

УДК 336.76 : 351.863

І. М. Крайніков ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ»
ІНДЕКС CDS ЯК ПОКАЗНИК ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ
КРАЇНИ

У статті досліджені особливості функціонування ринку суверенних дефолтних свопів та визначається його вплив на зовнішню фінансову політику держави.

Ключові слова: кредитні деривативи, свопи на кредитний дефолт (CDS – credit default swaps), дефолт, кумулятивна ймовірність дефолту (CPD – Cumulative Probability of Default), індекс ринків облігацій країн, що розвиваються (EMBI+ – Emerging Markets Bond Index Plus), фінансова політика, фінансова безпека.

Постановка проблеми. За умови поширення кризових явищ на міжнародному фінансовому ринку суверенним позичальникам стає все складніше залучати додаткові фінансові ресурси та обслуговувати свої зовнішні боргові зобов'язання. З урахуванням фінансової глобалізації при розробці та реалізації фінансової політики держави набуває першочергового значення пошук адекватних рівню міжнародних фінансово-кредитних відносин показників фінансової безпеки.

Аналіз останніх досліджень. Проблема оцінки фінансової безпеки присвячені праці вітчизняних та зарубіжних дослідників, в т.ч. В. М. Гейця, М. М. Єрмошенка, О. І. Барановського, Б. В. Губського, А. І. Сухорукова, Л. М. Стрельбицької, В. І. Мунтіян, В. Т. Шлемко, Т. Г. Кубах, В. К. Сенчагова, М. Безуглової, С. Ю. Глаз'єва. При цьому більшість дослідників приділяють значної уваги показникам боргової безпеки країни, яка характеризується спроможністю держави вчасно і в повному обсязі виконувати платежі за своїми борговими зобов'язаннями. Однак поза їх увагою залишається такий показник, як рівень котувань за суверенними кредитними деривативами, зокрема – свопами на кредитний дефолт (CDS), на який сьогодні орієнтується більшість інвесторів при прийнятті рішення про придбання євробондів суверенних країн.

Не вирішені раніше проблеми. Питання обігу кредитних деривативів досліджуються у працях науковців, а також практиків банківської справи і ринку цінних паперів, в т. ч. А. П. Ковальова, В. В. Стелі, Г. І. Андрєєвої, А. О. Мілай, Н. С. і В. С. Шапран, М. С. Суханова, Н. Ю. Ситникової, К. С. Чекмарьова, О. В. Хмиза, М. Г. Шахуняна, М. Х. Темишева, В. В. Рудько-Силиванова. При цьому кредитні деривативи більшою частиною розглядаються ними як інструмент управління кредитними ризиками. В той же час не визначено особливості обігу кредитних деривативів, пов'язаних з державними цінними паперами. Причому індекси, що відображають купівлю-продаж таких деривативів, можуть виступати показниками фінансової безпеки країни.

Мета статті – дослідити особливості функціонування ринку суверенних свопів на кредитний дефолт та визначити їх вплив на формування та реалізацію фінансової політики держави.

Виклад основного матеріалу. Своп на кредитний дефолт, або кредитний дефолтний своп (CDS), ідентичний гарантії і концентрується на

захисті від кредитного ризику. Як структурно простий і документально опрацьований, він міцно займає положення лідера за кількістю операцій, що укладаються, і питомій вазі у загальному об'ємі ринку кредитних деривативів.

Під CDS розуміють фінансовий інструмент, який дозволяє його емітенту продати (перенести) кредитний ризик по фінансових активах «інвесторові» в цей ризик. Канонічною формою CDS є двостороння угода між двома сторонами, як правило, строком 5 років, за яким відбувається своп (обмін) періодичних платежів на виплату обумовленої в контракті суми у випадку, якщо станеться кредитна подія за деякими фінансовими активами (reference assets) зазначеного боржника (reference entity). Кредитною подією може бути як оголошення дефолта позичальником або пов'язаними з позичальником емітентами за своїми зобов'язаннями перед кредитором, так і зміна суверенного або корпоративного кредитного рейтингу. За разову плату (upfront) та річну премію, що виплачується впродовж терміну погашення облігацій (underlying), емітент свопа гарантує компенсацію [6, 9, 10].

CDS номінуються в іншій валюті, відмінній від національної, як правило, в доларах США чи євро. Вартість CDS вимірюється в базисних пунктах спреда; в разі п'ятирічного CDS вартість покриття ризику дефолта на 1 млн. дол. США при спреді по CDS в 10 пунктів складає 1 тис. дол. США. Динаміку вартості українських свопів (CDS 5Y Ukraine) у порівнянні з іншими країнами відображено на рисунках 1-2 (за даними Bespoke Investment Group, Cbonds Group, Astrum Investment Management та CME Group) [3, 4, 11, 14, 22].

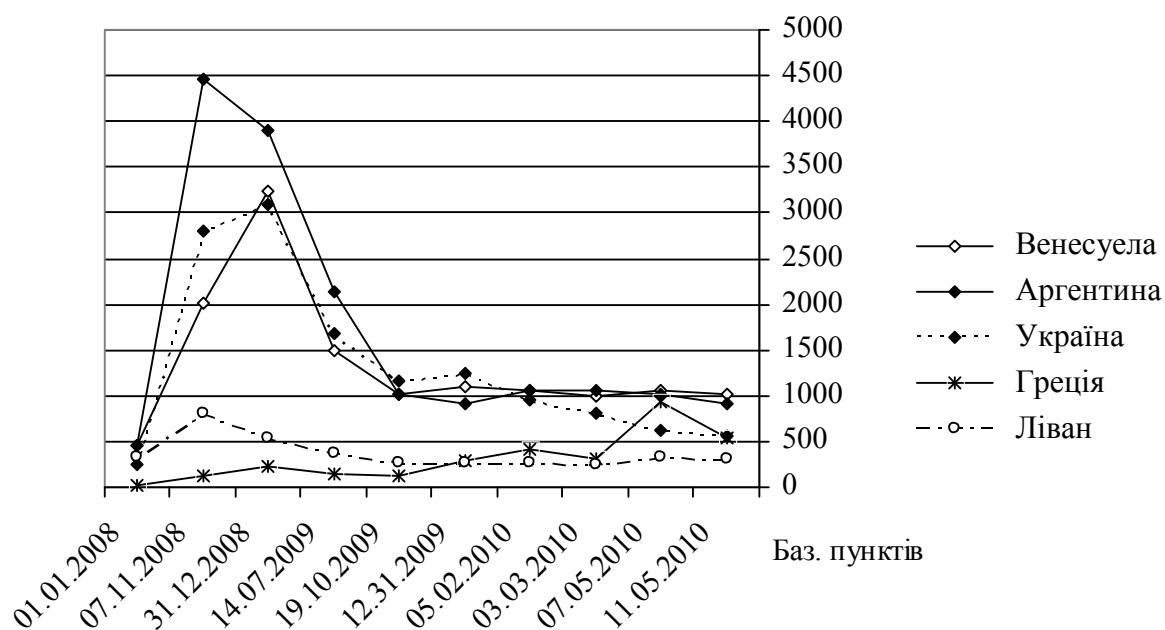


Рис. 1. Динаміка вартості CDS 5Y (USD) за 2008-2010 рр. (перші 5 країн з найбільшою вартістю свопів станом на 11.05.2010 р.), базисних пунктів

Таким чином вартість страхування від дефолту по Україні є однією з

найвищих у світі (подекуди поступаючись Венесуелі та Аргентині) – в четвертому кварталі 2009 року Україна займала перше місце у світі за цим показником. Проте фінансово-кредитні проблеми країн PIIGS (Португалії, Італії, Іспанії, Ірландії і Греції), Пакистану, Венесуели та Аргентини у травні-червні 2010 року призвели до просунення України в рейтингу найвищих цін по CDS на п'яте місце у світі [22] (рис. 2).

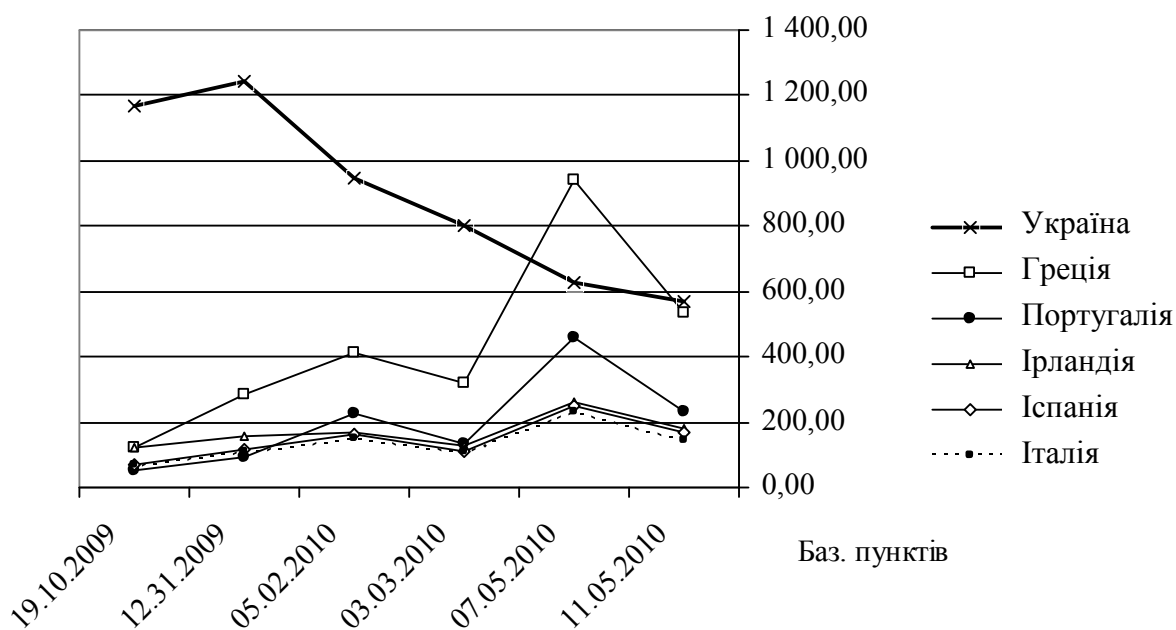


Рис. 2. Динаміка вартості CDS 5Y (USD) за період з 19.10.2009 до 11.05.2010 рр. (країни PIIGS і України станом на 11.05.2010 р.), базисних пунктів (за даними Bespoke Investment Group та Astrum Investment Management)

При цьому слід зазначити, що індекси, які відображають купівлю-продаж таких деривативів, можуть виступати показниками фінансової безпеки країни, адже на їх основі міжнародними фінансово-кредитними установами та організаціями розраховується ймовірність дефолту країни (Probability of Default). Так, наприклад, показник CPD (Cumulative Probability of Default) розраховується CME Group [17, 18, 19, 22] (табл. 1), Deutsche Bank [2], ООН [11], Credit Suisse [16], Royal Bank of Scotland [5].

Ймовірність дефолту також є об'єктом купівлі-продажу на віртуальному ринку «Intrade.com», попит і пропозиція на якому також формується з урахуванням вартості CDS [8].

Слід зазначити, що операції з кредитно-дефолтними свопами не регулюються спеціальним законодавством, а торгівля здійснюється поза біржами, на неорганізованому ринку. Окрім того, завдяки відсутності вимог по підтримці відповідних зобов'язанню активів, дефолтні свопи також можуть використовуватися і для спекуляцій.

**Світові найризикованіші суверенні борги
(за даними Credit Market Analysis) за 2009-2010 рр.**

Період, що досліджувався										
3-й квартал, 2009					2-й квартал, 2010					
№ з/п	Країна (Entity Name)	5 Yr CDS Mid, б.п. (bps)	5 Yr CPD (%)	Попередній рейтинг	№ з/п	Країна (Entity Name)	5 Yr CDS Mid (bps)	5 Yr CPD (%)	Попередній рейтинг	
1	Україна	1200,7	53,7	2 (Вниз 1)	1	Венесуела	1182,2	54,98	1 (Без змін)	
2	Аргентина	1125	52	1 (Вгору 1)	2	Греція	838,99	51,25	9 (Вниз 7)	
3	Венесуела	936,7	51	3 (Без змін)	3	Аргентина	951,2	47,6	2 (Вгору 1)	
4	Латвія	511,6	29,9	4 (Без змін)	4	Пакистан	751,5	40,38	3 (Вгору 1)	
5	Ісландія	363	22,4	5 (Без змін)	5	Україна	598,16	34,63	4 (Вгору 1)	
6	Литва	305	19,3	7 (Вниз 1)	6	Дубай	458,85	27,75	6 (Без змін)	
7	Емірат Дубай (ОАЕ)	300	19,2	6 (Вгору 1)	7	Штат Іллінойс (США)	316,3	24,54	Нова позиція	
8	Казахстан	289,5	18,9	8 (Без змін)	8	Ірак	385,6	24,3	5 (Вгору 3)	
9	Ліван	285	18,5	Нова позиція	9	Штат Каліфорнія (США)	294,9	23,49	Нова позиція	
10	Росія	215,6	14,5	Нова позиція	10	Латвія	359,03	22,53	8 (Вгору 2)	

Слід зазначити, що офіційної статистики розміру обороту CDS не існує. За оцінками експертів Міжнародної асоціації свопів і деривативів (International Swaps and Derivatives Association), на кінець 1-го півріччя 2007 р. номінальний об'єм ринку CDS складав 45 трлн. дол. США (рис. 3). Тоді як ринок облігацій і інших первинних фінансових інструментів, які поклалися в основу деривативів, не перевищував 25 трлн. дол. США, тобто майже половину ринку складали операції спекулятивного характеру. За оцінками ISDA на кінець II кварталу 2009 р. оборот CDS складав близько 30 трлн. дол. США (для порівняння: ВВП всього світу в 2009 р. не перевищував 70 трлн. дол. США), при цьому рівень спекуляцій за даними DTCC (The Depository Trust & Clearing Corporation) станом на 30.04.2010 р. в середньому склав 1200-1300 % від чистих позицій [2, 7, 20, 24].

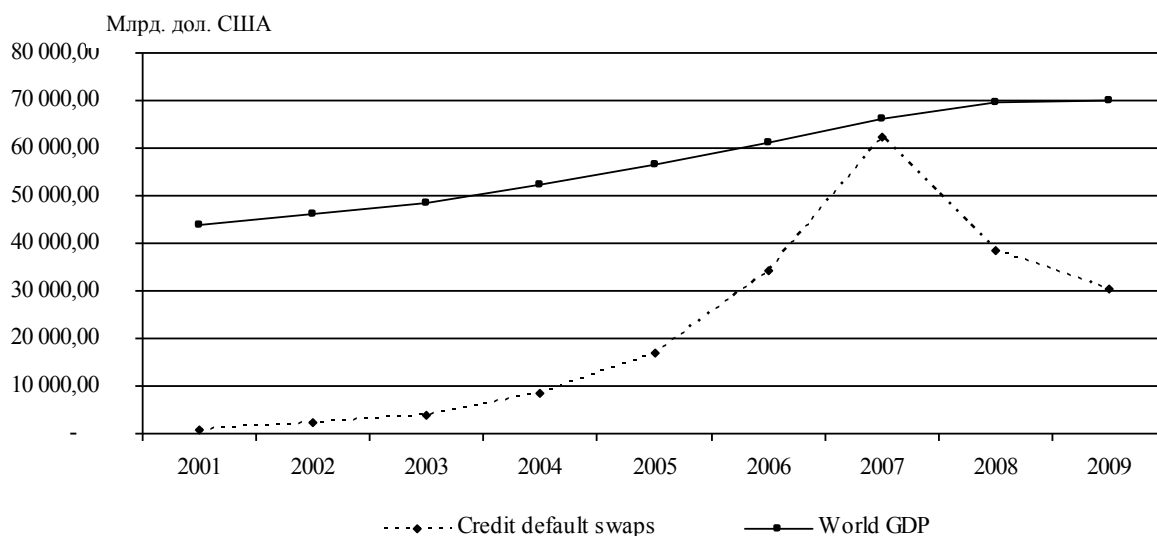


Рис. 3. Обсяг ринку CDS і світовий ВВП за 2001-2009 рр.

Вочевидь, що можливість спекуляцій з CDS призводить до того, що об'єми дефолтних свопів, випущених на один базовий актив, можуть в десятки разів перевершувати величину цього активу. У зв'язку з цим видатні економісти Уоррен Баффет, Джордж Сорос та багато інших одногосно стверджують, що кредитні деривативи, і, особливо, дефолтні свопи, є «фінансовою зброєю масового знищення», та можуть бути чи не найголовнішою причиною світової фінансової кризи [1, 2, 7, 12].

CDS на вітчизняні єврооблігації емітуються з 2004 р. Їх, як правило, емітують крупні іноземні банки, незалежно від того, хто є андеррайтером єврооблігацій України. Під час президентських виборів 2004 року котирування цих похідних паперів впритул наближалися до 400 б.п. Потім вони знизилися удвічі і впродовж трьох років вагалися в діапазоні 200-250 б.п. Зростання котирувань протягом вересня 2008 р. – квітня 2009 р. збіглося із загостренням світової кризи, кризових явищ в економіці країни, системній банківській кризі, труднощях у проведенні переговорів щодо постачання газу на територію України (рис. 4). Після досягнення вершини в 2800 б.п. сталося зниження котирувань до 1700 б.п. на початку листопада 2008 р., коли МВФ прийняв рішення про виділення Україні 16,5 млрд. дол. США. Згодом зростання CDS поновилося і ціна досягла 5250 б.п. Це були найдорожчі дефолтні свопи на ринку (за вартістю CDS на Україну залишаються в першій десятці країн світу) [3, 4, 11, 15].

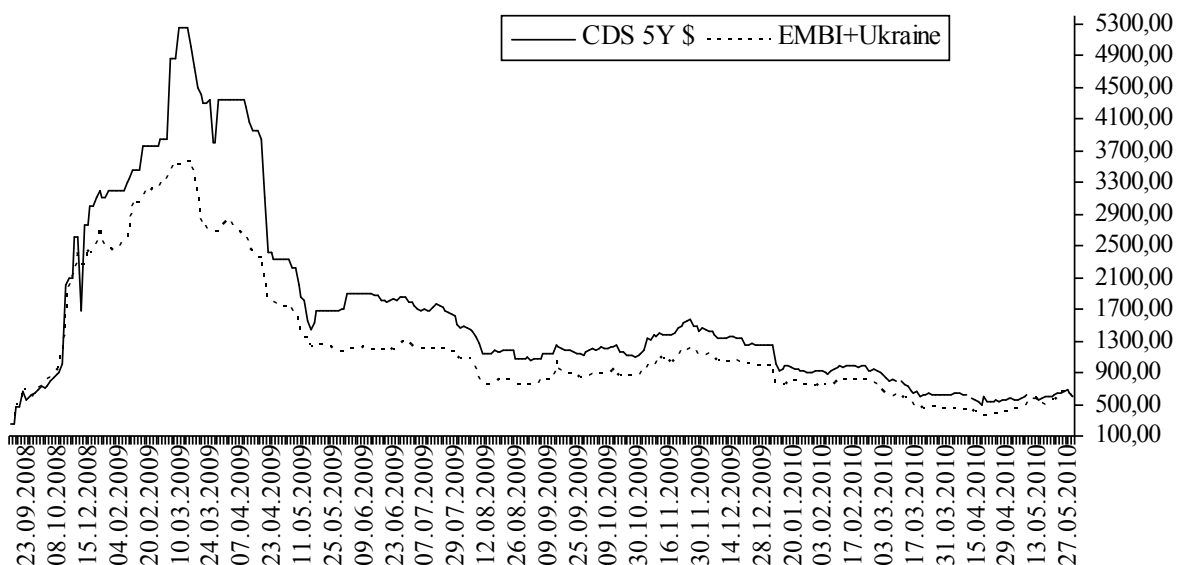


Рис. 4. Динаміка котирувань CDS на українські облігації та індексу EMBI+Ukraine за 2008-2010 рр., базових пунктів

Варто зазначити, що індекс CDS прямо залежить від доходності єврооблігацій, рівень якої характеризує індекс EMBI+ (коефіцієнт кореляції між індексами EMBI+Ukraine і CDS 5Y Ukraine складає від 0,97 до 1) (рис. 4). За думкою експертів через котирування на ринку CDS можна маніпулювати ціною самого базового активу, наприклад, облігацій. Так, за попередньою домовленістю, декілька продавців CDS на певні цінні папери можуть

виставити завищені котирування свопів. Як реакція на такий індикатор держателі базових цінних паперів можуть почати масово позбавлятися від нібито «переддефолтних» паперів. В результаті їх прибутковість різко збільшиться (за рахунок дисконту при продажі). Що стане для ринку ще одним підтвердженням того, що емітенту дійсно загрожує дефолт. Тоді як насправді емітент може не мати ніяких проблем із платоспроможністю.

Отже, за даними DTCC загальна номінальна вартість відкритих позицій по CDS суверенних країн значно перевищує сукупний обсяг облігацій, що покладались в основу цих контрактів (рис. 5) [23].

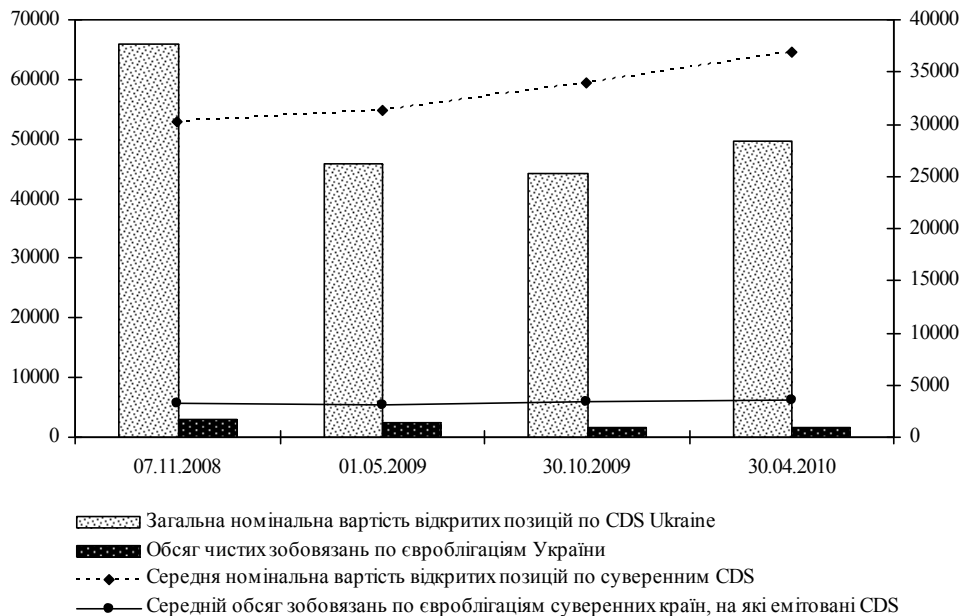


Рис. 5. Номінальна вартість відкритих позицій по CDS України та обсяг базових активів у порівнянні із середніми суверенними показниками за 2008-2010 рр.

Загальний обсяг контрактів по українським CDS на початок травня 2010 р. склав біля 50 млрд. дол. США у порівнянні з 1,68 млрд. дол. США базових активів, що свідчить про значний рівень спекулятивних операцій. За коефіцієнтом спекуляції на початок травня 2010 р. Україна вийшла на друге місце у світі серед 57 суверенних CDS і дев'яте місце серед 1000 найбільших за обсягами CDS суб'єктів, зобов'язання яких покладались в основу контрактів (табл. 2) [23].

Таблиця 2

Перша десятка країн світу та інших суб'єктів, зобов'язання яких лягли в основу контрактів CDS за рівнем співвідношення номінальної вартості відкритих позицій по CDS та обсягу базових активів станом на 30.04.2010 р.

№ з/п	Країна (Sovereign)	Коефіцієнт спекуляції	Боржник за зобов'язаннями (reference entity)	Коефіцієнт спекуляції
1	Туреччина	31	Scandinavian Airlines System Denmark-Norway-Sweden	48
2	Україна	30	Rexel Developpement SAS	44

Продовження таблиці 2.

№ з/п	Країна (Sovereign)	Коефіцієнт спекуляції	Боржник за зобов'язаннями (reference entity)	Коефіцієнт спекуляції
3	Венесуела	29	The Nielsen Company B.V.	40
4	Казахстан	28	Grohe Holding GMBH	34
5	Аргентина	28	Unitymedia GMBH	34
6	Росія	28	BCM Ireland Finance Limited	34
7	Філіппіни	26	UPC Holding B.V.	32
8	Південна Африка	21	Туреччина	31
9	Малайзія	19	Україна	30
10	Таїланд	19	Ineos Group Holdings PLC	29
	Середня за суверенними CDS	10	Середня за CDS Top-1000	13

Висновки. Протягом 2008-2010 років Україна посідає визначальні місця у рейтингу країн – претендентів на дефолт, ймовірність якого оцінюється на основі котувань CDS. Таким чином цей показник можна розглядати як індикатор фінансової безпеки. При цьому додатковим показником можна вважати «індекс спекуляції по CDS» – вартість відкритих позицій по CDS України по відношенню до чистих активів, які покладаються в основі деривативів. Так, кількість спекулятивних операцій по CDS України є найбільшою у світі, що може здійснювати значний вплив на вартість зовнішніх запозичень та можливість стабільного обслуговування зовнішніх боргів як держави, так і корпорацій. Дані обставини вимагають їх врахування при розробці та реалізації фінансової політики держави, для оцінки та забезпечення фінансової безпеки країни та запобігання можливого дефолту в майбутньому.

Список літератури.

1. Безп'ятчук, Жанна Євроневдахи [Текст] / Жанна Безп'ятчук, Губенко Дмитро // Український тиждень. – 2010. – № 16. – С. 34-36.
2. Гриньков, Дмитрій СВОПственной персоной [Текст] / Дмитрій Гриньков // Бизнес. – 2009. – № 5. – С. 28-30
3. Група индексів CDS CMA Ukraine [Електронний ресурс] / Cbonds Group. – Режим доступа : http://www.cbonds.info/ua/rus/index/index_detail/group_id/38/ – 28.07.2009. – Загол. з екрану.
4. Ежедневные котировки CDS от CMA (www.cmavision.com) [Електронний ресурс] / Cbonds Group. – Режим доступа : <http://www.cbonds.info/ru/rus/news/index.phtml/params/id/463984> – 17.06.2010. – Загол. з екрану.
5. Забавная импирика [Електронний ресурс] / Alphamotion. – Режим доступа : http://alphamotion-ru.blogspot.com/2010/01/blog-post_06.html. – 05.02.2010. – Загол. з екрану.
6. Ковалев, А. П. Кредитные деривативы: купля – продажа кредитных рисков в Украине [Текст] / А. П. Ковалев // Банковская практика за рубежом. – 2006. – № 4. – С.58-65.
7. Кредитные дефолтные свопы. Инструмент краха. [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <http://www.znaki.chebnet.com/s11.php?id=144>. 06.05.2010. – Загол. з екрану.
8. Поспорим о дефолте России [Електронне джерело] / finansmag.ru. – Режим доступа : <http://www.finansmag.ru/busines/skip/year/2009/26.01>. – 10.02.2009. – Загол. з екрану.

экрану.

9. Стеля, В. В. Кредитные деривативы – перспективный инструментарий компенсации кредитных рисков [Текст] / В. В. Стеля // Банковские услуги. – 2006. – № 3. – С.16-26

10. Умлауфф Уве Дефолтоманія [Текст] / Уве Умлауфф // Український тиждень. – 2010. – № 23. – С. 31.

11. Шкарпова, Елена Гусары молчат. Дефолта не будет [Электронный ресурс] / Елена Шкарпова, Константин Дружерученко / Контракты. – Режим доступа : <http://kontrakty.ua/2009-10-22-11-16-42/7584----->. – 10.02.2009. – Загол. з екрану.

12. A short history of modern finance: Link by link [Электронный ресурс] / The Economist – Режим доступа : http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=12415730 – 16.10.2008. – Загол. з екрану.

13. CDS 5Y \$ Ukraine [Электронный ресурс] / Astrum Investment Management. – Режим доступа : <http://www.astrum-invest.com/Analitics/IndexDetails.aspx?IndexId=77>. – 11.05.2010. – Загол. з екрану.

14. Country Default Risk Plummetts [Электронный ресурс] / Bespoke Investment Group. – Режим доступа : <http://www.bespokeinvest.com/thinkbig/2010/5/11/country-default-risk-plummetts.html>. – 11.05.2010. – Загол. з екрану.

15. EMBI+Ukraine [Электронный ресурс] / Astrum Investment Management. – Режим доступа : <http://www.astrum-invest.com/Analitics/IndexDetails.aspx?IndexId=76>. – 11.05.2010. – Загол. з екрану.

16. Global country risk table [Электронный ресурс] / Credit Suisse. – Режим доступа : <http://www.scribd.com/doc/27013315/Informe-Credit-Suisse>. 06.05.2010. – Загол. з екрану.

17. Global Sovereign Credit Risk Report 1st Quarter, 2010 [Электронный ресурс] / CME Group. – Режим доступа : <http://www.cmavision.com/news/view/cma-releases-sovereign-risk-report-for-q1-2010>. – Загол. з екрану.

18. Global Sovereign Credit Risk Report 3rd Quarter, 2009 [Электронный ресурс] / CME Group. – Режим доступа : http://www.cmavision.com/images/uploads/docs/CMA_Global_Sovereign_Credit_Risk_Report_Q3_2009.pdf. – Загол. з екрану.

19. Global Sovereign Credit Risk Report 4th Quarter, 2009 [Электронный ресурс] / CME Group. – Режим доступа : http://www.cmavision.com/images/uploads/docs/CMA_Global_Sovereign_Credit_Risk_Report_Q4_2009.pdf. – Загол. з екрану.

20. ISDA Market Survey historical data [Электронный ресурс] / International Swaps and Derivatives Association, Inc. – Режим доступа : <http://www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-results1987-present.xls>. 23.06.2010. – Загол. з екрану.

21. Sovereigns Ratings List [Электронный ресурс] / Standard & Poor's. – Режим доступа : <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us/?sectorName=Governments&subSectorCode=39&subSectorName=Sovereigns>. – 01.06.2010. – Загол. з екрану.

22. The CMA (Credit Market Analysis) Sovereign Risk Monitor [Электронный ресурс] / CME Group. – Режим доступа : <http://www.cmavision.com/market-data>. – Загол. з екрану.

23. Trade Information Warehouse Data (Section I) Table 6: Top 1000 Reference Entities (Gross and Net Notional) [Электронный ресурс] / The Depository Trust & Clearing Corporation. – Режим доступа : http://www.dtcc.com/products/derivserv/data_table_i.php?id=1.6.1-07.05.2010. – Загол. з екрану.

24. World GDP [Электронный ресурс] / International Monetary Fund. – Режим доступа : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/weorept.aspx?sy=2000&ey=2009&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=001&s=PPPGDP&grp=1&a=1&pr.x=22&pr.y=5>. 23.06.2010. – Загол. з екрану.

Summary

In the article questions of sovereign CDS market functioning and its influence were researched and determined as for the external financial policy of the government.