

КРИЗИСНИ ИЗМЕРИТЕЛИ НА РИСКА - ПАЗАРНИ ОЦЕНКИ
СРЕЩУ ПАРИЧНИ ОЧАКВАНИЯ

CRISIS MEASURES OF RISK - MARKET ASSESSMENTS
VERSUS MONEY EXPECTATIONS

Мария Паскалева
Mariya Paskaleva

Abstract: *The purpose of this paper is to explore the informational value of credit default swaps and the extent to which they may be linked to the European Debt Crisis and Economic Sentiment Indicators. The debate about the usefulness of credit default swaps intensified with the outbreak of sovereign debt stress in the euro area. CDS can be used to protect investors against losses on sovereign debt arising from so-called credit event such as default. CDS have become important tools in the management of credit risk, and the premiums paid for the protection offered by CDS are commonly used as market indicators of credit risk. Although CDS that reference sovereign credits are only a small part of the sovereign debt market, their importance has been growing rapidly since 2008, especially in advanced economies. It is made a comparison between the dynamics of 5- years CDS and Economic Sentiment Indicators in order to unveil which one of them is better predictor of financial crisis. This study examines data on CDS Spreads and Economic Sentiment Indicators for 28 European countries- members of European Union and the Euro area for the period 2007- 2015.*

Key words: *credit risk, credit default swaps, financial derivative instruments, CDS spreads, the European Debt Crisis, Economic Sentiment Indicators*

ВЪВЕДЕНИЕ

Финансовите кризи се предхождат от периоди, характерни с избягване на риск от страна на инвеститорите. Coudert and Gex¹ тестват възможността дали основните индекси за измерване на риска са в състояние да предскажат настъпването на криза. Смятат, че „апетита към риск“ намалява стремглаво преди криза. Все пак не пропускат и да отбележат, че е възможна и обратната реакция. Кризата може да

¹ Coudert, V., G. Mathieu. 2006. Can risk aversion indicators anticipate financial crises, Banque de France, in: Financial Stability Review, p. 9

последва период на силен „апетит към риск“, през който инвеститорите са прекалено оптимистични и по този начин създават „спекулативни балони“ при цените на рисковите активи. Скорошната ипотечна криза, стартирала с колапса на Bear Stearns, е пример за такава реакция.

С настъпването на финансовата криза през 2007 г. (наричана още Голямата Рецесия) все повече се заговори за кредит дифолтни суапи (Credit Default Swaps). Тема за анализи бяха и въпросите свързани с това до колко те представляват адекватен измерител на риска, тяхната способност да „предвиждат“ настъпването на криза и период на финансова дестабилизация или влиянието им върху поведението на инвеститорите. Настоящата статия има за цел да разкрие дали съществува взаимовръзка между суаповете за дългово неизпълнение и Economic Sentiment Indicators, за да се определи доколко риска от настъпване на фалит би повлиял поведението на инвеститорите, потребителите, търговията, бизнес сектора и индустрията и доколко флуктоациите на двете променливи могат да предскажат възникването, приближаването на финансова криза. Във връзка с това са поставени следните задачи: проследяване динамиката на развитие на 5-годишни CDS спредове на двадесет и осем европейски държави преди и по време на кризата; изследване промените в стойностните нива на Economic Sentiment Indicators на същите страни преди и по време на дълговата криза; сравнителен анализ между темповете на изменение на двете променливи.

АНАЛИЗ И ОБСЪЖДАНЕ

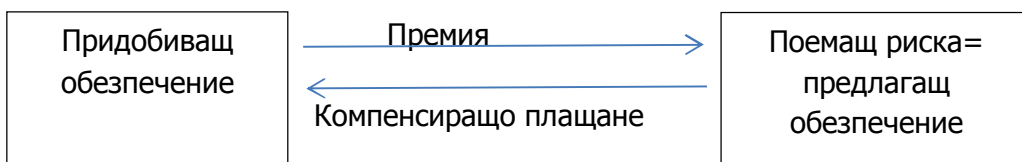
Кредитните деривати са инструменти, които способстват за управлението на кредитни рискове. Кредитният риск е налице когато възникне риск от неизплащане на лихви по заем, главница или друг вид задължение. За да се предпази от ситуация, в която да възникне кредитен риск, инвеститора или заемодателя могат да поискат обезпечение, да управляват активно експозицията си към кредитен риск като използват финансови деривати. Основните видове кредитни деривати включват суапите за кредитно неизпълнение (CDS- credit default swaps).

CDS е сроден договор (вж. фиг. 1), при който купувачът на CDS в замяна на извършване на периодични плащания към продавача на защитата покрива загуби, възникнали вследствие на кредитно събитие по подлежащия актив – конкретно задължение на емитент. Като такива

най-често се използват корпоративни облигации, облигации на финансови институции (обикновено големи по размер банки) и държавни ценни книжа. Поради това и пазара на CDS е разделен на тези три основни сегмента. Подлежащи активи могат да бъдат и търговски вземания, конвертируеми ценни книжа и кредитни експозиции по други деривати. CDS са срочни договори, обикновено с матуритет от 1 до 10 г., като най-разпространения сегмент е 5 г. матуритет.

CDS предоставят защита само при настъпване на предварително договорено кредитно събитие. Търговската практика е наложила унифициране (стандартизиране) на тези кредитни събития, като те могат да бъдат фалит (неплатежоспособност или невъзможност за изплащане на задълженията от емитента), неизпълнение по изплащането на главницата или лихвените плащания по конкретното задължение, реструктуриране на дълга (промяна в първоначално договорените срокове и условия по дълга), рефинансиране на дълга (погасяването му не в парична форма, а под формата на ново задължение) и политически риск (отчита се само при държавните дългове).

Фигура 1. Суап за дългово неизпълнение (Credit Default Swap)



Източник: International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA). Product description: Credit default swaps", March 26, 2010

Платената премия (цена за покупката на CDS) се нарича CDS спред (CDS Spread). CDS спредът зависи от вероятността за настъпване на кредитно събитие и процентът от задължението, който се очаква да бъде възстановен от емитента при този случай.

$$\text{CDS spread} = \text{Pd} * (1 - \text{Rr})^2,$$

където: Pd * (probability of default) е вероятността от настъпване на фалит;

Rr (recovery rate) – процент на възстановяване.

$$\text{P} = \text{N} * \text{CDS spread},$$

където: P (premium) е премията по CDS

N (nominal value) - номиналната стойност на CDS.

CDS спредът се котира в базисни точки и се определя на годишна база, но се заплаща периодично /за корпоративни дългове на тримесечие, а за държавни дългове – месечно/.

Активиране на CDS при настъпване на кредитно събитие

При настъпване на кредитно събитие през периода на договора активирането на CDS може да стане по два начина: чрез физическа доставка на референтния актив или чрез паричен сетълмент. Физическата доставка на подлежащия актив изисква той да бъде доставен на издателя на CDS в рамките на 30 дни от настъпване на кредитното събитие. Купувачът на защитата получава номиналната стойност на CDS -10 000 000 евро. При паричния сетълмент купувачът на защитата получава разликата между номиналната стойност на CDS и реално възстановената стойност от емитента по облигациите. Паричният сетълмент обикновено се извършва в рамките на 5 дни от настъпване на кредитното събитие. Условието по сетълмента стриктно се дефинират в дериватния контракт.

$$\text{Payoff} = \text{Ncds} * (\text{Nb} - \text{MVb}) / 100^3,$$

където: Payoff е паричната компенсация при настъпване на кредитно събитие;

Ncds – номиналната стойност на CDS;

² Deutsche Bank Research-Sovereign default probabilities online - Extracting implied default probabilities from CDS spreads, p. 5

³ Deutsche Bank Research-Sovereign default probabilities online - Extracting implied default probabilities from CDS spreads, p. 6

Nb – номинална стойност на референтния актив;
MVb – пазарна стойност на референтния актив.

Междувременно обаче, ако продавачът на защитата банка В не може да изпълни задължението си, то банка А е изложена на кредитен риск към банка В. Затова когато CDS бъдат сключени на двустранна основа, т.е. представляват OTC деривати се заменя кредитен риск на емитентът на задължението (референтния актив) с кредитния риск на насрещната страна на дериватния контракт – издателя на CDS.

Динамика на 5-годишни CDS спредове преди и по време на Европейската дългова криза

През последното десетилетие много икономики бяха белязани от тежка финансова криза, определена от редица икономисти като Голямата рецесия. Фонтана и Шайхер твърдят, че CDS spreads имат водеща роля в икономики с висок кредитен риск⁴. Европа бе изправена пред значителни икономически трудности, CDS и тяхната динамика се превърнаха в една от най-актуалните теми за този период. Продължаващата и към настоящия момент дългова криза може да бъде разделена и анализирана на три етапа:

- Първи етап - разделен на два периода. Първият период бележи начало с колапса на Bear Stearns Hedge Funds през 2007 г. Характерен е с ребалансиране портфейлите на инвеститорите с по-ниско рискови ценни книжа⁵. Вторият етап започва с фалита на Lehman Brothers през септември 2008 г. Тук вече се регистрира спад в доверието на инвеститорите. За първия етап е характерно явлението „financial fragility”. То доведе до сериозни последици за финансовите пазари на европейските държави.
- Втори етап - *“fiscal stabilization”* - бележи своето начало през април 2009 г. Съобщението за отпускане на спасителни финансови пакети за конкретни държави, ефективно намалява нестабилността, както на валутите, така и на финансовите

⁴ Fontana, A., Scheicher, M. 2010. An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and their Relation with Government Bonds, Working Paper Series 1271, European Central Bank

⁵ Beber, A., Brandt, M. and Kavajecz, K. 2009. Flight-to-quality or flight-to-liquidity? evidence from the euro-area bond market. Review of Financial Studies, pp. 925–957

пазари. Въпреки това от ноември 2009 г. спредовете отново започват да повишават своите стойности и връзката им с Европейската дългова криза става все по-силна и очевидна.

- Трети етап - характеризира се с терминът "*sovereign default risk*", които става ключов фактор за развитието и стабилността на европейските финансови пазари. Повишаване размера на CDS спредове (spreads) – на някои държави се дължи именно на повишен суверенен дифолт риск (*sovereign default risk*), който пък от своя страна е породен от спил-оувър ефекти (*spill-over-effects* - случаят на държавите - Гърция, Португалия, Италия, Испания). Изследователски доклад за Конгреса на САЩ, завършен през 2012 г., обяснява, че „Сегашната криза в еврозоната се развива още през 2009 г., когато новото гръцко правителство разкрива, че предишните такива не са съобщавали цялата информация около бюджетния дефицит. Кризата впоследствие достига до Ирландия и Португалия, като същевременно се появяват опасения за Италия, Испания и европейската банкова система и за по-фундаментални дисбаланси в рамките на еврозоната”⁶. Преди кризата търговията на кредитните пазари се концентрира главно върху инструменти от частния сектор - CDS върху корпоративния дълг.

На фигура 2 е представена динамиката на развитие на Sovereign CDS spreads на единадесет европейски държави през трите фази на кризата. Тъй като Европа изпада в рецесия през 2009 г., проблемът, тръгнал от банките, започва да засяга правителствата все повече и повече, защото пазарите се безпокоят, че някои държави не могат да си позволят да спасяват изпадналите в затруднение банки. Инвеститорите започват по-внимателно да следят състоянието на публичните финанси⁷.

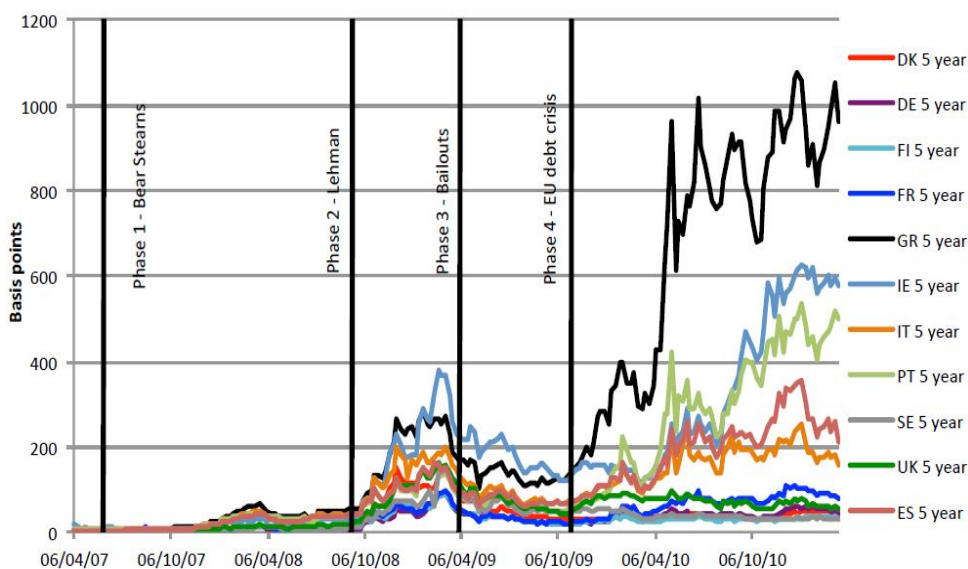
Периодът между фалита на Bear Stearns Hedge Funds и Lehman Brothers се характеризира с известно повишаване стойностите на CDS spreads. През последващите два етапа се наблюдават сходни увеличения и спадове в размера на кредитите за дългово неизпълнение за всички единадесет наблюдавани държави. Единствено CDS spreads

⁶ Nelson, M., R., Belkin, P. 2012. The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress

⁷ http://ec.europa.eu/economy_finance

на Гърция, започват да се открояват от останалите страни, за да достигнат стойности от 394 bp⁸ през края на 2008 г. и началото на 2009 г. Все по-силно започва да става разграничаването между CDS спредовете на отделните страни при навлизането във фазата, в която се заговаря за Европейска дългова криза.

Фигура 2. Динамика на 5 year weekly CDS spreads на единадесет държави за периода 2007- 2010 г.



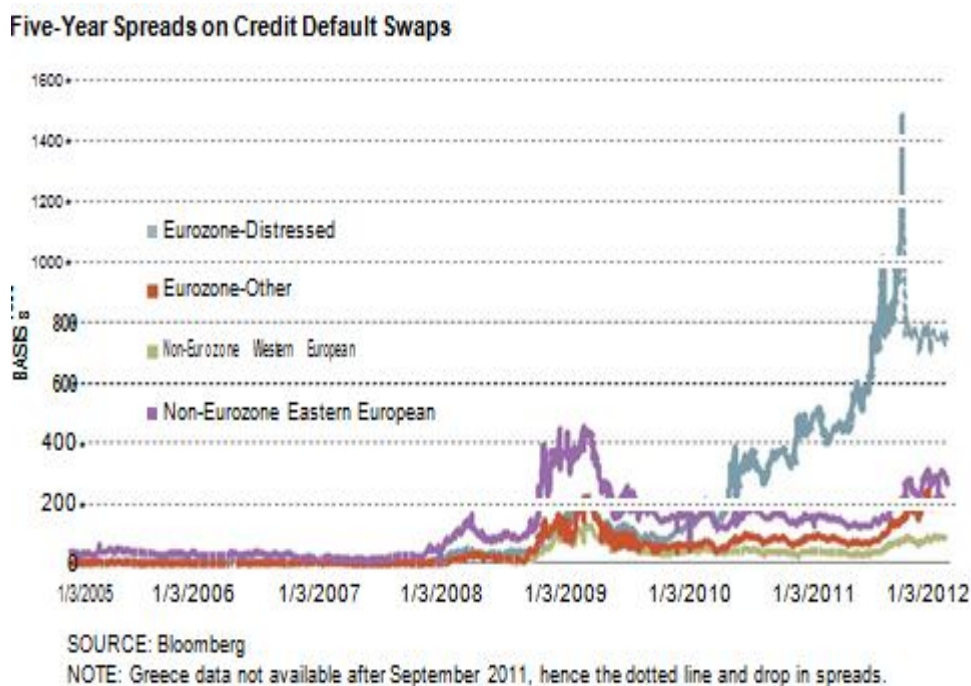
Source: Bloomberg. Five year weekly CDS

Източник: Bloomberg

CDS спредовете са важен показател за предвиждане и оценяване риска от фалит (default risk). Тази тяхна функция предоставя полезна информация за това как финансовите пазари възприемат риска от неизпълнение на държавния дълг. За да разкрием и анализираме това явление, изследваме промените в спредовете на CDS на европейски държави през последните години. Фигура 3 илюстрира динамиката на 5 – годишни CDS спредове в Европа за периода 2005 - 2012 г.

⁸ Basis points - базисни пункта

Фигура 3. Средни месечни стойности на 5-годишни CDS спредове



Източник: Bloomberg

Разгледаните държави са разделени на следните четири групи (вж. табл. 1):

1. Distressed countries - „проблемни държави“⁹ в Еврозоната;
2. Други държави, част от Еврозоната;
3. Западно - европейски държави, които не използват евро за тяхна официална валута;
4. Източно - европейски държави, които не използват евро за тяхна официална валута.

⁹ Към списъка на „проблемни държави“ са включени такива с висок показател на дългова задлъжнялост.

Таблица 1. Списък на държавите, включени в четирите анализирани групи

Non- Eurozone Western European countries:	Non- Eurozone Eastern European countries	Eurozone Distressed	Eurozone - other
UK	Bulgaria	Portugal	Austria
Sweden	Poland	Ireland	Belgium
Norway	Hungary	Italy	Estonia
Denmark	Latvia	Greece	Finland
	Romania	Spain	France
	Czech Republic	Cyprus	Germany
	Croatia		Malta
	Lithuania		Slovenia
			Slovak Republic
			Netherlands

Преди старта на кризата се наблюдават ниски стойности на CDS спредовете на референтните държави. Това разкрива очакванията на инвеститорите, свързани с вероятността съответните държави да изпаднат в неплатежоспособност по техните дългове.

Началото на кризата през 2008 г. повишава стойностите на CDS спредовете за всички включени в извадката групи страни, особено за тези в Източна Европа. Ключово за този етап е общата характеристика на държавите от Източна Европа, а именно, че разчитат основно на чуждестранни капиталови потоци за да обслужват своите дългове. В действителност много от страните в списъка са поискали спешни заеми от Международния валутен фонд¹⁰. След стартирането на кризата е ясно, че инвеститорите ще бъдат по-предпазливи по отношение на страните в затруднено положение от еврозоната. Техните CDS спредове продължават да нарастват достигайки по-високи стойности всяко тримесечие. Независимо от факта, че първоначално размера на CDS спредовете на тази група държави е по-нисък от този на държавите от Източна Европа с развитие на кризата и ефектите от нея се стига до следния резултат: CDS спредовете на *distressed Eurozone countries*

¹⁰ Oakley, David. 2008. CDS Report: European Credit Default Swaps Hit Record Wides. Financial Times Alphaville (blog), Oct. 23

значително надвишават по размер тези на държавите от Източна Европа.

Динамиката на CDS спредовете на държавите от Евророната и тези на страните от Западна Европа е сходна. Характеризира се с ниски нива в предкризисния период, отчита се завишение за периода 2008-2009 г., но след това стойностите намаляват. Поради тази причина съответната група страни се считат за държави със стабилни икономики и финансови пазари.

Въз основа данните за CDS спредовете изобразени графично на фигура 1 и фигура 2 виждаме сходни изменения в кредитите за дългово неизпълнение на Гърция, Ирландия, Португалия и Испания. Основната причина поради, която риска от суверенен дифолт (sovereign defaults) може да доведе до негативни последици върху финансовия сектор се дължи на разпръскващите се spill-over effects¹¹.

Economic Sentiment Indicators - същност и динамика за периода 2007-2015 г.

Economic Sentiment Indicators е комплексен показател, съставен от пет секторни индикатора с различни тегла. Публикува се последният работен ден на календарния месец и отразява пълната информацията за същия. Информация за неговите стойности, както и за размера индикаторите на доверие могат да открият в доклади на Европейската Комисия. Стойностите на Sentiment Indicators разкриват важна индикация как се развива бизнес средата, социалната среда и икономическите настроения на инвеститорите.

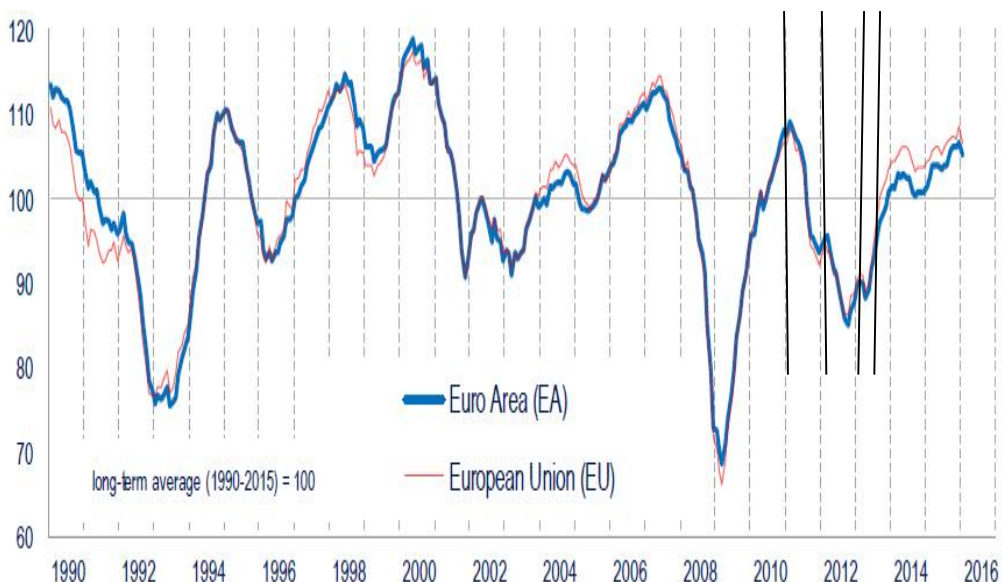
- Индустириален Конфидънс Индикатор (Industrial confidence indicator) - 40%;
- Конфидънс Индикатор в сферата на услугите (Services confidence indicator) - 30%;
- Потребителски Конфидънс Индикатор (Consumer confidence indicator) - 20%;
- Конфидънс Индикатор в сферата на строителството (Construction confidence indicator) - 5%;
- Бизнес (тъговски) Конфидънс Индикатор (Retail trade confidence indicator) -5%.

¹¹ Akdogu, S. 2012. CDS, bond spread and sovereign debt crisis in peripheral EU, Szeged: University of Szeged, pp. 126-133

Посочените тегла се определят в зависимост от два критерия: 1) представителност на въпросния сектор и 2) съпоставяне на неговото представяне в сравнение с референтната променлива, която всъщност е ръст на БВП.

Стойностите на Economic Sentiment Indicators се получават чрез проучване и събиране оценките на икономическите агенти за настоящата икономическа ситуация и техните очаквания за бъдещо развитие. Поради тази причина твърдим, че този комплексен показател играе важна роля при прогнозиране настъпването на евентуални бъдещи финансови кризи и дестабилизационни процеси. Това е едно от основните му предимства, а именно тяхната способност „правилно“ да показват бъдещото икономическо развитие. Тъй като стойностите на индикатора за доверие се публикуват всеки месец, а размерът на БВП на съответна държава на всяко тримесечие, най- често ползвателите на ESI стават инвеститорите.

Фигура 4. Динамика на ESI на държавите от Еврорезоната и Европейския съюз за периода 1991- 2016 г.



Източник: European Commission Services

Хоризонталните линии съответстват на отделните фази на финансовата криза, както следва:

1. Bear Stearns Hedge Funds collapse;
2. Lehman Brothers фалит;
3. Отпускане на спасителни финансови пакети към отделни държави;
4. Европейска дългова криза.

Фигура 4 разкрива динамиката на ESI по време на четирите фази на развитие на кризата. Първата фаза, започнала през 2007 г., се характеризира със стартиране на спад в техните стойности. Декември 2007 г. продължават да намаляват и достигат до 107,1 и 104,7 точки (points) съответно за държавите от Европейския съюз и Евророната. Независимо, че отчитаме такива промени в равнището им на развитие, те запазват нива над установения long-term average=100.

Декември 2008 г. стойностите на ESI намаляват значително, както в държавите-членки на Европейския съюз, така и тези, които са част от Евророната. Най-резкият спад, който се отчита през 2008 г. е през месец октомври и се задълбочава през следващите няколко месеца за да достигне критични стойности от порядъка на 60,3 (ESI за ЕС) и 64,4 (ESI за Евророната) през март 2009 г. Следващата година (2010 г.) се характеризира с възстановяване стойностите на ESI до нивата им от предкризисния период (EU - 106,1; EA - 106,2). За периода 2011- 2012 г. се наблюдава отрицателна динамика в стойностите на индикатора и за двете групи от държави. Това се дължи на намаляване в стойностите на *Services confidence indicator*, *Consumer confidence indicator* и *Industrial confidence indicator*. Икономистите свързват този спад с чувство на страх у потребителите, домакинствата, увеличаваща се безработица и песимистични настроения от страна на инвеститорите. Периодът 2013-2015 г. се свързва със стабилни нива на Economic Sentiment Indicators (вж. табл. 2). През септември месец 2013 г. за първи път от юли 2011 г. стойностите на ESI надвишават long-term average=100.

Таблица 2. Динамика на Economic Sentiment Indicators за държавите-членки на Европейски съюз и Евророна

Година	Economic Sentiment Indicators– euro area	Economic Sentiment Indicators– European Union	Темп на растеж	
			ESI-EA (%)	ESI-EU (%)
Декември 2007	104,7	107,1	-	-
Декември 2008	67,1	63,5	36	- 40
Декември 2009	91,3	92,2	36	45
Декември 2010	106,2	106,1	16	15
Декември 2011	93,3	92,0	- 12	-13
Декември 2012	87,0	88,4	6,75	- 4
Декември 2013	100,0	103,5	15	17
Декември 2014	100,7	104,2	0,7	0,7
Декември 2015	106,8	108,9	6	4,5
Януари 2016	105,0	106,7	-1,7	-2

Източник: Собствено проучване, направено на база доклади на European Commission Services, <http://europa.eu>

С помощта на данните, публикувани в месечни доклади на European Commission Services са изчислени темповете на растеж на Economic Sentiment Indicators. Необходимо е да се отбележи, че темповете на растеж са изчислени по следната формула:

$$Gt = ((Xt / X_{t-1}) - 1) * 100,$$

където: Gt е темп на растеж за период t;

Xt - цифровата величината на изследваната променлива в лаг t;

Xt-1 - цифровата величината на изследваната за предходен времеви лаг.

Отново се забелязва намаляване на стойностите им с 36 % за държави - членки на ЕС и съответно с 40 % за държави - членки на еврозоната в периода на стартиране на финансовата криза. Значението на наличието на доверие в икономиката се демонстрира чрез финансовата криза и кризата на дълга в еврозоната. И двете се характеризират с общ климат на изключително ниско доверие.

Забрана на търгуване с необезпечени държавни CDS

От 1.11.2012 г. в ЕС е в сила постоянна забрана за търгуване с необезпечените държавните CDS¹², забрана за търговия на CDS върху държавни облигации на страни от ЕС, когато не съществува позиция в подлежащ актив /конкретната държавна облигация/ или с деривата не се прави застраховка на друг притежаван актив, които е високо колериран с държавната ценна книга. Мярката се разглежда по-скоро като реакция от наблюдаваните широки CDS спредовете и висока им волатилност¹³ в резултат от облог за бъдещо понижаване в цените на държавни дългове, и по-специално на страни в затруднено положение по време на дълговата криза еврозоната като Португалия, Ирландия, Италия, Испания и Гърция. Основният аргумент е, че нарастването на CDS спредът води до нарастване на доходността по държавните книжа и влияе негативно на разходите на финансиране на тези страни.

Мярката има нееднозначни и противоречиви реакции. Подкрепящите мярката подчертават, че тя ще доведе до използването на CDS по предназначение, за което са създадени /кредитна застраховка по притежавани позиции/. Те няма да създават риск пред нормалното функциониране на пазарите на държавни дългове, тъй като няма да "ускоряват" спадането на цените при стрес на пазарите.

Основните ѝ противници смятат, че пазарите на CDS не са движещ фактор на пазарите на държавни дългове. В защита на тази теза се посочват технически причини. Търговията с държавни CDS не може да повлияе на търговията на пазарите на държавни дългове, поради незначителния си обем¹⁴.

Пазарите на CDS основно са OTC пазари, базирани на двустранни транзакции между сравнително малък брой участници – главно дилъри /големи финансови институции/ или между дилърите и техните институционални клиенти. Броят на сделките е ограничен,

¹² Регламент (EU) No 236/2012 за късите продажби и някои аспекти на суаповете за кредитно неизпълнение

¹³ Под понятието променливост в това изследване разбираме отклонението от очакването при реализацията на възвращаемостта, известно на английски като – volatility.

¹⁴ Helwege, J., S. Maurer, Asani Sarkar, Y. Wang. Credit Default Swap Auctions.

обемите на отделните сделки – големи, ликвидността на пазара ниска. Цените на CDS зависят от специфичната ситуация на задлъжнялост на страната - емитент. Пазарите на държавни дългове са много по-ликвидни и в по-голям обем. Например през 2010 г. нетната стойност на CDS-те на Гърция в обръщение е \$ 9млрд., доколкото държавният дълг в обръщение възлиза на стойност \$400 млрд.¹⁵.

В същото време следва да се отчете и факта, че в условията на дългова криза или пазарни сътресения движенията в CDS могат да доведат до допълнително нарастване на волатилността на актива.

Приложената крайна мярка поставя редица въпроси какъв ще бъде ефекта от ограничението върху пазарите на CDS и на държавни дългове. Половин година след прилагане на регламента данните показват спад на пазара на държавни CDS в еврозоната и понижаване на ликвидността на пазара и на цените. Тези данни обаче не свидетелстват ясно за ефективността от забраната. Ефекта от нея е невъзможно да бъде оценен според масовите интервенции от страна на ЕЦБ и другите мерки, предприети с цел справяне с дълговата криза в еврозоната. Но можем да заключим, че в резултат от нея инвеститорите се насочват към търсене на алтернативни начини за извършване на къси продажби. Рестрикцията има ограничен ефект, тъй като засяга само CDS пазара, но позволява извършването на условни /конвенционални/ къси продажби или продажба на късо на фючърси върху облигации. Забраната може да се разгледа и като мярка с краткосрочен ефект, която само по себе си не може да реши фискалните и финансовите проблеми, както и проблемите с прекомерната задлъжнялост на страни от ЕС.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В хода на анализа и въз основа на статистическите данни за кредитите за дългово неизпълнение и Economic Sentiment Indicators на държави - членки на Европейския съюз и Еврозоната могат да се направят следните изводи:

1. През различните етапи от кризата двата показателя проявяват различно поведение. В първоначалния етап между колапсите на

¹⁵ Wonder, Gr. 2010. The Imminent Crisis: Greek Debt and the Collapse of the European Monetary Union

Bear Stearns Hedge Funds и Lehman Brothers суапите за дългово неизпълнение запазват стабилни стойности от порядъка под 200 базисни пункта. Не така обаче реагират ESI- те регистрират спад в своите стойности, за да достигнат своя минимум през март 2009 г. Когато настроенията и недоверието на инвеститори, потребители и бизнес сферата са достигнали своята критична точка, суапите за дългово неизпълнение започват да намаляват своите стойности и март месец 2009 година CDS spread на Гърция регистрира стойност- 219 базисни пункта¹⁶. Развитието на финансовата криза в европейска дългова криза провокира стремглаво увеличение в нивата и значението на кредит дифолт суапи (credit default swaps). Тук отново регистрираме различно поведение на двата индикатора. Това е етапът, в който стойностите на ESI вече са стабилни и надвишават 100 пункта (long-term average=100).

2. Значителното несъответствие между поведението на двете променливи отразява динамиката на финансовите пазари и икономическата действителност с различни темпове. Независимо от разнородното поведение, сентимент индикаторите (sentiment indicators) първи регистрират „нервността“ и нестабилността на икономическата среда. Суаповете за дългово неизпълнение отчитат тези промени последващо ESI. Доверието на потребителите, търсенето и предлагането, отразени в Economic Sentiment Indicator не са съизмеримо отразени в размера на CDS спредовете на изследваните държави. Увеличаване размера на CDS спредовете не се отразява на настроенията и доверието на икономическите агент в наблюдаваните държави. Дори можем да заключим ,че в определени фази от финансовата криза¹⁷, взаимовръзката между тях е обратнопропорционална, но за да се установи посоката и размерът на влияние, както и това коя от двете променливи е по- добър измерител на риска, е необходимо да бъдат извършени последващи изследвания.
3. Изследваният период се характеризира с това, че се създават възможности за спекулативни манипулации за

¹⁶ Източник на информация Datastream

¹⁷ Фаза 3-преминаване от финансова в криза на външния дълг.

самоосъществяващи се „пророчества“ относно настъпването на финансови кризи и дестабилизационни процеси, поради което Европейския съюз налага забрана на търгуване с необезпечени държавни CDS. Целта на тази мярка е смекчаване негативните последици от тези манипулации.

ЛИТЕРАТУРА

Регламент (EU) No 236/2012 за късите продажби и някои аспекти на суаповете за кредитно неизпълнение

Akdogu, S. 2012. CDS, bond spread and sovereign debt crisis in peripheral EU, Szeged: University of Szeged

Beber, A., M. Brandt, K. Kavajecz. 2009. Flight-to-quality or flight-to-liquidity-evidence from the euro-area bond market. Review of Financial Studies

Coudert, V., M. Gex. 2006. Can risk aversion indicators anticipate financial crises, Banque de France, in: Financial Stability Review, 9

Deutsche Bank Research - Sovereign default probabilities online - Extracting implied default probabilities from CDS spreads

Deutsche Bank Research - Sovereign default probabilities online - Extracting implied default probabilities from CDS spreads

Fontana, A., Scheicher, M. 2010. An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and their Relation with Government Bonds, Working Paper Series 1271, European Central Bank

Helwege, J., S. Maurer, A. Sarkar, Y. Wang. Credit Default Swap Auctions

International Swaps and Derivatives Association, (ISDA). 2010. Product description: Credit default swaps, March 26

Oakley, D. 2008. CDS Report: European Credit Default Swaps Hit Record Wides. Financial Times Alphaville (blog), Oct. 23

Wonder, Gr. 2010. The Imminent Crisis: Greek Debt and the Collapse of the European Monetary Union

http://ec.europa.eu/economy_finance

[datastream/en/products/tools-applications/trading-investment-tools/datastream-macroeconomic-analysis.html](http://ec.europa.eu/economy_finance/datastream/en/products/tools-applications/trading-investment-tools/datastream-macroeconomic-analysis.html)

<http://europa.eu/>