

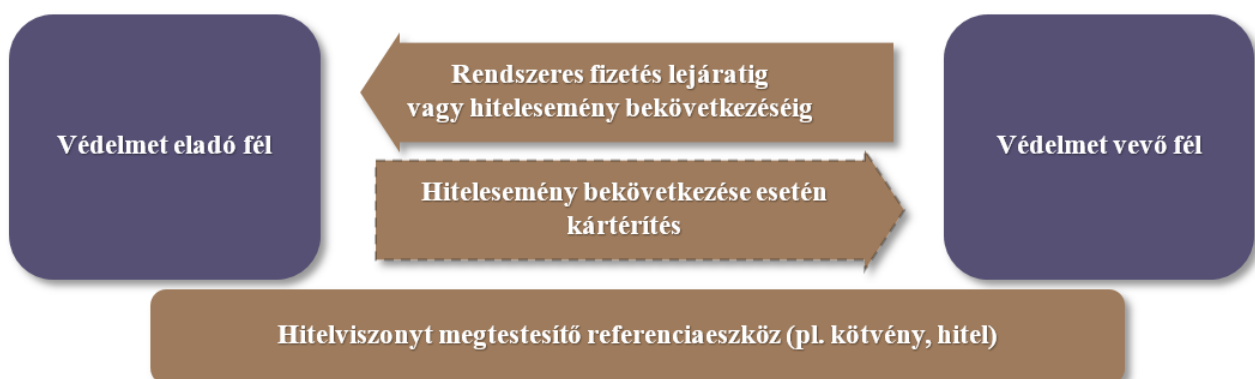
A CDS-felár, mint országhoz tartozó kockázati mutató ideje leáldozott?

A 2000-es évek kezdete óta a hitelderivatíva piac meghatározó részévé váltak a CDS-ügyletek. A népszerűségük annak köszönhető, hogy segítségükkel a hitelkockázat részben vagy egészben transzferálhatóvá, átruházhatóvá válik így lehetőséget nyújt a felek számára a kockázataikat diverszifikálni, szétválasztani. Ugyanakkor a CDS-piac egy másik fontos funkciót is betölt. A piaci szereplők számára visszacsatolást nyújt a vonatkozó alaptermékhez kötődő kockázati felárról, ami szerepet játszik az árazási és fedezeti stratégiák kialakításánál. A szuverén kötvénypiaci vonatkozásban emiatt tekintenek a CDS árára úgy, mint az országhoz tartozó kockázat egyik legfontosabb mérőszámára. A piac méretét tekintve a csúcspontját a 2008-as pénzügyi válságot megelőzően érte el, majd a válság következtében kiderültek a CDS korlátai. Ez olyan szabályozási és sztenderdizálási folyamatokat indított el, aminek köszönhetően a piac jelentős átalakuláson ment keresztül.

Mára a piac mérete, **likviditása és ebből következően a CDS-felár információ tartalma is nagymértékben csökkent, melynek negatív hatásai a kelet-közép-európai régió szuverén kötvények CDS-felárában is megjelennek**, ez pedig torzíthatja az országhoz tartozó kockázat CDS árazás alapján történő valós megítélését.

CDS: Hitel-nemfizetési csereügylet

A hitelderivatívák közül a legnépszerűbb termék¹ az úgynevezett *CDS (credit default swap) vagy hitel-nemfizetési csereügylet*. A CDS tárgya mindig egy hitelviszonyt megtestesítő referenciaeszköz, jellemzően kötvények. Ez egy olyan derivatív termék, amelyben két személy, a védelem vevője és a védelem eladója, elcserélik a CDS alapjául szolgáló termék hitelkockázatát. A megegyezésben rögzítik, hogy nemteljesítés esetén a védelem eladója feltételes fizetési kötelezettséget vállal a védelem vevőjének, cserébe a védelem vevője rendszeres időközönként prémiumot („felár”) fizet a védelem eladójának lejáratig vagy a nemteljesítés esemény bekövetkezéséig. A felár értékét a kötvény névértékének százalékában szokás kifejezni [1].



1. ábra: Egy sztenderd CDS-megállapodás folyamatábrája

¹ BIS adatai szerint a hitelderivatív piac több mint 90%-át a fennálló névérték alapján a CDS-piac teszi ki.

A sztenderd CDS-ügylet egy névre szóló (*single-name instrument*), azaz az alaptermék mögött általában egy kibocsátó (*reference entity*) áll, ugyanakkor léteznek olyan CDS-megállapodások, ahol az alaptermék egyszerre több kibocsátó hitelkockázatához is köthető² (*multi-name instrument*). A hiteleseménynek (nemteljesítési eseménynek) általában a következő eseteket tekintik, amelyek a referenciaeszköz kibocsátójára vonatkoznak [2],[3]:

- csőd, fizetés elmulasztása, adósság megtagadás, akceleráció
- moratórium, adósságátütemezés, átstrukturálás
- kormányzati beavatkozás³

A CDS-ügyletekkel az OTC⁴ piacokon kereskednek, ezáltal a paraméterek a partnerekre szabottak. Ennek ellenére a CDS-tranzakciók többsége mára már meglehetősen jól sztenderdizált, amely annak köszönhető, hogy az ISDA⁵ rendszeres ajánlásokat tesz a hitelderivatíva-meghatározásaira és ügyletkötési sztenderdekre [3].

A CDS és az országhoz kapcsolódó felár kapcsolata

A CDS-re szokás úgy is gondolni, mint egy hitelbiztosítás⁶. Abban az esetben, ha ügylet tárgya a magyar szuverén devizakötvény, akkor a „biztosítási éves díja” tartalmazza Magyarország hitelkockázati felárát. Többek között Duffie (1999), Hull (2000) is megmutatta, hogy bizonyos feltételek⁷ teljesülése mellett egy t időpont esetén egy kockázatos kötvény éves hozama r_t^{kock} és egy kockázatmentes kötvény éves hozamának r_t különbsége felírható a vonatkozó CDS éves költségének a névérték százalékában kifejezett értékével p_t^{CDS} [4], [5]:

$$p_t^{\text{CDS}} = r_t^{\text{kock}} - r_t.$$

Ennek az elméleti összefüggésnek köszönhetően a magyar szuverén **CDS-felár, a magyar állam csődkockázatának piaci megítéléséről adhat képet**. A feltételezés szerint a CDS-felár és a devizakötvény-hozamfelár hosszú távon együtt mozog, így a CDS-piac referenciapontot is biztosít a kötvények árazása során. A gyakorlatban viszont ezek a feltételek nem vagy csak részben teljesülnek⁸ továbbá nem egyértelmű az sem, hogy melyik piacon mit tekintünk a kockázatmentes kötvénynek, mi lesz a kockázatsemleges mérték. Ezen definíciós különbségeknek köszönhetően rövidtávon a két felár eltávolodhat egymástól.

A piaci szereplők ezen felül a felárakba egyéb szempontokat is beáraznak (akár eltérő mértékben), ilyen pl. egy negatív gazdasági várakozás, a szabályozói környezet változása vagy a feltörekvő és fejlett piacok közötti likviditás különbsége is [6].

A globális CDS piaci folyamatok

A BIS⁹ minden gazdasági félévben közzéteszi a származékos piacok tőzsdén kívüli statisztikáit. Ezek az adatok mintegy 70 bank és 12 más országban működő adatszolgáltató konszolidált pozícióit rögzítik. Mivel a CDS-piac koncentrált, feltehető, hogy ezek az adatok a globális piac egy jó reprezentá-

² Ilyen a portfólió-, kosár-CDS vagy CDS-index is.

³ A 2012-es görög adósság átstrukturálás nem minősült hiteleseménynek így később 2014-ben az ISDA kiterjesztette az események körét.

⁴ Over the counter azaz tőzsdén kívüli.

⁵ Az ISDA (International Swaps and Derivatives Association) az OTC derivatívák és az iparági sztenderd szerződések kezelő szervezete.

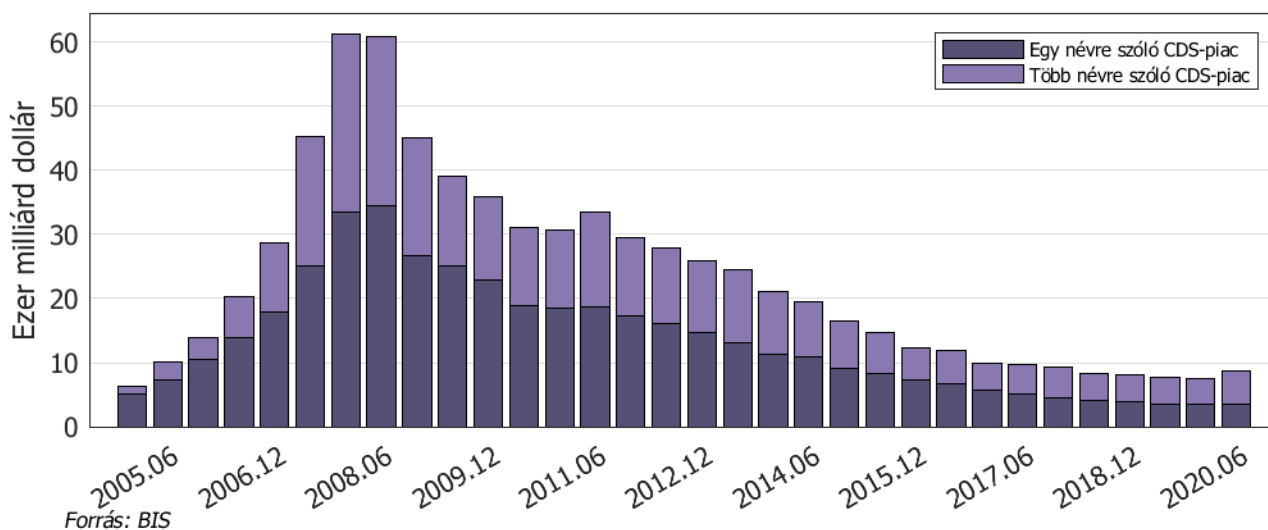
⁶ Csak itt a biztosítással ellentétben a kifizetés csak a hitelesemény meglététől függ. A CDS tulajdonosnak nem kell birtokolnia az alapul szolgáló eszközt és még az alapértelmezett esemény miatt sem kell veszteséget szenvednie.

⁷ A kockázatos és kockázatmentes kötvények névértéken forognak, kamatozásuk változó és a hitelkockázatuktól eltekintve minden paraméterben megegyeznek (futamidő, likviditás, deviza, stb.). Nincs tranzakciós díj és a piacok között arbitrázslehetőség.

⁸ Lejárat szerkezet, tranzakciós díjak, CDS partnerkockázata, likviditási problémák stb.

⁹ Nemzetközi Fizetések Bankja.

cióját adják. Az elmúlt évtizedben a nemzetközi CDS-piac nagysága és szerkezete jelentősen megváltozott. Ez részben a felügyeleti szabályozásoknak¹⁰ részben pedig a befektetői kockázatvállalási preferenciák megváltozása miatt ment végbe. A 2007-2009-es pénzügyi válság hatására az ISDA szabályozási reformját követően – melyre a téma vonatkozásában csak „CDS Big Bang Protocol”-ként hivatkoznak – szigorodtak az ügyletkötési sztenderdek így elindult a piaci szereplők között egy „portfóliótömörítési”¹¹ folyamat elkezdődött a CDS pozíciók nettósítása. Ennek eredményeként a kereskedések száma és a CDS-piac névleges összege is jelentős mértékben zsugorodott, 2007 és 2021 között, mintegy 87%-al 61,2 ezer milliárd dollárról 8,1 ezer milliárd dollárra csökkent.



2. ábra: Globális CDS-piac mögötti bruttó piaci érték alakulása

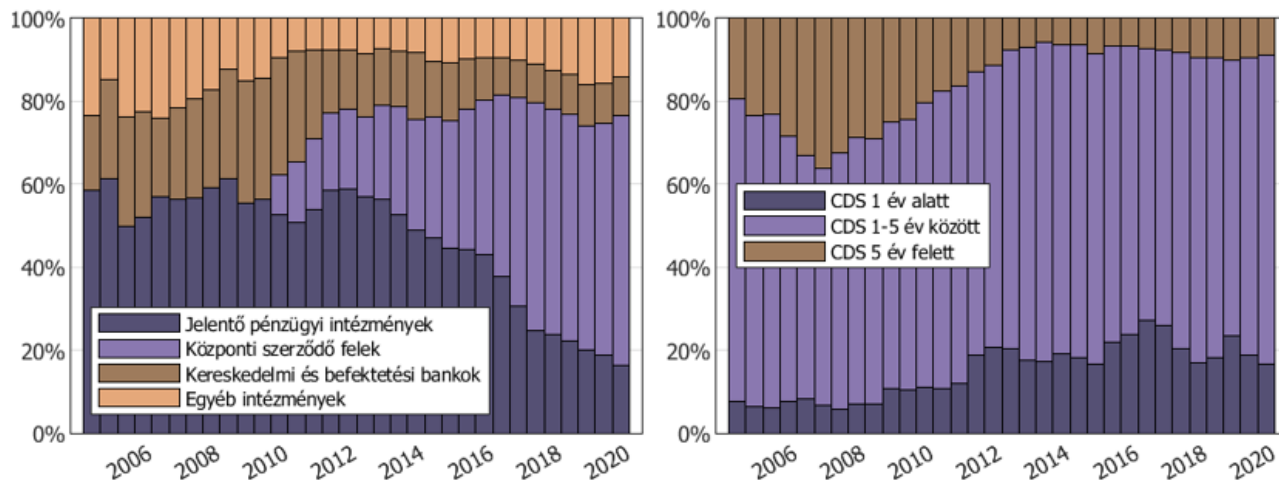
A 2008-as válság arra is rámutatott, hogy a CDS-ügyletek mögötti partnerkockázat szerepe is igen jelentős¹². A kockázat porlasztása érdekében olyan változásokat eszközöltek a szerződésekben, melyek elősegítették a piac centralizálódását a központi szerződő felek¹³ irányába [7]. A válságot megelőzően a BIS adatai szerint a CDS-megállapodások nagy része, a névleges érték alapján átlagosan 80%-a bankok és más jelentési kötelezettségekkel bíró pénzügyi intézmények között zajlott, viszont mára ez arány eltolódott a központi elszámolóházak javára. Az elszámolóházak bevezetésének ugyanakkor voltak negatív hatásai is, emelkedtek a díjak, megnövekedett a pozíciók kötéséhez szükséges tőkekövetelmény.

¹⁰ Dodd – Frank Wall Street Reform és Fogyasztóvédelmi Törvény (2010), a swap tartása nagyobb költséggel jár a bankoknak.

¹¹ A partnerek kockázat csökkentését célzó technika, mely során a „gazdaságilag redundáns” származtatott termékeket egy portfólióban teljesen vagy részlegesen helyettesítik más hasonló kockázati profillal bíró származtatott termékekkel a portfólióügyletek számának csökkentése érdekében.

¹² A válságot megelőzően a derivatív ügyletekre előírt felügyeleti tőkekövetelmény mértéke csak töredéke volt a mögöttes termék tőkekövetelményének. Hónapokon belül több nagy pénzügyi intézmény került csődbe: USA: Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, Washington Mutual, AIG Financial Products Corporation; Izland: Landsbanki, Glitnir and Kaupthing.

¹³ Pénzügyi intézmény, amely átvállalja a partnerkockázatot a szerződő felek között, elszámolási és teljesítési szolgáltatásokat nyújt.



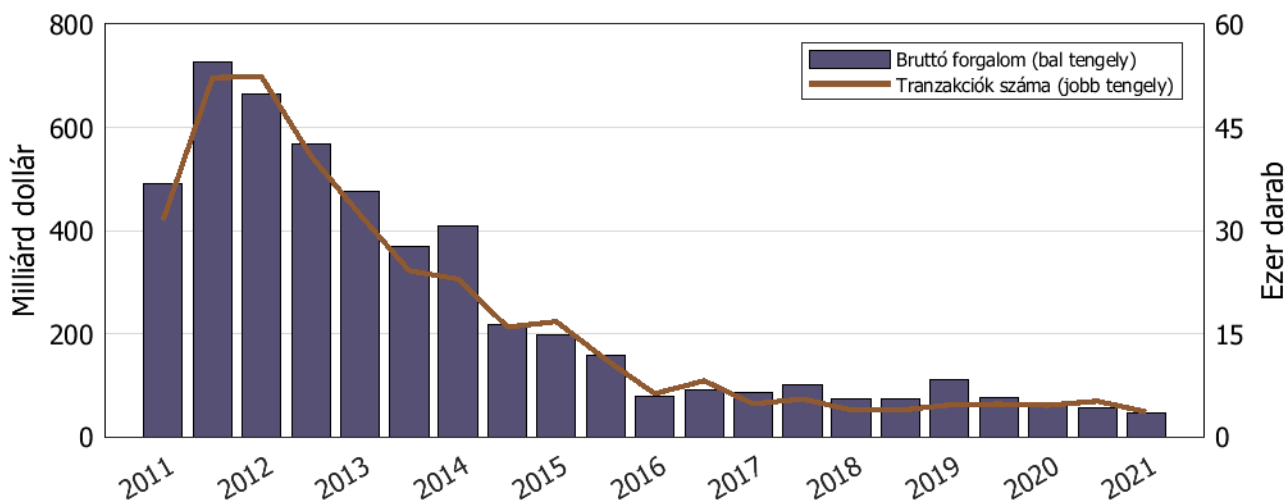
Forrás: BIS

3. ábra: CDS-piac szereplők és a lejáratok megoszlása bruttó piaci érték százalékában

A portfóliók összetétele is átalakult. A befektetők elmozdultak a jobb hitelminősítésű referencia-értékpapír portfóliói és a rövidebb lejáratú CDS-megállapodások felé. Csökkent az egy névre szóló CDS ügyletek részaránya, nőtt az indexek szerepe [8]. **A szabályozási folyamatok elősegítették a CDS-piac sztenderdizálását és a partnerkockázat csökkentését, ugyanakkor a nettósítási folyamatok és a megnövekedett díjak kedvezőtlen hatással voltak az európai szuverén CDS-piac forgalmára.**

A magyar és az európai CDS-piac „kiszáradása”

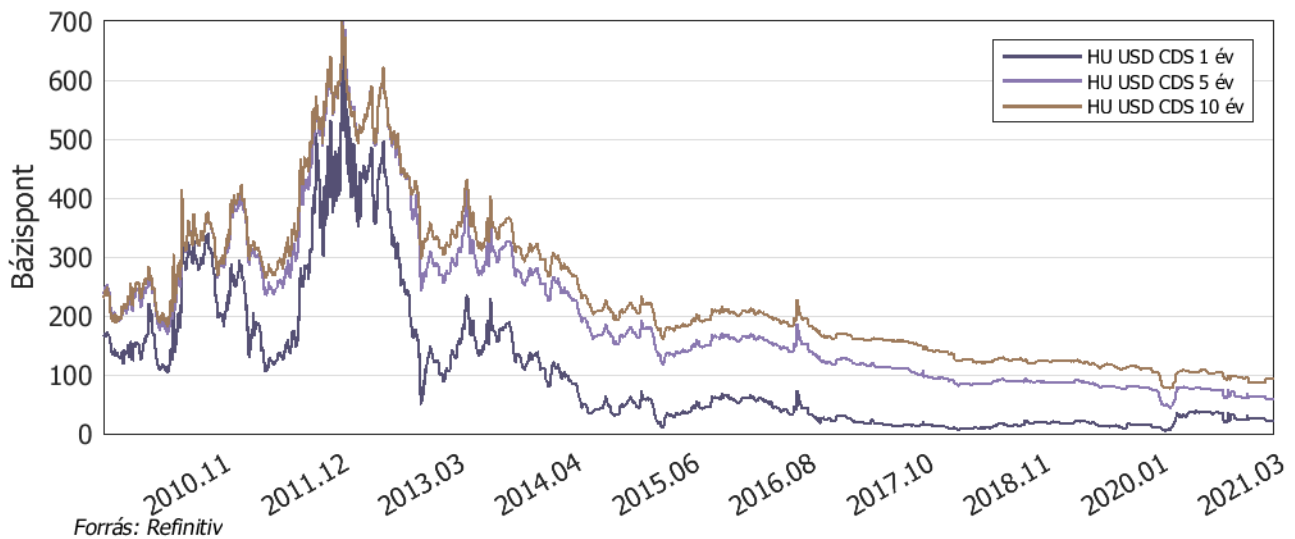
Egy 2012-es EU-s szabályozásnak köszönhetően az uniós tagországra vonatkozóan korlátozták a szuverén CDS-ügyletek rövidre eladását. Azaz ha a védelmet vevő fél nem rendelkezik a CDS-ügylet mögötti ország kötvényével, akkor nem vásárolhat biztosítást. Ez a fedezeti kereskedést nem, viszont a spekulatív célú kereskedések számát nagymértékben csökkentette. Ennek köszönhetően a globális folyamatokkal összhangban az EU szuverén CDS-piacán is megfigyelhetővé vált a forgalom zsugorodása.



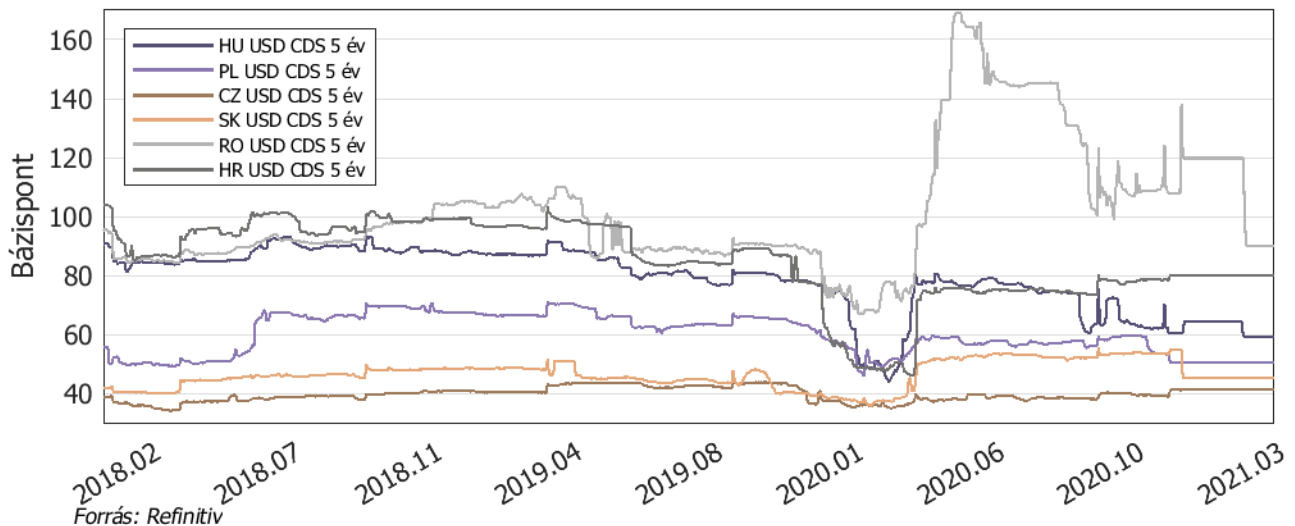
Forrás: DTCC, ÁKK becslés

4. ábra: EU-27 szuverén CDS-piac becsült féléves forgalma a DTCC gördülő riportok alapján

A CDS-megállapodások mögötti becsült bruttó piaci forgalom (névleges érték szerinti) 726 milliárd dollárról 47 milliárdra¹⁴, míg a tranzakciók becsült száma 52 ezerről 4 ezerre csökkent az elmúlt 10 évben a DTCC¹⁵ adatai szerint [9]. Ezzel összhangban a magyar CDS-felárak is a 2011-es eurózónás adósságválság idején tetőztek. Az 5 éves USD CDS-felár akkori értéke 729,9 bázispont jelenleg pedig 59,3. **A felár szintjének mérséklődésében a szabályozásokon felül elsődleges szerepet játszott hazánk külső sérülésének csökkenése és a magyar adósbesorolás javulása.**



5. ábra: A magyar szuverén CDS-felárak alakulása



6. ábra: Az 5 éves szuverén CDS-felárak alakulása a régióban

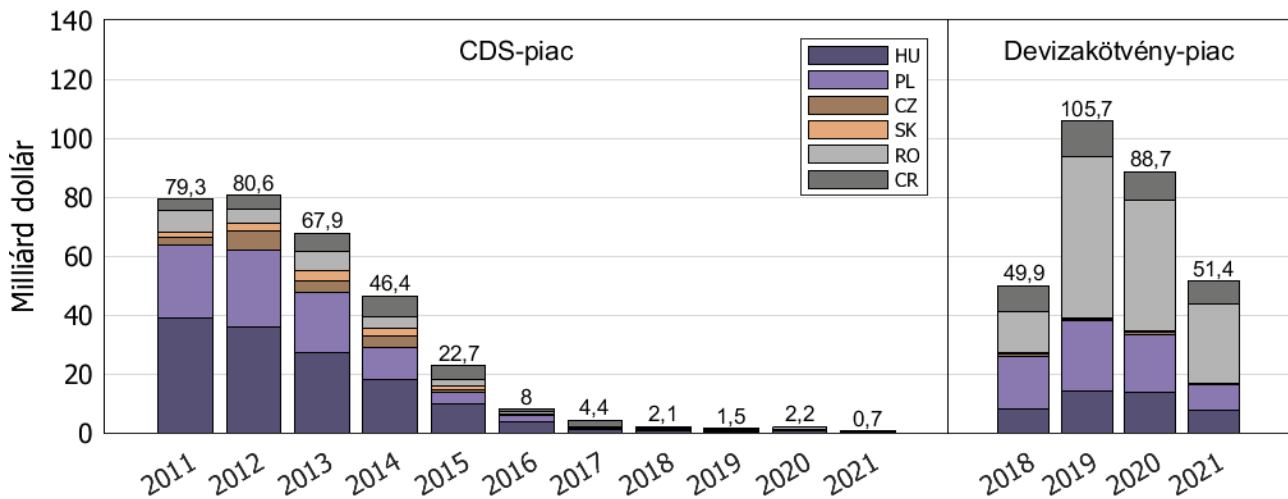
A felár volatilitása alapján elmondható, hogy míg korábban a turbulens időszakokra jellemzőbb volt a nagyobb mértékű növekedés addig a jelenlegi válság hatása **csak korlátozott mértékben jelenik meg**. A régiós CDS-felárak adatai alapján Románia kivételével nem volt jelentős növekedés a felárakban és ott se volt tartós a hatás. Ha a régiós szuverén CDS-ügyletek tranzakciót¹⁶ vizsgáljuk, akkor a forgalmi adatok aggodalomra adnak okot a piac likviditását illetően.

¹⁴ Az elmúlt év forgalmi adatainak több mint felét az olasz CDS-ügyletek adják.

¹⁵ Depository Trust & Clearing Corporation, Központi értéktár az USA-ban.

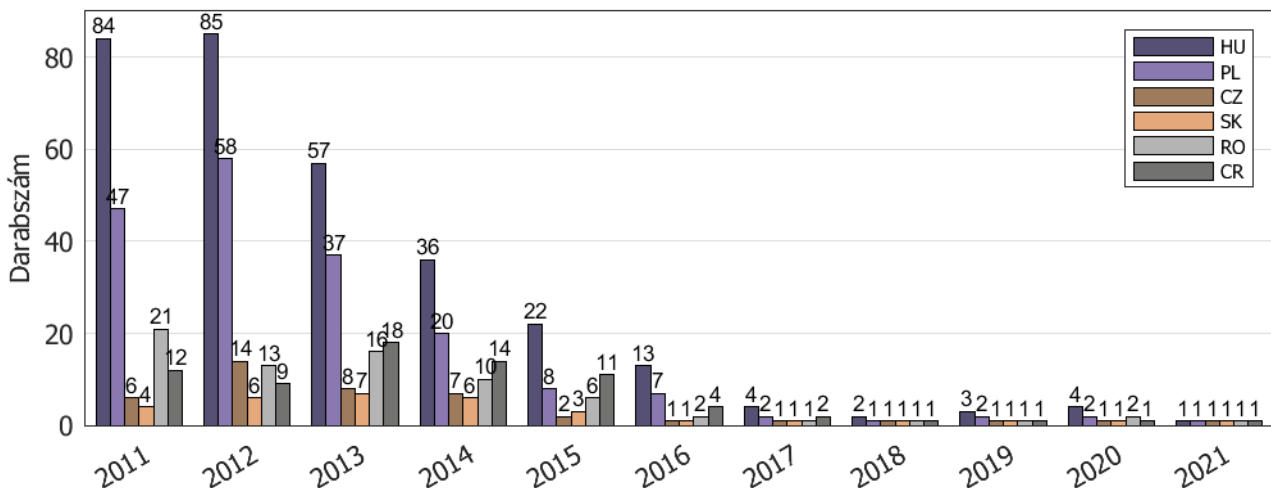
¹⁶ DTCC azokat az ügyleteket nem számolja, melynek nincs hatása a szereplők piaci kockázatára (pl. újrakönyvelési, „portfóliótömörítési” tranzakciók stb.).

A DTCC által szolgáltatott riportok alapján a CDS-piac becsült éves forgalma 2014 óta drasztikus mértékben csökkent 80 milliárd dollárról 2020-ra 2,2 milliárd dollárra, ez a tranzakciók darabszámban is megfigyelhető. A régiós szuverén devizakötvény-piaci forgalom ezzel szemben nem csökkent jelentősen az utóbbi években (2021 tört év), sőt jelenleg 40-szer nagyobb piaci forgalommal rendelkezik, mint a CDS-piac, ezért **a devizakötvények hozamfelára ma már jobban reprezentálja az országkockázatot, mint a CDS-felár.**



Forrás: DTCC, ÁKK becslés, Bloomberg; Megjegyzés: Bloomberg forgalmi adat csak 2018-tól.

7. ábra: A régiós szuverén CDS-piac (bal oldal) és a régiós devizakötvény-piac (EUR,USD) (jobb oldal) éves forgalma



Forrás: DTCC, ÁKK becslés

8. ábra: A régiós szuverén CDS-piaci tranzakciók heti átlagos darabszáma

De nemcsak a forgalom volumene, az ügyletek darabszáma is csökkent: míg 2011-ben heti szinten átlagosan 80 darab CDS-megállapodást kötöttek a magyar devizakötvényekre az elmúlt években csupán átlagosan heti 1-2 megállapodás született [8].

Azaz közel sincs akkora kereskedési aktivitás a magyar CDS piacon, mint 10 évvel ezelőtt. Ez abból a szempontból pozitív, hogy a befektetők derűlátóan értékelik Magyarország kilátásait a válság ellenére is, ugyanakkor a drasztikusan csökkent likviditástorzító hatása miatt kérdéses, hogy a szereplők piaci várakozásai, hogyan tudnak megjeleníteni a felárban és így mennyire adnak objektív képet az országkockázat valós mértékéről.

Az elemzést Stark András, az Államadósság Kezelő Központ Zrt. Stratégiai és elemzési főosztályának munkatársa készítette.

Hivatkozásjegyzék

- [1] Gyarmati Ákos - Medvegyev Péter (2011): Válság és hitelderivatívák, A szintetikus fedezett adóssághitelezettségek árazása és kockázataik, Közgazdasági Szemle, LVIII. évf., 2011. november (949–969. o.), letöltés helye: <http://www.kszemle.hu/tartalom/cikk.php?id=1276>, letöltés ideje: 2021.03.12
- [2] International Swaps and Derivatives Association (2003): Credit Derivatives Definitions, letöltés helye: <https://danskeci.com/-/media/pdf/danskeci-com/dodd-frank/isma-definitions/isma-credit-2003.pdf>, letöltés ideje: 2021.03.08.
- [3] International Swaps and Derivatives Association (2014): Credit Derivatives Definitions, Wells Fargo, letöltés helye: <https://www08.wellsfargomedia.com/assets/pdf/commercial/swap-disclosures/isma-materials/isma-credit-derivatives-definitions-2014.pdf>, letöltés ideje: 2021.03.08.
- [4] Duffie, D. (1999): Credit Swap Valuation, Financial Analysts Journal, January/February, 73-87., letöltés helye: <https://www.darrellduffie.com/uploads/pubs/DuffieCreditSwapValuation1999.pdf>, letöltés ideje: 2021.03.09
- [5] Hull, J. C. and A. White (2000): Valuing Credit Default Swaps I: No Counterparty Default Risk, Journal of Derivatives, 8, 1, Fall, 29-40., letöltés helye: https://www.researchgate.net/publication/2355505_Valuing_Credit_Default_Swaps_I_No_Counterparty_Default_Risk, letöltés ideje: 2021.03.10
- [6] Varga Lóránt (2008): The information content of Hungarian sovereign CDS spreads. MNB Occasional Papers 78, letöltés helye: <https://www.mnb.hu/letoltes/op-78.pdf>, letöltés ideje: 2021.03.08
- [7] Suta Gábor (2009): Szabályozási törekvések a CDS-piacon, Hitelintézeti szemle, VIII. évf., 6. sz., letöltés helye: https://www.bankszovetseg.hu/Content/Hitelintezeti/HSZ2009_6_suta_gabor.pdf, letöltés ideje: 2021.03.12
- [8] Bank for International Settlements (2018): The credit default swap market: what a difference a decade makes, BIS Quarterly Review, June 2018, letöltés helye: [The credit default swap market: what a difference a decade makes \(bis.org\)](https://www.bis.org/quarterlyreview/201806/creditdefaultswap.htm) letöltés ideje: 2021.03.11
- [9] Depository Trust & Clearing Corporation (2021): 2010-2021, Top 1,000 Single Names Market Activity Roll Reports, letöltés helye: <https://www.dtcc.com/repository-otc-data>, letöltés ideje: 2021.03.11