

Měření rizika států pohledem finančních trhů

PETR BUDINSKÝ

Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., Estonská 500, Praha

Abstrakt:

Financial markets can reflect the risks of default by three following measures: rating, bond yields and CDS prices. In the paper we concentrate on measuring risks of states, especially states of European Union stressing states of Eurozone. Worsening in ratings are associated with increase of bond yields and with increase of CDS prices. For that purpose are 10-years-bonds yields and 5-years CDS used. The positive correlation of each two indicators from three mentioned above are perfectly clear.

Klíčová slova:

Finanční trhy, riziko, dluhová krize, rating, Eurozóna, státy PIIGS, default, dluhopis, výnos desetiletého dluhopisu, Credit Default Swap (CDS).

Key words:

Financial markets, debt crisis, rating, Eurozone, PIIGS countries, default, bond, 10-year-bond yield, Credit Default Swap (CDS)

Úvod

Finanční trhy reagují zejména v posledních měsících velmi citlivě na jakékoli negativní zprávy. To se projevuje především na dluhopisových trzích a též na trhu pojistek proti defaultu dluhopisů (CDS). Negativní zprávy tlačí vzhůru výnosy z dluhopisů, čímž klesají jejich ceny a rostou též ceny CDS. V posledních měsících jsme svědky některých velmi zajímavých jevů.

Ratingy států odrážejí jejich rizikovost z hlediska plnění budoucích závazků např. z dluhopisů. Dříve se pohybovaly ratingy států v investičním pásmu, měly tedy rating ne horší než BBB-. Přitom téměř všechny země Eurozóny měly rating AAA, zatímco nyní mají tento nejvyšší rating už jen 4 státy – Německo, Finsko, Nizozemsko, Lucembursko (viz tabulka níže). Ze států Evropské unie mají nejvyšší rating ještě Velká Británie, Švédsko a Dánsko.

Země	Rating	Země	Rating
Dánsko	AAA	Španělsko	A
Finsko	AAA	Malta	A-
Lucembursko	AAA	Polsko	A-
Německo	AAA	Irsko	BBB+
Nizozemsko	AAA	Itálie	BBB+
Švédsko	AAA	Bulharsko	BBB
Velká Británie	AAA	Litva	BBB
Francie	AA+	Kypr	BB+
Rakousko	AA+	Lotyšsko	BB+
Belgie	AA	Maďarsko	BB+
ČR	AA-	Rumunsko	BB+
Estonsko	AA-	Portugalsko	BB
Slovinsko	A+	Řecko	CC
Slovinsko	A		

Tabulka č. 1

Naopak v posledních měsících přišly o nejvyšší rating Francie a Rakousko. Snížen byl rating i Itálii, Portugalsku a Španělsku, tyto státy mají v současnosti nižší rating než Česká republika, a to i o několik stupňů. Přitom Česká republika je jednou z mála zemí na světě, kterým byl rating zvýšen, a to dokonce o 2 stupně na AA-.

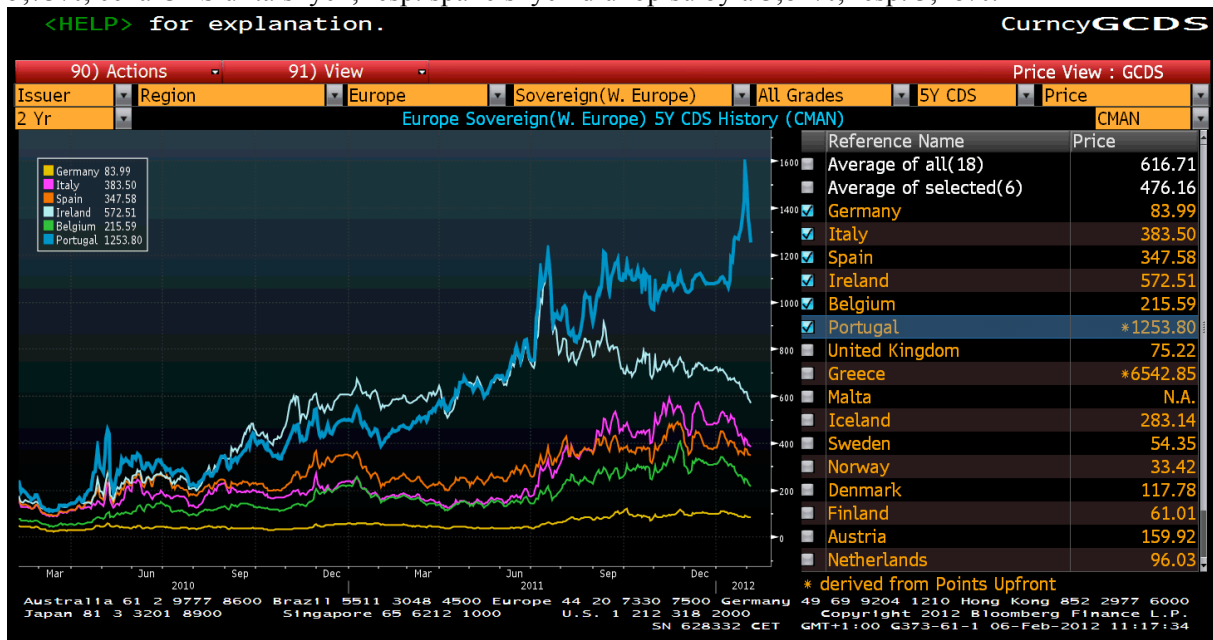
Země	Rating	Snížení ratingu
Francie	AAA	AA+
Rakousko	AAA	AA+
Slovinsko	AA-	A+
Španělsko	AA-	A
Slovensko	A+	A
Malta	A	A-
Itálie	A	BBB+
Kypr	BBB	BB+
Portugalsko	BBB-	BB

Tabulka č. 2

Výnosy německých, ale i amerických desetiletých dluhopisů klesly na konci minulého roku až pod 2%, zatímco výnosy odpovídajících státních dluhopisů ohrožených zemí Eurozóny, označované někdy jako státy PIIGS (Portugalsko, Itálie, Irsko, Řecko a Španělsko) vesměs překročily psychologickou

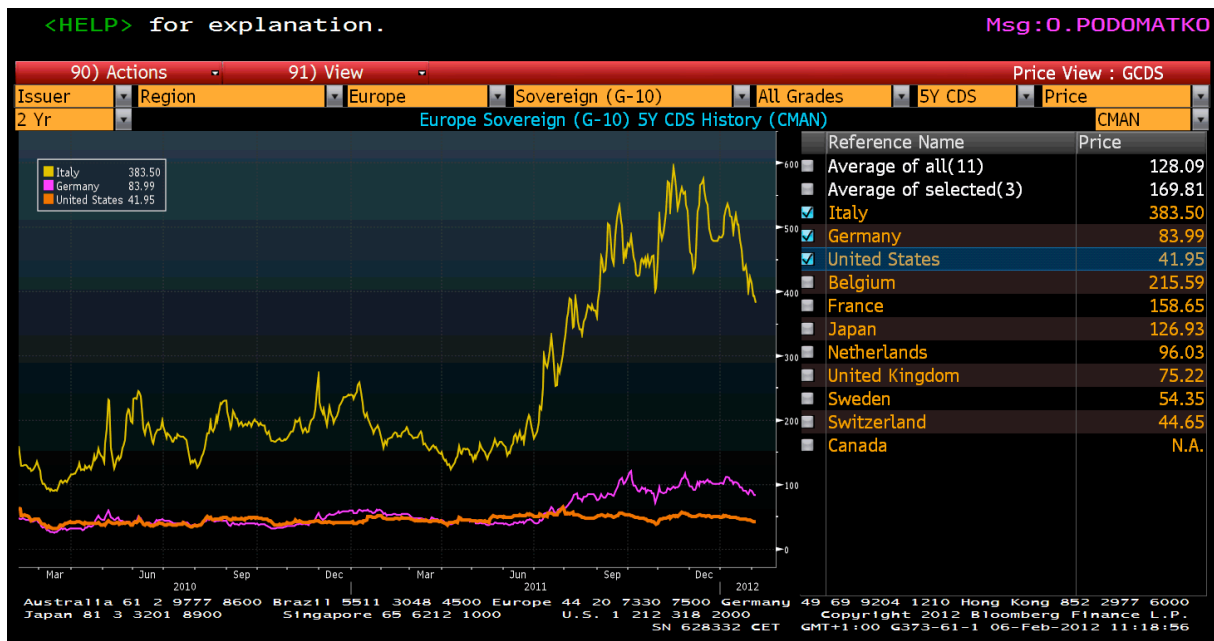
hranici 7% označovanou jako hraniční pro schopnost dlouhodobého splácení těchto dluhopisů. Přitom výnosy řeckých dluhopisů přesáhly dokonce hranici 100% a výnosy portugalských dluhopisů se přiblížily hranici 20%. Přesto vypadá situace na začátku roku na první pohled optimisticky – výnosy portugalských dluhopisů klesly z rekordních 17,4% na 15,8% a výrazně klesly také výnosy italských a španělských dluhopisů. Situace není ovšem tak příznivá, jak by se mohlo na první pohled zdát. Za snížením výnosů zmíněných dluhopisů je totiž Evropská centrální banka (ECB), která masivně výše zmíněné dluhopisy odkupuje a navíc dodala likviditu v objemu 489 mld. Eur formou tříletých úvěrů bankám, z nichž některé drží ve svých portfoliích právě zmíněné problémové dluhopisy. Navíc v únoru byla realizována ze strany ECB další masivní emise tříletých úvěrů v objemu 529 mld. Eur s úrokem 1%, takže celkový objem poskytnuté likvidity převyšuje 1 bilión Eur.

Ceny pojistek CDS dlouhodobě pozitivně korelují s výnosy příslušných dluhopisů, takže určitě nepřekvapí zjištění, že nejvyšší ceny pojistek proti defaultu byly v únoru na řeckých resp. portugalských dluhopisech, ve výši 65,43%, resp. 12,54%, což v případě Řecka znamená téměř 90%-ní a v případě Portugalska téměř 50%-ní pravděpodobnost bankrotu. V grafu 1 jsou uvedeny též ceny CDS ostatních států PIIGS, když všechny tyto ceny překračují výrazně hranici 2%, která může být považována jako hraniční pro vnímání příslušného státu jako spolehlivého z hlediska budoucího bezpečného splácení jim vydaných dluhopisů. Cena CDS irských dluhopisů byla na začátku února 5,73%, cena CDS u italských, resp. španělských dluhopisů byla 3,84%, resp. 3,48%.



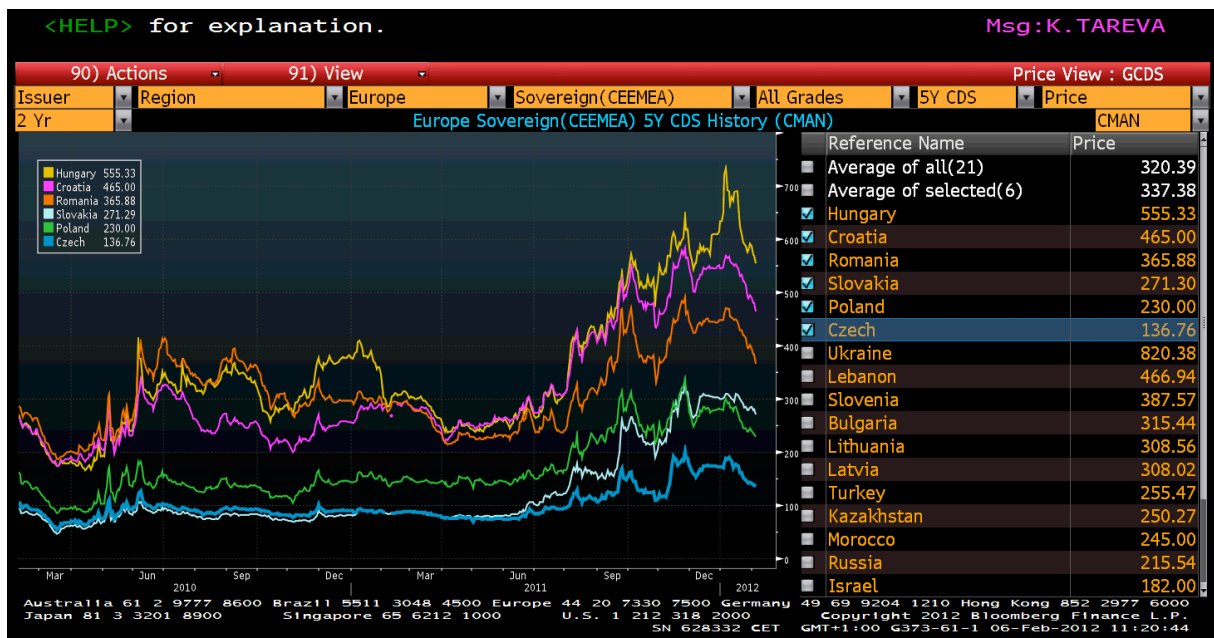
Zdroj: Raiffeisenbank, a.s.

V této souvislosti je opět třeba zmínit hlavně CDS na německé dluhopisy, jejichž cena byla začátkem února na úrovni 0,84%, takže hluboko v bezpečném pásmu. Zde je ovšem třeba zmínit skutečnost, že cena CDS na americké dluhopisy byla v tomto období ještě nižší, a to 0,42%, tedy ve srovnání s cenou německých CDS byla na poloviční úrovni. Přitom až do minulého roku byly obě ceny CDS srovnatelné a dokonce cena německých CDS byla nižší ve srovnání s americkými cenami CDS. V grafu 2 můžeme porovnat ceny německých a amerických CDS v delším časové řadě, a to ve srovnání s cenami italských CDS. Zdá se tedy, že vůči USA platí Německo jako nejsilnější stát Eurozóny určitou negativní premii spojenou s problémy, které Eurozónu trápí v souvislosti s dluhovou krizí.



Zdroj: Raiffeisenbank, a.s.

Stejně zajímavá situace nastane, budeme-li porovnávat ceny CDS pro státy střední a východní Evropy, viz graf 3. Nejlépe vychází z tohoto porovnání Česká republika s cenou 1,37%, což je mimochodem lepší cena než cena CDS u francouzských dluhopisů 1,59%. Přitom cena slovenských CDS byla na začátku února na úrovni 2,71%, čili přibližně dvojnásobná, přičemž v roce minulém byly obě tyto ceny úplně srovnatelné. Tedy i Slovensko platí určitou negativní prémii za členství v Eurozóně, aspoň v porovnání s Českou republikou. Ještě více je to vidět na skutečnosti, že cena rumunských CDS 3,66% je nižší než cena slovinských CDS 3,88%. Historicky vysoko jsou též ceny ukrajinských a maďarských CDS.



Zdroj: Raiffeisenbank, a.s.

Závěr

Jakkoli se můžeme domnívat, že finanční trhy reagují někdy přehnaně, tedy že jsou příliš citlivé na negativní zprávy, přesto musíme konstatovat, že dlouhodobě se nemýlí. Bude tedy velmi zajímavé sledovat další vývoj na trzích dluhopisů i ceny CDS, hlavně ve státech Eurozóny, a to v porovnání s dalšími, ať už evropskými státy či například v porovnání s USA.

<HELP> for explanation. Index WB
Screen saved as H:_XXX\Bond_yields_summary.gif

98) Markets		99) View		World Bond Markets							
Maturity	10 Year	Current Pricing Information						Yield Change			
		Price	Chg	C	Yield	Chg	Time	Source	YTD	6Mon	
1) North/Latin America											
4) UST 2yr	T 0 3/4 02/14	99-29+	- 01		.290	+1	15:16	CBBT	+5	+9	
5) UST 10yr	T 2 02/15/22	100-11	- 05+		1.962	+2	15:17	CBBT	+9	-8	
6) UST 30yr	T 3 3/8 02/42	100-19+	- 12+		3.094	+2	15:17	CBBT	+20	-27	
7) Canada 10yr	CAN3 3/4 06/21	111.005	-100		1.941	+1	15:17	BGN	+1	-32	
8) MX Global 10yr	MEX8 09/24/22	142.500	+3.500		3.212	-32	15:11	BGN	-17	+2	
9) BR Global 9yr	BRAZIL4 7/8 21	113.901	+068		3.071	-1	15:17	BGN	-121	-58	
10) CO Global 10yr	COLOM 8 1/8 24	143.000	+2.750		3.708	-23	15:12	BGN	+37	+3	
2) Europe/Africa/Middle East											
11) UK 10yr	UKT4 03/07/22	116.880	+015		2.118	0	15:17	BGN	+14	-22	
12) France 10yr	FRTR 3 1/4 21	103.465	+240		2.832	-3	15:17	BGN	-29	+17	
13) Germany 10yr	DBR2 01/04/22	101.940	-070		1.782	+1	15:17	BGN	-4	-12	
14) Italy 10yr	BTPS 5 03/22	100.980	+825		4.934	-11	15:17	BGN	-202	-29	
15) Spain 10yr	SPGB 5.85 22	106.130	+415		5.046	-5	15:17	BGN	+5	+9	
16) Sweden 10yr	SGB3 1/2 06/22	115.957	+028		1.778	0	15:16	BGN	+19	-10	
17) Dutch 10yr	NETHER2 3/4 22	100.005	-035		2.250	0	15:17	BGN	+8	-11	
18) Swiss 10yr	SWISS 2 05/22	113.148	-257		.663	+2	15:15	BGN	+5	-30	
3) Asia/Pacific Rim											
19) Japan 10yr	JGB1 03/20/22	100.245	+091		.973	-1	6:59	BGN	0	-3	
20) Australia 10yr	ACGB 5 3/4 21	113.703	+386		3.954	-5	6:39	BGN	+29	-37	
21) N Zealand 10yr	NZGB 6 05/21	114.537	+303		4.085	-4	5:29	BGN	+30	-30	

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 3000 Copyright 2012 Bloomberg Finance L.P.
GMT+1:00 G555-179-0 07-Mar-2012 15:17:53

Zdroj: Raiffeisenbank, a.s.

Použitá literatura:

- [1] Choudhry, M.: *Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitisation*, Second Edition, United Kingdom, John Wiley & Sons Ltd., 2010. ISBN 978-0-470-82413-9
- [2] Jílek, J.: *Finanční a komoditní deriváty v praxi*, Praha, Grada Publishing, 2005. ISBN 80-247-1099-4
- [3] Kolb, R. W., Overdahl, J.A.: *Futures, Options and Swaps*, Fifth Edition, Malden, Blackwell Publishing, 2007. ISBN 978-1-4051-5049-1
- [4] Rejnuš, O.: *Finanční trhy*, 2. rozšířené vydání, Ostrava, Key Publishing, 2010. ISBN 978-80-7418-080-4
- [5] Wystup, U.: *FX Options and Structured Products*, United Kingdom, John Wiley & Sons Ltd., 2006. ISBN 978-0-470-01145-4

Kontakt:

RNDr. Petr Budinský, CSc.

Prorektor pro vzdělávací činnost a vnější vztahy

Katedra bankovníctví, finančního investování a pojišťovnictví

Estonská 500

101 00 Praha 10

petr.budinsky@vsfs.cz