

10 argumentów przeciwko wprowadzonemu przez UE zakazowi niepokrytych transakcji CDS

Autorzy: **Dariusz Gątarek** i **Juliusz Jabłecki**¹

Jak informuje serwis [internetowy polskiej prezydencji](#), „18 października br. prezydencja wraz z Parlamentem Europejskim oraz Komisją Europejską wstępnie uzgodniła tekst rozporządzenia w sprawie krótkiej sprzedaży”. Regulacja przewiduje m.in. zakaz zawierania



niepokrytych transakcji swapów ryzyka kredytowego (Credit Default Swaps, CDS) dotyczących długu państwowego². Jak wynika z komunikatu zamieszczonego na stronie [Europarlamentu](#), celem regulatorów było ukrócenie spekulacji na dłużu publicznym krajów strefy euro poprzez manipulowanie oceną jego ryzyka kredytowego.

Nie podzielamy oceny europarlamentarzystów. Naszym zdaniem swapy ryzyka kredytowego są pożytecznym narzędziem wykorzystywanym do konserwatywnego zarządzania ryzykiem i zarazem źródłem informacji o rynkowej

¹ Autorzy dziękują Maciejowi Puszwowi za cenne uwagi do wstępnej wersji tekstu.

² CDS to instrument pozwalający „przeswapować” — sprzedać lub „ubezpieczyć” — ryzyko kredytowe związane z długiem danego kontrahenta. Strony transakcji — tj. nabywca i wystawca „ubezpieczenia” — ustalają między sobą kwotę i rodzaj „ubezpieczanego” instrumentu bazowego, którym może być np. obligacja skarbową rządu Grecji, oraz roczną stawkę, wyrażającą koszt ubezpieczenia. W przypadku niespłacenia przez rząd Grecji całości lub części zobowiązań, nabywca ubezpieczenia otrzymuje od jego sprzedawcy różnicę pomiędzy zakontraktowaną a rynkową wartością zdefaultowanego długu. Swap ryzyka kredytowego może być pokryty lub nie w zależności od tego, czy nabywca kontraktu na dany papier posiada na ten papier bezpośrednią ekspozycję.

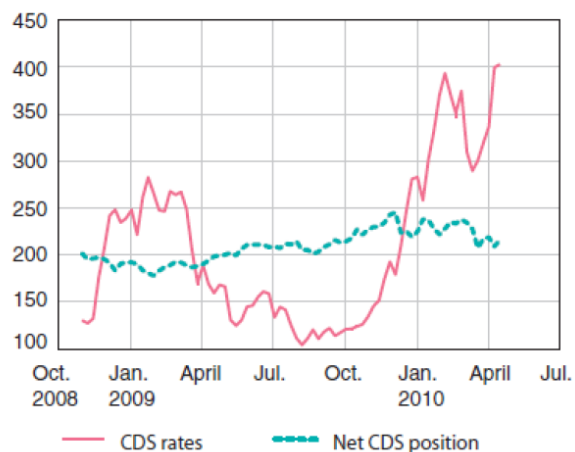
wycenie ryzyka kredytowego. Widzimy przynajmniej 10 argumentów przeciwko wprowadzanemu zakazowi.

- Zakaz zawierania niepokrytych transakcji swapów ryzyka kredytowego jest przykładem złej kultury stanowienia prawa, polegającej na zmianie przepisów bez przedstawienia rzetelnych badań mogących potwierdzić słuszność proponowanych rozwiązań oraz ignorowania — bez dania racji — krytycznych ocen merytorycznych międzynarodowych instytucji publicznych, takich jak [OECD](#) czy [IMF](#), a nawet instytucji sektora publicznego [zarządzających emisją długu publicznego](#).
- Cele regulacji zostały sformułowane bardzo ogólnie, wręcz populistycznie (Co to znaczy spekulacja? Dlaczego miałyby być z zasady niekorzystna z ekonomicznego punktu widzenia?), co może sugerować, że planowane ograniczenie w obrocie CDS jest w istocie tematem zastępczym i odwraca uwagę od braku pomysłu polityków na mądre strukturalne rozwiązania, które przyczyniłyby się do poprawy oceny fundamentów strefy euro i trwałego obniżenia rynkowej wyceny ryzyka kredytowego państw peryferyjnych. Używanie słowa „spekulacja” wyłącznie w sensie negatywnym wydaje się nam tanią agitacją polityczną. Spekulacja często polega na dobrowolnym ponoszeniu ryzyka przez podmioty (np. firmy ubezpieczeniowe), które mają odpowiednie narzędzia do zarządzania nim i wystarczające kapitały do przyjęcia zdarzenia niekorzystnego. Stąd nieroztropnie podejmowana walka ze spekulacją w pewnych sytuacjach zwiększa ryzyko systemowe.
- Ekspozycja na ryzyko istnieje bez względu na to, czy obrót instrumentów służących do jej zabezpieczenia jest swobodny czy limitowany. Zakaz zawierania niepokrytych transakcji swapów ryzyka kredytowego nie sprawi więc, że instytucje, które do tej pory ponosiły ryzyko kredytowe np. Grecji, przestaną nagle je ponosić. Co jednak istotne, bezpieczeństwo systemu finansowego jako całości zależy od alokacji ryzyka, czyli tego, czy ponoszą je podmioty, które chcą i mogą to robić. Im bardziej ograniczony jest obrót swapów ryzyka kredytowego, tym bardziej nieoptymalna jest alokacja tego ryzyka w tym sensie, że ponoszą je instytucje, które nie mają w tym zakresie komparatywnej przewagi. Ostatecznie sprawia to, że proces zarządzania ryzykiem w skali systemu jest gorszy a implikowane prawdopodobieństwo zdarzenia kredytowego wyższe.

- Nie ma dowodów na to, że pozycje w CDS są nagminnie otwierane z powodów czysto spekulacyjnych (a la „kasyno”). Najlepiej ilustruje to przypadek Grecji, gdzie rozszerzenie spreadu CDS było w niewielkim stopniu związane ze wzrostem wolumenu transakcji CDS (por. wykres poniżej).

Aggregate net CDS positions on Greece (DTCC data), and the 5-year CDS rate on Greek sovereign debt

(CDS spreads, bps)



Źródło: Duffie (2010).

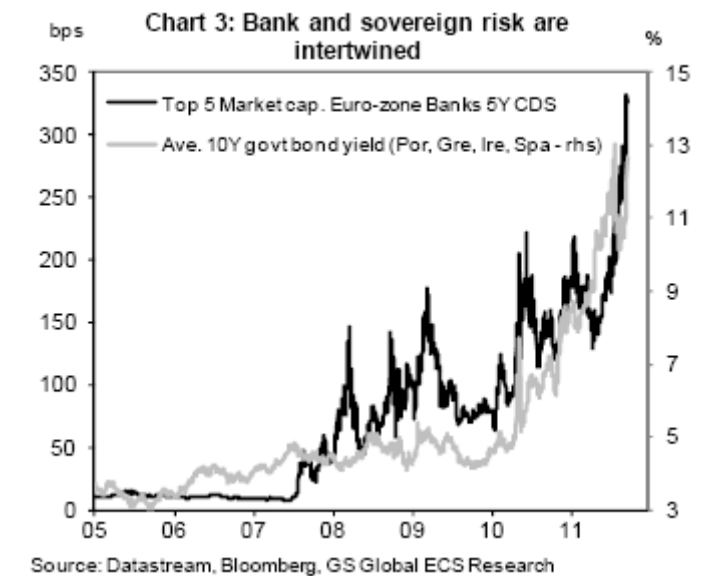
- Wielkość rynku CDS jest marginalna w zestawieniu z wielkością rynku państwowego długu. W szczególności: dla Grecji wolumen (nominałów) kontraktów CDS opiewa na 1,2% wielkości wyemitowanego długu publicznego, dla Portugalii na 3,3%, Hiszpanii na 2,5% i Włoch na 1,2%. Nie można więc wiarygodnie twierdzić, że wycena CDS jest głównym czynnikiem wpływającym na i zaburzającym wycenę długu rządowego i jego ryzyka kredytowego (por. tabela poniżej).

Ratio of Net CDS to Central Government Debt			
Amounts in billions USD (as of Apr 2011)			
Sovereign	Net CDS	Gov't Debt	CDS/Debt (%)
Italy	26.0	2,256.1	1.2
Spain	18.4	733.9	2.5
Germany	16.7	1,482.6	1.1
Greece	5.5	454.7	1.2
France	19.4	1,754.5	1.1
Portugal	6.6	202.8	3.3
United Kingdom	11.9	2,068.5	0.6
Austria	6.3	249.5	2.5
Ireland	4.3	124.9	3.4
Poland	2.6	236.8	1.1
Hungary	3.7	96.0	3.9

Źródło: The Depository Trust and Clearing Corp. (<http://www.dtcc.com>)

- Wzrost popularności niepokrytych pozycji w kontraktach CDS jest w dużym stopniu wynikiem dostosowywania się banków do Bazylei III. Regulacje wymagają, aby banki alokowały kapitał na ryzyko zmiany rynkowej wyceny ryzyka kredytowego kontrahenta w instrumentach pochodnych. Jeśli np. bank wchodzi w swapa na stopę procentową z rządem greckim (takie transakcje zawiera nawet polskie MF), to w wycenie transakcji musi uwzględnić koszt zabezpieczenia przed defaultem Grecji (tzw. Credit Valuation Adjustment). Wówczas zmiany rynkowej wyceny takiego hedgingu, powodują zmiany wyceny transakcji. Naturalną — i rekomendowaną przez regulatorów — metodą zabezpieczenia przed ryzykiem zmian CVA jest wykupienie kontraktu CDS na dany rząd (w tym przykładzie na Grecję), często bez posiadania obligacji greckich jako takich.
- Niepokryte pozycje w kontraktach CDS wcale nie muszą być przejawem „dzikiej spekulacji”, lecz konserwatywnego zarządzania ryzykiem w sytuacjach, kiedy ryzyko kredytowe pewnych podmiotów nie jest bezpośrednio obserwowalne lub wyceniane na rynku, ale można domniemywać, że jest silnie skorelowane z ryzykiem kredytowym rządu (tzw. proxy hedging). W szczególności ryzyko państwa ponosi się nie tylko przy posiadaniu jego obligacji, ale przy wszystkich transakcjach związanych z tym państwem, czyli przy obligacjach korporacyjnych, akcjach i przy prowadzeniu interesów z podmiotem z danego państwa. Jeśli np. banki kredytują przedsiębiorstwa w danym kraju (udzielając kredyt lub kupując obligacje), to zmiany ryzyka kredytowego tego kraju będą w wielu przypadkach rozsądnym przybliżeniem dla zmian ryzyka przedsiębiorstw. Podobnie ma się rzecz w „sferze realnej”: jeśli np. firma farmaceutyczna ma wieloletni kontrakt ze szpitalem (lub inną jednostką sektora publicznego), to w naturalny sposób prawdopodobieństwo, że szpital nie wywiąże się ze zobowiązań będzie silnie zależne od kondycji fiskalnej państwa. Ostatnio, ze względu na intensyfikację kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, ryzyko kredytowe europejskich banków wykazuje silną korelację dodatnią z ryzykiem rządów PIGS (por. wykres poniżej). Także więc i w tym wypadku, zarządzający ryzykiem mogą się zdecydować na zabezpieczenie ekspozycji wobec banków europejskich przez wykupienie (niepokrytych) swapów kredytowych na rządy peryferyjne strefy euro. Zakaz

posiadania CDS-ów niepokrytych obligacjami oznacza zwiększenie ryzyka takiej działalności.



Źródło: JPMorgan, Europe equity research (19 paź 2011)

- Zakaz otwierania niepokrytych pozycji w kontraktach CDS może zmniejszyć płynność i/lub utrudnić dostęp do rynku mniejszym emitentom długu publicznego. Ze względu na to, że rynek kontraktów CDS jest bardziej płynny dla dużych emitentów długu (por. tabela wyżej), inwestorzy chcący posiadać ekspozycję na relatywnie małych emitentów mogą zabezpieczać je (niepokrytymi) CDS-ami na default dużych emitentów. Trafnie ujął to Ove Sten Jensen z Duńskiego Banku Centralnego: *„Many investors prefer to hedge their exposure to our bonds by taking a naked short position on a closely correlated instrument, such as a German bond. If they can no longer do that, they may be less likely to buy our debt in the first place”*.
- Zakaz zawierania niepokrytych transakcji CDS zmniejszy płynność rynku CDS, a tym samym ogranicza jakość i transparentność informacji nt. rynkowej wyceny ryzyka kredytowego, co z jednej strony zwiększa koszt zarządzania ryzykiem i zniechęca do jego podejmowania, a z drugiej może prowadzić do wzrostu premii za ryzyko w rentownościach papierów skarbowych.
- Rynek finansowy wykazuje się pomysłowością i zakaz zawierania niepokrytych transakcji CDS prawdopodobnie będzie nieskuteczny: nie wyeliminuje potrzeby inwestorów zabezpieczania posiadanych ekspozycji, a jedynie doprowadzi do pojawienia się instrumentów o innej nazwie i być może

innej konstrukcji, ale identycznej funkcji. Zmniejszy to przejrzystość rynku finansowego, pogłębiając dodatkowo problem, który — o czym europarlamentarzyści dobrze wiedzą — przyczynił się do kryzysu 2008 r.