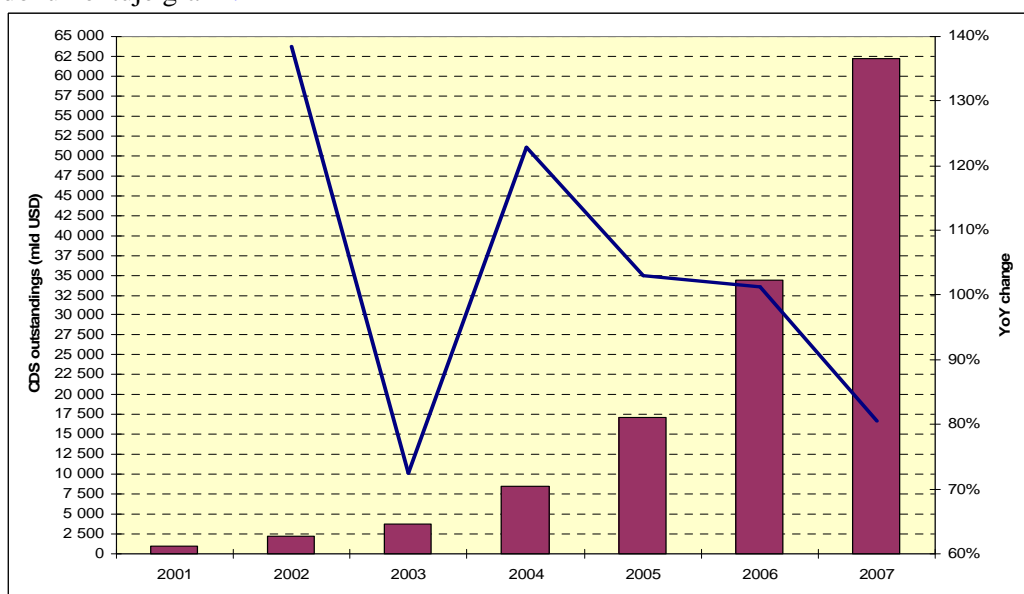
tabuľka 1. V tomto prípade sa teda potvrdilo, že CDS-IR bol nasledovaný RH, i keď nie v plnej miere, ale každopádne toto hodnotenie bolo bližšie ku skutočnosti ako RH.

Tabuľka 1

S&P	Moody's	FITCH Ratings
AAA	Aaa	AAA
AA+	Aa1	AA+
AA	Aa2	AA
AA- 24.3.2008	Aa3	AA-
A+	A1	A+ 1.2.1990
A 15.11.2007	A2 20.12.2007	A
A-	A3	A- 17.3.2008
BBB+	Baa1 14.3.2008	BBB+
BBB 14.3.2008	Baa2	BBB 14.3.2008
BBB-	Baa3	BBB-
BB+	Ba1	BB+
BB	Ba2	BB CDS-IR 11. 3. 2008

Expandujúci objem CDS

Trh so swapmi kreditného zlyhania prešiel od svojho vzniku markantným vývojom a objemovo má z roka na rok rastúcu tendenciu. Podľa údajov BIS bol objem CDS ku koncu roka 2007 57 894 mld USD, čo predstavovalo nárast o 101% oproti predchádzajúcemu roku. Podľa analýzy ISDA² za dlhšie obdobie, v niektorých rokoch došlo k znásobeniu hodnoty otvorených CDS (2002 – nárast o 139%, 2004 – nárast o 123%, 2005 – nárast o 103%, 2006 – nárast o 101%). Suma otvorených swapov kreditného zlyhania ku koncu roka 2007 zaznamenala viac ako 80%-né zvýšenie (z 34 422 mld USD na 62 173 mld USD) oproti predchádzajúcemu roku. Na porovnanie možno uviesť, že na konci roka 2001 bol objem otvorených CDS iba 918,9 mld USD. Celkový vývoj na tomto trhu dokumentuje graf 2.



Graf 2 : Vývoj na trhu s CDS (mld USD)
Zdroj: ISDA: Summaries of Market Survey Results

² Štatistiky ohľadom veľkosti trhu s kreditnými derivátmi sa môže odlišovať v závislosti od metodiky, ktorú spoločnosť publikujúca prieskum využíva. Praxou je osloviť priamo účastníkov tohto trhu, ktorý sa môžu daného prieskumu zúčastniť a tak nie je možné získať jednoznačný údaj o veľkosti trhu

Vplyv na rozšírenosť CDS mala predovšetkým aj už spomínaná ISDA vydaním definícií kreditných derivátov v rokoch 1999, 2003 a 2005, ktoré tiež špecifikujú, čo sa považuje za zlyhanie. Tým bolo znížené právne riziko swapov kreditného zlyhania a zvýšila sa ich likvidita. Naďalej však zostáva dôležité presne sledovať dohodnuté zmluvné podmienky, s dôrazom na dohodnutie, kedy dochádza ku kreditnej udalosti, nakoľko je možné dohodnúť aj významovo menej dôležité okamihy, napr. zníženie ratingu, limit na stratu a pod.

5 ZÁVER

CDS sa ako finančný nástroj, umožňujúci zníženie kreditného rizika ale i zvýšenie výnosu v prípade špekulácie, využíva čoraz viac. Trh s CDS rastie rýchlym tempom a aj odhady pre budúci vývoj sú v tomto smere priaznivé. Ratingové agentúry začali tiež využívať spready CDS na vyjadrenie implikovaného ratingu, ktorý dokáže predikovať budúce zmeny ratingového hodnotenia. Oba prístupy na určenie dôveryhodnosti subjektov sa navzájom dopĺňajú. Napriek tomu, že obe metódy využívajú rozdielne nástroje, pri výstupoch z nich sa využíva rovnaká stupnica, a preto sú jednoducho porovnateľné. Investor získava názor nielen ratingovej agentúry ale i samotného trhu na jednotlivé subjekty, čo mu umožní lepšie odhadnúť danú situáciu emitenta a tomu následne prispôbiť aj svoje rozhodnutia.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BREGER, L., GOLDBERG, L., CHEYETTE, O.: Market Implied Ratings, Bara Inc., Berkeley, 2003.
- [2] FABOZZI, F.J.: Measuring and Controlling interest Rate and Credit Risk. John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey, 2003, s. 533, ISBN: 0-471-26806-2.
- [3] HULI, J., PREDESCU M., WHITE, A.: The Relationship between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields, and Credit Rating Announcements, University of Toronto, Toronto, 2004.
- [4] JÍLEK, J.: Finanční a komoditní deriváty. Grada Publishing, a.s., 2004. s. 624, ISBN 80-247-0342-4.
- [5] JÍLEK, J.: Finanční a komoditní deriváty v praxi. Grada Publishing, a.s., 2005. s. 630, ISBN 80-247-1099-4.
- [6] JÍLEK, J.: Podstata úverových derivátov, Bankovníctví, 2000, č. 10, s.12-13, ISSN 1212-4273.
- [7] JORION, P.: Financial Risk Manager, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2003, ISBN: 0-471-43003-X.
- [8] KROUŽEL, T.: Kreditní deriváty – moderní nástroje řízení kreditného rizika, Bankovníctví, 1999, č.8, s. 25-27, ISSN 1212-4273.
- [9] FitchRatings: CDx Survey – Market Volumes Continue Growing while New Concern Emerge, 16. júla 2007.
- [10] ISDA: Summaries of Market Survey Results, 2006, 2007.
- [11] Flow business booms, Risk č. 2, 2003.
- [12] www.moodys.com.
- [13] [www. standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com).
- [14] www.fitchratings.com.
- [15] www.bis.org.