

## **Szórfi Zsolt:**

### **Sokat javult megítélésünk a CDS-árazások alapján**

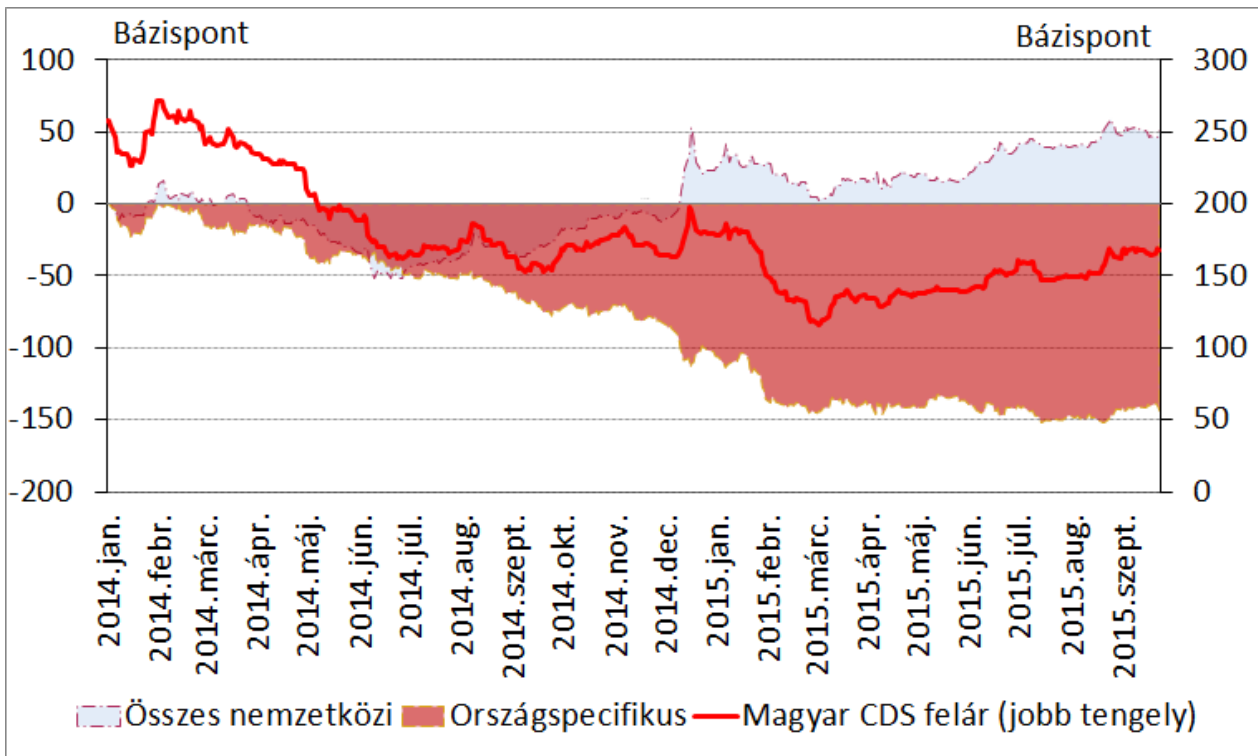
*Míg 2012 elején a rekord magas szinten tartózkodó magyar CDS-felár volt az egyik legmagasabb a feltörekvő univerzumban, mára hitelkockázati felárunk számottevő mértékben, kevesebb mint harmadára csökkent. A külső sérülékenységünk csökkenésével összhangban, az elmúlt másfél év külföldi sokkjaira CDS-felárunk számos feltörekvő országgal szemben visszafogottabban reagált.*

#### **2014 eleje óta a hazai CDS-felár mérséklődés kiemelkedő volt a feltörekvő országok között**

A hitelbiztosítási csereügyletek – ismertebb angol nevükön CDS-ek (CDS = Credit default swap) – egy meghatározott rendszeres díj ellenében nyújtanak biztosítást valamilyen hitelviszonyt megtestesítő értékpapír csődje ellen. Azt a típusát, ahol a kifizetéseket egy szuverén kibocsátó nemfizetési eseményekor teljesítik, szuverén CDS-nek hívják. Így tehát a szuverén CDS-felárak egy adott ország hitelkockázatáról nyújtanak jó képet.

Az elmúlt évek során a hazai CDS-felár a feltörekvő országok között kiemelkedő csökkenést mutatott. 2010 elejéhez mérten közel 75 bázispontot csökkent, míg az elmúlt másfél évben nagyságrendileg 90 bázispontot. Utóbbi, 2014 elejéhez mért csökkenés, mind nominális, mind százalékos mértékben a legnagyobb mérséklődés a befektetési elemzők által leggyakrabban elemzett 15 feltörekvő-piaci ország CDS-felárai között. A hazai felár javulását a lengyel felárhoz mért különbség csökkenő trendje is mutatja, amely az európai szuverén adósságválság során kitágult értékek óta több mint 300 bázisponttal szűkült. A mérséklődésben elsődleges szerepet játszhatott hazánk külső sérülékenységének csökkenése, amelyet a hitelminősítő intézetek is kiemeltek legfrissebb értékeléseik során. Erre mutat, hogy a jegybank által használt dekompozíciós módszertan alapján is elsősorban az országspecifikus faktor járult hozzá a csökkenéshez, míg a nemzetközi faktorok összesítve enyhén növelő hatással voltak felárunkra (1. ábra). Ez azért is kiemelendő, mert korábbi tanulmányok alapján a magyar szuverén CDS alakulása hosszú távon nagyságrendileg 60-70 százalékban volt köthető a nemzetközi komponenshez (Kocsis – Nagy, 2011).

1. ábra Hazai CDS-felár alakulása és összetevői

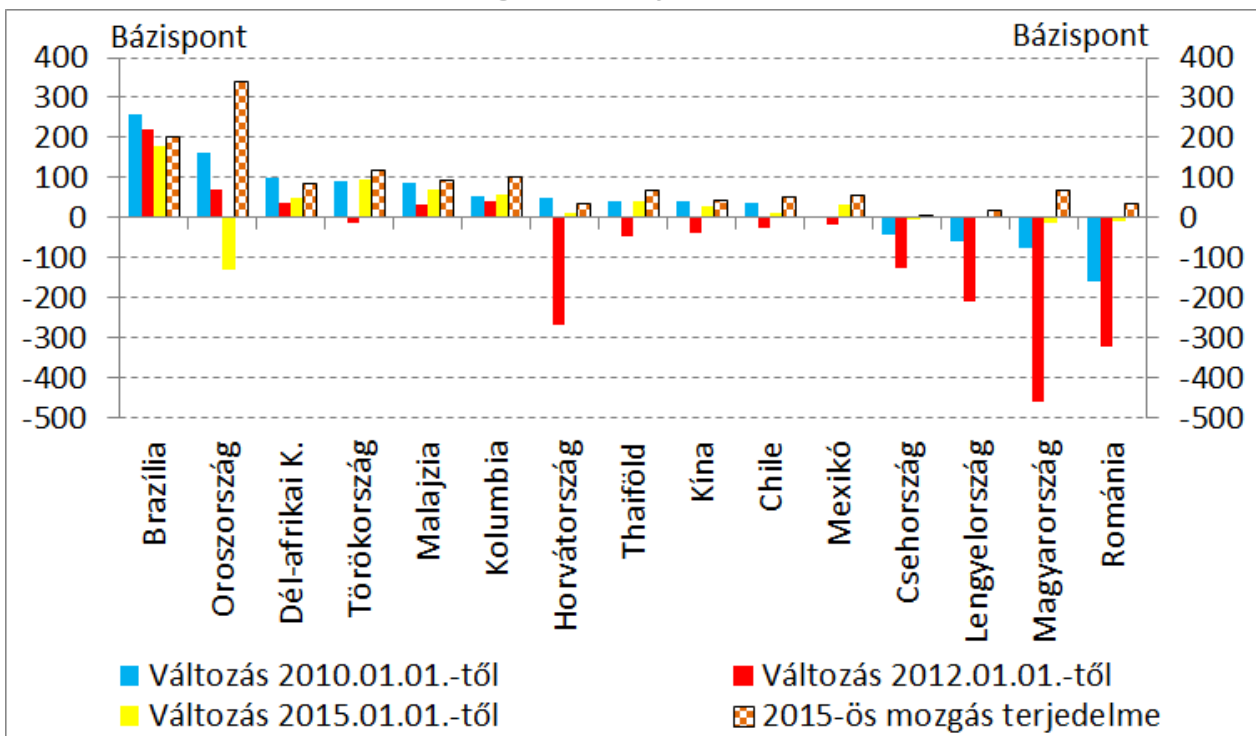


Forrás: MNB

Az idei görög válság elszigeteltségét, a hazai CDS-felár mozgása is tükrözte, hiszen a válság januári kiindulása óta eltelt időszakban a hazai CDS szintje közel 15 bázispontot csökkent, amely a feltörekvő régióban az orosz felárscsökkenés után a második legnagyobb mérséklődés. (A nagymértékű orosz csökkenést azonban a 2014 végi orosz-ukrán válság miatti magas kiinduló szint magyarázza.) A legfrissebb, a kínai növekedéssel kapcsolatos aggodalmak miatt kialakult pénzügyi turbulenciában a magyar felár a feltörekvő CDS-felárok között átlagos mértékben – a közép-kelet európai feláraknál enyhén nagyobb mértékben – növekedett. A hazai felár idei mozgásáról ugyanakkor elmondható, hogy szűk sávban és a feltörekvő univerzum átlagos szintje körül alakult (2. ábra).

Míg tehát korábban a 2008-as pénzügyi válság és a 2011-2012-es eurozóna adósságválság során a magyar CDS-felár erősen megemelkedett; addig az elmúlt időszak gazdaságilag kritikus időszakaiiban kevésbé reagált a sokkokra.

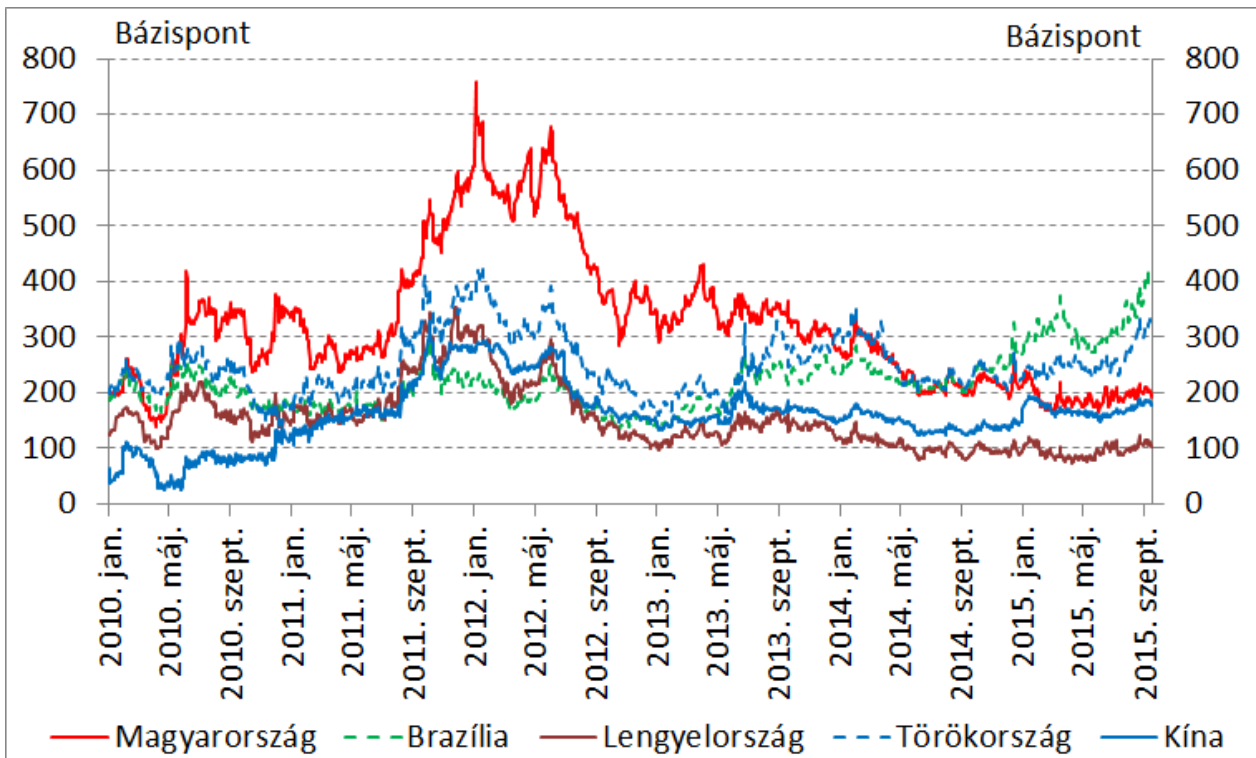
2. ábra Feltörekvő országok CDS-felárainak elmúlt időszaki teljesítménye, illetve idei mozgásának terjedelme



Forrás: Reuters Datastream

A feltörekvő országokhoz mért javulás nem csak a CDS felárakban, hanem az egyes országok devizakötvényeinek a fejlett országokhoz mért felárait vizsgálva is megfigyelhető. Az EMBI Global kötvényindex a feltörekvő országok dollár kötvényeinek az amerikai államkötvényekhez mért felárát mutatja, ahol az egyes országok indexben meghatározott súlya az adott ország dollárban denominált kötvényeinek piaci kapitalizációja alapján számolódik. Míg a magyar alindex 2011 vége és 2012 eleje között jelentősen elszakadt a feltörekvő országoktól, addig mára a feltörekvő országok középmezőnyének megfelelő szintű hitelkockázatot mutat (3. ábra).

3. ábra Feltörekvő-piaci országok EMBI Global alindexének alakulása



Forrás: Reuters Datastream

#### A feltörekvő-piaci országokon belül a régiós CDS-felárak egyre inkább ellenállóvá váltak

A vizsgált feltörekvő-piaci országok CDS-felárai közül a latin-amerikai, illetve ázsiai országoknál a felárak emelkedtek; míg a közép-kelet európai régióban jellemzően jelentős felárscsökkenés ment végbe a 2010 eleje óta megfigyelt időszakon.

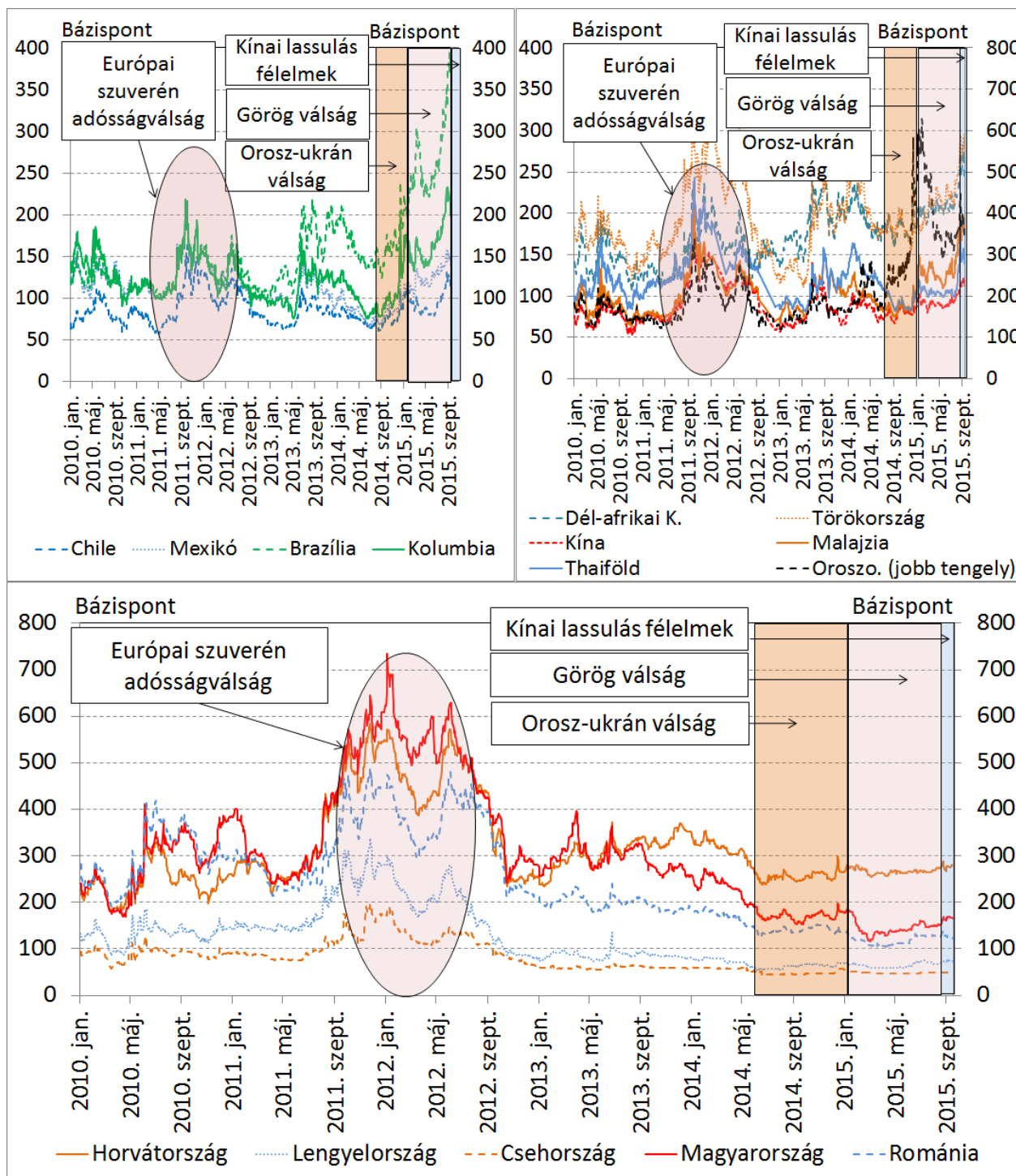
E feltörekvő-piaci CDS-felárak nagyságrendileg a 100-200 bázispontos tartományban tartózkodtak 2010 elején, amelyből az eurozóna szuverén adósságválság hatására eltérő mértékben emelkedtek meg. A legerősebben a közép-kelet európai régiót érintette a gazdasági kapcsolatok miatt, míg az ázsiai térség kevésbé, a latin-amerikai pedig a legkevésbé volt érintett ekkor, bár a felárak minden régióban emelkedtek (4. ábra).

A 2014 második felében felerősödő orosz-ukrán konfliktus jelentős emelkedést okozott az orosz CDS-felárban; és a geopolitikai kapcsolatok miatt a közép-kelet európai régió felárai is hirtelen megugrottak, amely azonban csak átmenetinek bizonyult. A latin-amerikai országoknál ezzel egy időben növekedtek a felárak, amelyben a 2014 második negyedéves gyenge gazdasági teljesítmény, valamint a csökkenő olajárak is szerepet játszhattak. Az időben következő, 2015 eleji görög válság viszont már nem okozott romlást a régiós felárakban (ahogy az eurozóna perifériánál sem), ami a görög probléma elszigeteltségéről tanúskodik.

A legfrissebb időszakot tekintve, a kínai növekedés lassulásával kapcsolatos befektetői félelmek miatt emelkedtek meg a feltörekvő piacokon a CDS-felárak. Ez ugyanakkor legnagyobb mértékben Kína kereskedelmi partnereinek CDS-felárait érintette, valamint a latin-amerikai országokat a

tovább csökkenő nyersanyagárak miatt. A közép-kelet európai régió ezzel szemben sokkal ellenállóbb volt, és csak kismértékben növekedtek meg a hitelkockázatot mérő felárak.

4. ábra Feltörekvő piaci CDS-felárak alakulása



Forrás: Reuters Datastream

Össességében tehát az elmúlt öt és fél évben a feltörekvő országok közül a közép-kelet európai régióban csökkentek leglátványosabban a CDS-felárak, míg a többi régióban inkább emelkedtek.

A feltörekvő univerzumban kiemelkedő volt Magyarország felárcsökkenése, amely az elmúlt bő másfél évben a fent vizsgált feltörekvő országok között a legnagyobb volt.

*„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2015. október 20-án.”*