

DARIUSZ PIOTROWSKI

ANNA PIOTROWSKA

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

NOTOWANIA CDS A DOSTĘP DO KAPITAŁU W OKRESIE KRYZYSU FINANSÓW PUBLICZNYCH

Streszczenie

Inwestując w papiery dłużne, należy liczyć się z ryzykiem braku ich wykupu przez emitenta. Ryzyko kredytowe może zostać zredukowane poprzez zastosowanie Credit Default Swap. Notowania premii w kontraktach CDS informują o prawdopodobieństwie niewypłacalności dłużnika. Przedmiotem pracy jest zbadanie zależności między wysokością notowań cen wspomnianych instrumentów a dostępnością i kosztem finansowania długu przez wybrane państwa. Zanalizowane zostały także czynniki wpływające na wartość notowań CDS.

Słowa kluczowe: kontrakty CDS, kryzys, kwotowania

Wprowadzenie

Inwestując w dłużne papiery wartościowe, należy uwzględnić wiele rodzajów ryzyka. Jednym z nich jest prawdopodobieństwo braku wykupu tych papierów przez emitenta. Ryzyko kredytowe może zostać zredukowane poprzez zastosowanie Credit Default Swap. Instrumenty te znane są od wielu lat, jednak dopiero od kryzysu z 2008 roku, a zwłaszcza kryzysu zadłużeniowego finansów publicznych peryferyjnych krajów strefy euro, stały się przedmiotem częstszych i dokładniejszych analiz. Notowania premii w kontraktach CDS informują o skali prawdopodobieństwa niewypłacalności dłużnika. Na rynku finansowym notowane są CDS na dług większości europejskich państw.

Przedmiotem pracy jest zbadanie zależności między wysokością notowań cen wspomnianych instrumentów a dostępnością i kosztem finansowania długu przez Polskę i inne wybrane państwa. W tym celu określono, a następnie porównano średnioterminowe trendy dla notowań rentowności obligacji skarbowych oraz spreadów CDS. Analizowano także czynniki wpływające na wartość notowań CDS i odchylenia względem rentowności papierów skarbowych.

1. Ryzyka towarzyszące inwestycjom w instrumenty rynku finansowego

Inwestowanie na rynku finansowym powinno być wsparte analizą rentowności transakcji, stopnia płynności wybranych aktywów, rozumianego jako możliwości ich zbycia bez utraty wartości oraz ryzyka towarzyszącego wybranemu obiektowi inwestycji. Z racji problematyki poruszanej w pracy szerszego przedstawienia wymaga termin „ryzyko”. Pojęcie to jest używane przy analizie nieszczęśliwych wypadków, nieprzewidzianych zdarzeń, możliwości poniesienia straty czy nieosiągnięcia oczekiwanego wyniku [Dziawgo 1998: 13].

Istnieje wiele definicji ryzyka. Jedne akcentują istnienie elementów składowych sytuacji, które nie są znane, a więc wprowadzają niepewność do analizy. Wystąpienie niepewności może być jednak w sposób wymierny określone przy wykorzystaniu rachunku prawdopodobieństwa lub technik statystycznych [Kamiński, Staniec, Witkowska 2001: 115]. Ryzyko jest więc tu utożsamiane z podjęciem działania, którego efekt nie jest znany [Grzybowski 1967: 13]. Inne podejścia kładą nacisk na spodziewany efekt. Ryzykiem określana jest tu sytuacja zagrożenia osiągnięcia planowanych celów [Gruszka, Zawadzka 1992: 10] lub skutkująca brakiem pewności uzyskania oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji [Czechowska 2010: 54]. W skrajnym przypadku ryzyko może być pojmowane jako prawdopodobieństwo poniesienia straty. Najlepiej jednak istotę ryzyka oddaje następujące stwierdzenie: Ryzyko to brak pewności odnośnie do zachowań jednostek, struktur w przyszłości, któremu towarzyszy wiedza o możliwych wariantach zdarzeń wraz z przypisanymi im prawdopodobieństwami wystąpienia [Huterska 2010: 14].

Inwestując w instrumenty rynku finansowego, należy liczyć się z ryzykiem finansowym, czyli takim, którego skutki mogą być przedstawione w wartościach pieniężnych. Zdaniem Krzysztofa Jajugi oraz Suresha Sundaresana, ryzyko finansowe wynikać może z: ryzyka rynkowego, a w jego ramach ryzyka kursu waluto-

wego, ryzyka stopy procentowej, ryzyka cen papierów wartościowych i towarów, ryzyka kredytowego, ryzyka operacyjnego, prawnego, płynności, biznesu i wydarzeń [Jajuga 2007: 18; Sundaresan 2012: 32–39]. Dorota Czechowska wspomina dodatkowo o ryzyku politycznym, ignorancji oraz, podobnie jak Sławomir Antkiewicz, ryzyku przedterminowego wykupu [Czechowska 2010: 54–57; Antkiewicz 2009: 182].

2. Ryzyko kredytowe państw

Mając na uwadze główny cel badania, jakim jest wskazanie zastosowania CDS, szczególnej analizie poddano ryzyko kredytowe. Ryzyko to jest w różny sposób definiowane. Podkreśla się, że dotyczy nie tylko zobowiązań wynikających z udzielonych kredytów, lecz także gwarancji, akredytyw, dłużnych papierów wartościowych czy będących następstwem przyjętych pozycji w derywatach. Ryzyko kredytowe wiąże się z zagrożeniem spłaty zobowiązań. W zależności od przyjętej definicji uwypuklany jest fakt opóźnień w płatnościach zobowiązań, dużego prawdopodobieństwa niedotrzymania warunków umownych lub rzeczywistego braku zdolności do regulowania zobowiązań, poniesienia straty przez wierzyciela na określonym instrumencie lub pogorszenia pozycji wierzyciela na skutek strat wynikających z materializacji pojedynczych ryzyk kredytowych [Krysiak 2006: 16]. Paweł Niedziółka zwraca uwagę na fakt, że ryzyko kredytowe dotyczy nie tylko wierzyciela, lecz także może negatywnie wpłynąć na postrzeganie i sytuację finansową dłużnika [2011: 257]. Brak spłaty zobowiązań czy opóźnienia w płatnościach mogą skutkować spadkiem zaufania kontrahentów, obniżeniem ocen wiarygodności kredytowej, ograniczeniem dostępu do źródeł finansowania oraz wzrostem kosztu pozyskania kapitału przez podmiot prowadzący swoim działaniem do aktywacji ryzyka kredytowego.

Inwestorzy lub klienci indywidualni, przedsiębiorstwa, samorządy oraz banki to podmioty, z którymi wiąże się zagadnienie ryzyka kredytowego. Na szczególną uwagę, również z powodu przedmiotu analiz w dalszej części pracy, zasługuje ryzyko kredytowe kraju. Czynniki wpływające na wysokość omawianego ryzyka należy wiązać głównie z sytuacją makroekonomiczną państwa. Elementami branymi pod uwagę przy ocenie ryzyka kredytowego kraju, także uwzględnianymi przez agencje credit ratingowe, są: wysokość inflacji i stóp procentowych, aktualny i prognozowany kurs walutowy, wysokość nakładów inwestycyjnych

w gospodarce, poziom bezrobocia, dynamika PKB, a także poziom deficytu budżetowego i długu publicznego oraz potrzeby pożyczkowe państwa w danym roku. Inne czynniki analizowane przy ocenie ryzyka kredytowego kraju to: struktura wiekowa i wykształcenia społeczeństwa, działalność i siła partii politycznych oraz związków zawodowych, a także stosunki narodowościowo-religijne występujące w danym społeczeństwie. Badanie wspomnianych powyżej charakterystyk pozwala ustalić prawdopodobieństwo wystąpienia sytuacji kryzysowej w danym kraju a zarazem lokuje kraj w grupie podobnych gospodarek. Konsekwencje wspomnianego mechanizmu mogą być dwójakiego rodzaju. Włączenie kraju do grupy silnych gospodarek poprawia postrzeganie tego kraju, ułatwia dostęp do kapitału i obniża jego cenę. Może mieć to jednak negatywne skutki, o czym dobitnie przekonali się inwestorzy lokujący środki w papiery rządowe Grecji, Włoch czy Hiszpanii. Jak wykazały badania, stworzenie strefy euro będącej realizacją idei integracji europejskiej, gdzie obok Niemiec i Francji znalazły się wspomniane państwa, spowodowało poza spodziewanymi pozytywnymi również negatywne efekty [Przybylska-Kapuścińska 2007: 321]. Po wprowadzeniu wspólnej waluty część inwestorów lokujących środki w eurolandzie pomijała analizę ryzyka poszczególnych krajów, przechodząc bezpośrednio do analizy sektora [Galati, Tsatsaronis 2001: 19–20]. Druga konsekwencja wiąże się z włączeniem kraju do grupy słabszych, rozwijających się gospodarek. Doświadczenia Polski płynące z kryzysu azjatyckiego, rosyjskiego, kłopotów Brazylii, Turcji czy Węgier wskazują na istnienie efektu zarażania. Oznacza to, że problemy gospodarcze zaistniałe w jednym regionie świata mogą rozprzestrzeniać się na inne obszary. Inwestorzy zrażeni stratami poniesionymi na aktywach jednego kraju przywiązują większą wagę do badania ryzyka kredytowego innych państw z grupy rozwijających się gospodarek bądź stosują asekuracyjną politykę w zakresie ustalania zdolności kredytowej innych krajów i inwestowania w ich aktywa. Konsekwencją wspomnianego zaimportowanego ryzyka kredytowego, ale i ogólnie wzrostu ryzyka kredytowego kraju, może być odpływ kapitału spekulacyjnego powodujący osłabienie waluty krajowej skutkujące podrożeniem importu surowców i dóbr inwestycyjnych, pojawienie się utrudnień w pozyskaniu kapitału, jak również wzrost jego kosztu. W najpoważniejszych przypadkach skutkiem zwiększonego ryzyka może być zgłoszenie się państwa po pomoc finansową do instytucji międzynarodowych lub ogłoszenie moratorium na obsługę długu.

3. Transfer ryzyka kredytowego z wykorzystaniem CDS

Racjonalnie postępujące podmioty nie pozostają bierne wobec ryzyka. Zarządzają nim, czyli identyfikują, dokonują pomiaru i kontroli ryzyka celem ograniczenia prawdopodobieństwa jego wystąpienia oraz minimalizowania potencjalnych lub rzeczywistych strat [Zawadzka 1999: 312–314]. Kontrola ryzyka może mieć charakter finansowy i polegać na zatrzymaniu ryzyka przy jednoczesnym zabezpieczeniu własnych środków lub zapewnieniu sobie dostępu do finansowania obcego w przypadku zmaterializowania się ryzyka strat. Innym sposobem jest transfer ryzyka, czyli przesunięcie ryzyka strat na inny podmiot [Dziawgo 1998: 33]. Efektywność transferu jest warunkowana dostępem do informacji na temat instrumentów referencyjnych odnoszących się do długu, notowań kredytowych instrumentów pochodnych oraz znajomości wskaźników prawdopodobieństwa zaistnienia naruszenia warunków umowy [Jackowicz 2001: 44].

Instrumenty transferu ryzyka kredytowego oferowane są przez podmioty sektora bankowego, rynku kapitałowego i ubezpieczeniowego. Obejmują takie grupy produktów, jak:

- zabezpieczenia rzeczowe i osobiste;
- derywaty kredytowe, w tym CDS, CSO, TRS i CLN;
- instrumenty strukturyzowane, czyli ABS, MBS i CDO;
- syntetyczne papiery wartościowe oparte na długu, jak CDO, CLO i CBO;
- sprzedaż wierzytelności z tytułu kredytów;
- ubezpieczenie kredytu bankowego [Olszak 2006: 31–32].

Kredytowy instrument pochodny, w tym CDS, to taki rodzaj instrumentu finansowego, którego wartość oraz rozliczenie zależy od zaistnienia bądź nie zdarzenia kredytowego dotyczącego przyjętego instrumentu referencyjnego. Przy pomocy derywatów kredytowych jest transferowane głównie ryzyko kredytowe, i to ono jest podstawą wyceny tych instrumentów. Zwykle jednak są przenoszone również inne ryzyka, jak rynkowe, płynności czy prawne [Ginet 1997: 3].

Kredytowe instrumenty pochodne pozwalają [Kasapi 2002: 19]:

- transferować ryzyko kredytowe bez konieczności pozbywania się z portfela, a nawet posiadania zabezpieczanego składnika aktywów;
- zarządzać liniami kredytowymi lub posiadanymi papierami dłużnymi bez wiedzy i konieczności uzyskania zgody dłużników;
- obniżyć poziom kapitału regulacyjnego poprzez stworzenie możliwości zarabiania bez konieczności angażowania środków w aktywa;

- zarządzać portfelem aktywów, w tym ich dywersyfikacją;
- osiągać zyski w okresach dekonjunkury rynkowej.

Credit Default Swap (CDS) to swap kredytowy na zaprzestanie obsługi długu. Pozwala zarządzać ryzykiem kredytowym wynikającym z udzielonych pożyczek, kredytów czy nabytych dłużnych papierów wartościowych. Sposób jego działania jest następujący. Podmiot chcący wyeliminować, zredukować lub za odpłatą przenieść ryzyko strat na inny podmiot nabywa instrument transferu ryzyka kredytowego, w tym wypadku CDS, od jego wystawcy, czyli przejmującego ryzyko kredytowe. Z kolei podmiot ten, w zamian za określone wynagrodzenie zwane premią, zobowiązuje się do realizacji umówionych płatności na rzecz nabywcy zabezpieczenia w przypadku zaistnienia wcześniej zdefiniowanego zdarzenia kredytowego. Wyjaśnienia wymagają tu dwie kwestie. Po pierwsze, jakie działania lub ich brak powodują wystąpienie zdarzenia kredytowego uruchamiającego proces rozliczenia. Po drugie, jaką formę ma ostateczne rozliczenie kontraktu. Zdarzenie kredytowe musi być opisane w umowie swapa i może dotyczyć takich sytuacji, jak opóźnienie płatności lub żądanie przyspieszenia spłaty długu, wstrzymanie płatności, restrukturyzacja zadłużenia, złożenie przez emitenta wniosku o ochronę przed wierzycielami lub obniżenie ratingu kredytowego emitenta papierów dłużnych poniżej określonego poziomu. Wspomina się o istotności zmian warunkujących wystąpienie zdarzenia kredytowego. Często strony posiłkują się opiniami podmiotów zewnętrznych, takich jak agencje credit ratingowe czy International Swap and Derivatives Association (ISDA). Jak wskazuje praktyka, rozliczenie kontraktu ma najczęściej formę dostawy instrumentu referencyjnego, rzadziej przyjmuje postać rozliczenia pieniężnego. W pierwszej sytuacji nabywca zabezpieczenia przekazuje wystawcy swapa instrumenty referencyjne, przykładowo obligacje firmy lub państwa, w zamian otrzymując ich wartość nominalną. W drugim przypadku sprzedawca zabezpieczenia przekazuje nabywcy kwotę odpowiadającą różnicy wartości nominalnej i rynkowej instrumentu referencyjnego. Wadą tego rozwiązania jest częste niepokrywanie się ceny rynkowej instrumentu po ogłoszeniu zdarzenia kredytowego z jego wartością godziwą.

4. Rynkowa wycena CDS

Głównymi uczestnikami rynku CDS są banki i dealerzy, zakłady ubezpieczeń oraz fundusze hedgingowe. Wystawiają oferty, zgodnie z którymi skłonni byłiby nabyć lub sprzedać ryzyko kredytowe. Przedmiotem notowań jest premia, którą nabywca zabezpieczenia wypłaca sprzedawcy. Premia określana jest także jako spread CDS i wyrażana w punktach bazowych od referencyjnej wartości kontraktu. Wartość tę ustala się w skali rocznej, natomiast jej wypłata zwykle ma miejsce kwartalnie.

Wysokość premii w kontraktach CDS zależna jest od [Kasapi 2002: 49–51]:

- prawdopodobieństwa utraty zdolności płatniczej przez dłużnika oraz oczekiwanej wartości odzyskanej dla aktywów referencyjnych; zależność tę prezentuje równanie, w którym spread CDS jest wynikiem iloczynu prawdopodobieństwa niewypłacalności dłużnika i wyrażonej w procentach wartości nominalnej wielkości spodziewanej straty na instrumencie referencyjnym;
- okresu zapadalności kontraktu; im jest on dłuższy, tym większe przejmowane ryzyko kredytowe, gdyż trudniej jest określić możliwe scenariusze uwzględniające poniesienie straty oraz przypisać im właściwe prawdopodobieństwo;
- ratingu kredytowego partnera transakcji swapowej; należy mieć świadomość, że ryzyko kredytowe wiąże się nie tylko z dłużnikiem referencyjnym, lecz także sprzedawca zabezpieczenia po wystąpieniu zdarzenia kredytowego może mieć problemy z uregulowaniem swoich zobowiązań z tytułu zbytych CDS;
- powiązań między sytuacją ekonomiczno-finansową dłużnika referencyjnego i kontrahenta transakcji swapowej – im wyższa, tym wyższa premia;
- możliwej szybkości wycofania się z zajmowanej pozycji;
- fazy cyklu koniunkturalnego; w okresie spowolnienia gospodarczego ryzyko upadłości wzrasta powodując również wzrost premii w kontraktach;
- sposobu interpretowania restrukturyzacji w dokumentacji kontraktu; najwyższe spready CDS odnoszą się do kontraktów, w których restrukturyzacja wywołująca zdarzenie kredytowe jest najszerszej pojmowana, najniższe premie obserwowane są przy kontraktach odrzucających restrukturyzację jako czynnik wywołujący zdarzenie kredytowe [Sundaresan 2012: 462].

5. Analiza spreadów CDS dla wybranych krajów europejskich

Notowania kontraktów CDS mogą być cenną wskazówką dla inwestorów posiadających lub zamierzających nabyć dłużne papiery wartościowe określonego emitenta. W tabeli 1 przedstawiono notowania spreadów CDS dla wybranych państw europejskich. Przedstawiono, a następnie przeanalizowano dane z kilku ostatnich lat dla: Polski – z powodów oczywistych; Hiszpanii – silnej gospodarki, która mocno odczuwa skutki kryzysu w finansach publicznych; Grecji – źle zarządzanego bankruta, którego stan finansów publicznych przez wiele lat pomijany był w analizach ryzyka kredytowego inwestycji, oraz Niemiec – najsilniejszej gospodarki Europy, traktowanej przez rynki finansowe jako bezpieczna przystań w okresie kryzysu strefy euro. Notowania spreadów CDS dotyczą obligacji 5-letnich nominowanych w walucie danego kraju, czyli w PLN dla Polski oraz w euro dla pozostałych państw.

Tabela 1

Notowania spreadów 5-letnich CDS dla długu Hiszpanii, Grecji, Polski i Niemiec
(dane na koniec kwartału)

Okres / Kraj	Hiszpania	Grecja	Polska	Niemcy
III kw. 2007	7,80	8,80	13,50	5,00
IV kw. 2007	18,20	22,20	26,30	6,90
I kw. 2008	38,50	56,40	72,80	10,40
II kw. 2008	37,10	48,50	52,10	6,00
III kw. 2008	51,20	62,50	73,00	8,80
IV kw. 2008	100,70	232,10	240,00	45,50
I kw. 2009	114,76	190,00	291,24	58,50
II kw. 2009	88,36	139,35	170,00	33,78
III kw. 2009	67,14	121,70	121,76	21,51
IV kw. 2009	113,49	280,00	133,38	26,33
I kw. 2010	118,89	333,16	94,75	31,58
II kw. 2010	270,88	909,47	153,74	44,83
III kw. 2010	229,06	805,08	136,84	38,96
IV kw. 2010	347,74	1019,11	145,58	59,10
I kw. 2011	234,39	980,00	145,34	44,09
II kw. 2011	277,96	2100,29	152,75	41,00
III kw. 2011	374,17	5156,92	280,26	112,18
IV kw. 2011	380,35	8450,09	280,54	102,17
I kw. 2012	436,30	25422,80	183,94	75,50
II kw. 2012	587,65	12150,60	217,00	101,56

Źródło: opracowanie własne na podstawie Bloomberg.

Analiza danych zawartych w tabeli pozwala wysnuć kilka wniosków.

1. Dobra sytuacja w gospodarce światowej trwająca jeszcze w III kwartale 2007 roku przysłoniła fakt wzrastającego poziomu ryzyka kredytowego w sektorze bankowym.
2. Upadłości instytucji finansowych zaangażowanych na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych a następnie w Europie uświadomiły inwestorom fakt wzrostu ryzyka kredytowego. Wzrost ten nie był jeszcze znaczny, gdyż dotyczył instytucji finansowych, nie zaś zobowiązań państw.
3. Upadłość Lehman Brothers nie doprowadziła natychmiast do znaczącego wzrostu spreadów CDS. Dopiero na przełomie 2008/2009 roku, kiedy kłopoty pojedynczych instytucji finansowych zaczęto traktować jako wzrost ryzyka systemowego, z którym będą musiały poradzić sobie rządy, obawy inwestorów o możliwości finansowe państw znalazły odzwierciedlenie w wysokich poziomach CDS.
4. Apogeum pierwszej fazy kryzysu przypadło na drugą połowę lutego 2009 roku. Indeksy giełdowe, podobnie jak waluty wielu państw, notowały najniższe historycznie poziomy. W tym czasie notowania CDS zarażone wizją katastrofy światowego systemu finansowego osiągnęły maksima: Hiszpania – 156,30; Grecja – 254,30; Polska – 414,60; Niemcy – 85,60.
5. Wraz z powrotem hossy na rynki finansowe, licząc od marca 2009 roku, nastąpił spadek stawek premii dla kontraktów CDS, z tym że notowania pod koniec III kwartału 2009 roku zatrzymały się na poziomach nawet dwukrotnie wyższych niż przed rokiem, czyli krótko po upadku Lehman Brothers.
6. Począwszy od IV kwartału 2009 roku, można zaobserwować kolejną fazę wzrostów spreadów CDS, jednak do znacznie wyższych poziomów aniżeli osiągnięte w lutym 2009 roku. Należy to wiązać z kryzysem finansów publicznych wielu krajów europejskich dostrzeżonym przez inwestujących na rynku finansowym. W tej fazie stawki premii dla długu Polski zaczęły kształtować się na niższych poziomach, już nie tylko wobec Grecji, lecz także w stosunku do długu Hiszpanii.

6. Zależności między notowaniami CDS a sytuacją gospodarczą i finansów publicznych

Przytoczone powyżej ogólne tendencje zaobserwowane na rynku spreadów CDS poszerzono w dalszej części pracy o analizę przyczyn zachowań inwestorów w stosunku do instrumentów zabezpieczających spłatę długu konkretnych państw. W perspektywie kilkuletniej porównano także notowania premii CDS z rentownością 10-letnich papierów rządowych. Przyjęto także założenie, że wzrost oczekiwanej przez inwestorów rentowności papierów skarbowych jest równoznaczny ze wzrostem trudności pozyskania środków na sfinansowanie potrzeb pożyczkowych państwa. Wykorzystanie w pracy rentowności obligacji 10-letnich jest uzasadnione tym, że podobnie jak 5-latki należą do obligacji długoterminowych, a ich rentowności są zbliżone i reagują podobnie na te same czynniki. Poza tym notowania CDS nie pokazują ryzyka braku wykupu konkretnej emisji 5-latek, ale ryzyko kredytowe kraju, które jest także widoczne w poziomie rentowności obligacji 10-letnich. Co więcej, posiadacz obligacji 10-letnich nie może zabezpieczyć się, nabywając CDS dla 10-letnich obligacji, gdyż takiego instrumentu nie ma. Musi skorzystać z CDS dla 5-latek.

W pierwszej kolejności przeanalizowano przypadek Hiszpanii. Rentowność hiszpańskich papierów skarbowych w analizowanym okresie (druga połowa 2007 do połowy 2012 roku) wykazywała się długoterminowym trendem wzrostowym. Rentowność kształtowała się na poziomie od niespełna 4% do niewiele ponad 7%. Okresowym wyżynom i korektom poziomu rentowności towarzyszyły analogiczne zachowania notowań spreadów CDS dla długu Hiszpanii. Zasadnicza różnica dotyczyła skali korekt trendów wzrostowych. W przypadku rentowności papierów skarbowych kolejne korekty trendu sprowadzały ją w pobliże wyjściowego poziomu. W przypadku notowań CDS każda korekta trendu wzrostowego zatrzymywała się na poziomach wyższych aniżeli pułapy, z których rozpoczynały się wzrosty. Uściślając, rentowność na poziomie 4% była obserwowana w I kwartale 2008 roku, w IV kwartale 2009 roku oraz w III kwartale 2010 roku. Towarzyszyły jej notowania spreadów na poziomach odpowiednio: 38,50; 113,49 oraz 229,06. W drugiej połowie 2011 roku nastąpił krótkotrwały wzrost rentowności papierów skarbowych w okolice granicznego poziomu 7% i wzrost spreadów CDS. Rynki zaczęły obawiać się o kondycję finansów publicznych Hiszpanii, Włoch oraz Portugalii. Przyczyną gorszego postrzegania Hiszpanii są problemy zadłużonych autonomicznych regionów tego kraju oraz straty banków na inwestycjach w sek-

tor nieruchomości. Rząd w Madrycie został przymuszony do uczestnictwa w akcji ratunkowej dla tych podmiotów. Z racji wysokiej oczekiwanej rentowności papierów skarbowych Hiszpanii środki pomocowe mają być pozyskane z pominięciem mechanizmu rynkowego, w tym przypadku od EFSF. Kończąc analizę, można zestawzić rentowność obligacji i notowania CDS dla Hiszpanii – dane na koniec czerwca 2012 roku wynoszą odpowiednio: 6,4% i 587,65. Na ich podstawie można stwierdzić, że koszty zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym Hiszpanii pochłaniały około 92% oczekiwanej rentowności. Były więc bardzo wysokie.

Największym problemem Grecji z punktu widzenia analizy ryzyka kredytowego był i jest wysoki poziom długu publicznego w relacji do PKB. W ostatnich latach wspomniana relacja przekraczała 100%. Rynek ignorował jednak ten fakt, do czasu pojawienia się problemów ze zdobyciem środków na rolowanie zapadającego długu. Częściowo winę za taki stan rzeczy przypisuje się rynkowi CDS. Wzrost spreadów dla długu Grecji spowodował obawy inwestorów o stan finansów tego państwa. Utrudniony dostęp do kapitału, jak również wzrost kosztów jego pozyskania faktycznie przyczyniły się do poważnych problemów finansowych Grecji. Jednak gdy już było wiadomo, że bez pomocy instytucji międzynarodowych i restrukturyzacji zadłużenia kraj ten zbankrutuje, nadal nie było podstaw do ogłoszenia niewypłacalności. Dopiero przyjęcie przez parlament Grecji przepisów nakazujących mniejszości przystąpienie do redukcji i zamiany długu, gdy postanowi tak większość wierzycieli, zostało potraktowane przez ISDA jako działanie inicjujące zdarzenie kredytowe. W następstwie tego faktu pojawiła się obawa, że rozproszone dotąd wśród wielu inwestorów ryzyko strat na obligacjach greckich zostanie skoncentrowane na niewielu wystawcach CDS na dług tego państwa. Okazało się jednak, że tylko niewielka część długu Grecji została zabezpieczona kontraktami i wystawcy CDS są w stanie zaakceptować straty na obligacjach szacowane na kilka miliardów euro.

Niemcy – kraj ten jest traktowany jako gwarant stabilności finansowej strefy euro oraz jej główny płatnik, sam jednak zmaga się z długiem znacznie przekraczającym 80% w relacji do PKB. Zapewne te dwa czynniki zaczęły odgrywać ważniejszą rolę w pierwszej połowie 2011 roku, gdy rentowność obligacji Niemiec zbliżyła się do 3,5% i pojawiły się obawy o możliwość plasowania z powodzeniem kolejnych serii obligacji Niemiec. Była to jedna z większych korekt trendu spadkowego, który sprowadził rentowność w okresie objętym analizą z około 4% do poniżej 1,5%. W tym czasie notowania spreadów CDS układały się w trend wzrostowy. Zjawisko to można wyjaśnić w następujący sposób. Wzra-

stającej świadomości istnienia ryzyka kredytowego długu państwowego Niemiec towarzyszył zwiększony popyt na papiery tego kraju. Spowodowało to znaczne obniżenie poziomu oczekiwanej rentowności. Inwestorzy chcący zainwestować w obligacje krajów strefy euro, a jednocześnie obawiający się zwiększonego ryzyka kredytowego państw, pozostali praktycznie bez wyboru. Musieli lokować środki w bezpieczne papiery Niemiec. Kończąc analizę, można zestawić rentowność obligacji i notowania CDS dla Niemiec – dane na koniec czerwca 2012 roku wynoszą odpowiednio: 1,55% i 101,56. Na ich podstawie można stwierdzić, że koszty zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym Niemiec pochłaniały około 65% oczekiwanej rentowności. Były więc relatywnie wysokie.

Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Polski w omawianym 5-letnim okresie kształtowała się na poziomie od niewiele powyżej 5% do 6,5%. Wartości te zostały przekroczone tylko na przełomie czerwca i lipca 2008 roku oraz pod koniec października tego samego roku. W drugim kwartale 2011 roku długoterminowy trend boczny ustąpił miejsca trendowi spadkowemu rentowności. W odróżnieniu od Hiszpanii i Niemiec notowania spreadów CDS dla długu Polski podążają niemalże w całym zakresie w kierunku i z siłą zgodną z zachowaniem rentowności krajowych SPW. Wyjątkami były: brak reakcji notowań CDS na wzrost rentowności pod koniec czerwca 2008 roku oraz brak pokrycia wysokich poziomów spreadów CDS w lutym 2009 roku we wzroście rentowności SPW. Wyjaśnienie powyższych zależności może być następujące. Polska jest krajem o najniższym długu publicznym w relacji do PKB w omawianej grupie państw. Wprowadza reformy. Nie ma także problemów ze sfinansowaniem na rynku krajowym i międzynarodowym swoich potrzeb pożyczkowych. Po ustąpieniu objawów paniki na rynku długu inwestorzy zaczęli dostrzegać atrakcyjność inwestycji w nasze papiery. Jednocześnie redukcji uległo, przeszacowane dotąd, prawdopodobieństwo niewypłacalności kraju mierzone notowaniami spreadów CDS. Kończąc, należy dodać, że zabezpieczenie przed ryzykiem kredytowym papierów skarbowych Polski pochłania tylko 42% oczekiwanej rentowności. Jest więc najniższe w omawianej grupie państw.

Zakończenie

Rynek kredytowych instrumentów pochodnych był w ostatnich latach jednym z najszybciej rozwijających się segmentów rynku finansowego. Z założenia instrumenty takie jak CDS miały chronić przed stratami wynikającymi z niewypłacalności dłużników. Ich obecność na rynku zdawała się zasadna i długo nie budziła kontrowersji. Praktyka wskazała jednak pewne obszary wymagające poprawy. Większość zarzutów dotyczy spełniania przez te instrumenty ich podstawowych funkcji:

- 1) notowania spreadów CDS miały z wyprzedzeniem ostrzegać inwestorów o wzroście prawdopodobieństwa niewypłacalności państw-dłużników. W rzeczywistości działania rynku często wyprzedzały zmiany notowań swapów;
- 2) zakładano wykorzystywanie CDS w celach zabezpieczających, gdy tymczasem cechy ich obrotu sprzyjały zastosowaniu w spekulacji:
 - notowania na rynku OTC o ograniczonych obowiązkach informacyjnych;
 - wartość notowanych CDS przekraczająca niekiedy wartość referencyjnego długu;
 - stosowanie nagiej krótkiej sprzedaży CDS mogło być wykorzystywane do czerpania zysków będących rezultatem zamierzonej destabilizacji rynków finansowych państw.

Podsumowując, rynek kontraktów CDS ma dla podmiotów zarządzających ryzykiem kredytowym więcej zalet aniżeli wad. Wprowadzenie proponowanych przez regulatorów rynku zamian (zwiększenie depozytu, wzrost przejrzystości transakcji, zakaz stosowania nagiej krótkiej sprzedaży) może się przyczynić do wzrostu efektywności omawianego rynku. Pewne korzyści dla inwestorów mogą płynąć nawet z krytyki funkcjonowania rynku CDS. Licznie prezentowane analizy uświadamiają uczestnikom rynku, że stosowanie CDS powinno towarzyszyć szczegółowej analizie ryzyka kredytowego, nie zaś ją zastępować. Z innego punktu widzenia, dla części państw-dłużników CDS są instrumentem mobilizującym i dyscyplinującym w procesie równoważenia finansów publicznych.

Literatura

- Antkiewicz S. [2009], *Polski rynek obligacji i innych dłużnych papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Czechowska D. (red.) [2010], *Instrumenty dłużne w gospodarce*, CeDeWu, Warszawa.
- Dziawgo D. [], *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Galati G., Tsatsaronis K. [2001], *The impact of the euro on Europe's financial markets*, BIS Working Papers, No. 100, July.
- Ginet B. [1997], *Credit Derivatives Handbook*, Merrill Lynch, London.
- Gruszka B., Zawadzka Z. [1992], *Ryzyko w działalności bankowej. Zabezpieczenia systemowe*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Grzybowski W. [1967], *Niepewność i ryzyko w gospodarce planowej*, UMCS, Lublin.
- Huterska A. [2010], *Kredytowe instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem kredytowym*, CeDeWu, Warszawa.
- Jackowicz K. [2001], *Pochodne instrumenty kredytowe (II). Zastosowania pochodnych instrumentów kredytowych i związane z tym problemy*, „Bank i Kredyt”, nr 4.
- Jajuga K. [2007], *Koncepcje ryzyka i proces zarządzania ryzykiem – wprowadzenie*, w: K. Jajuga (red), *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kamiński W., Staniec I., Witkowska D. [2001], *Zarządzanie finansami. Cele. Organizacja. Narzędzia*, FRR w Polsce, Warszawa.
- Kasapi A. [2002], *Kredytowe instrumenty pochodne. Charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Krysiak Z. [2006], *Ryzyko kredytowe a wartość firmy, pomiar, modelowanie*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Niedziółka P. [2011], *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa .
- Olszak M.A. [2006], *Międzynarodowy rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego*, „Bank i Kredyt”, nr 3.
- Przybylska-Kapuścińska W. (red.) [2007], *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Kraków.
- Sundaresan S. [2012], *Papiery wartościowe o stałym dochodzie i instrumenty pochodne*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Zawadzka Z. [1999], *Ryzyko bankowe – uwagi ogólne*, w: W.L. Jaworski (red.), *Współczesny bank*, Poltext, Warszawa.

RELATIONS BETWEEN CDS QUOTATIONS AND ACCESS TO CAPITAL DURING THE PUBLIC FINANCE CRISIS

Summary

Investing in debt securities is inevitably connected with the risk of non-redemption by the issuer. Credit risk can be reduced through the use of Credit Default Swap. CDS premium quotations inform of the probability of the debtor's insolvency. The subject of study is to investigate the relationship between the aforementioned instruments' quotations and the availability and cost of debt financing for the selected countries. The factors affecting the CDS quotation value are also analyzed.

Keywords: Credit Default swaps, crisis, quotations

Translated by Dariusz Piotrowski, Anna Piotrowska

