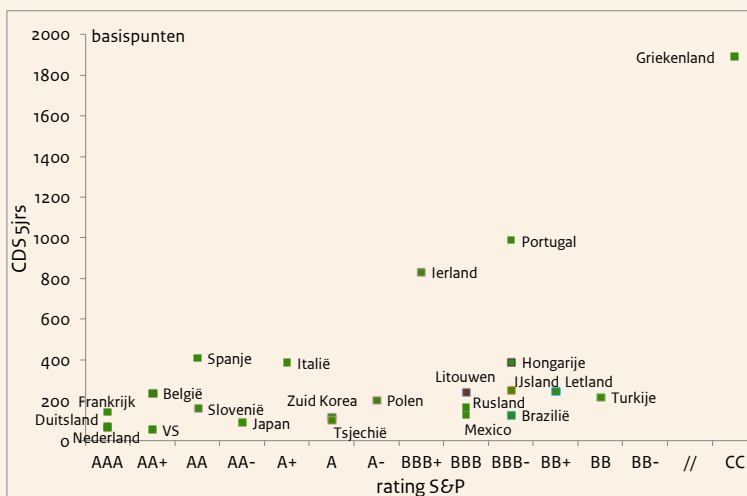


Credit Default Swaps

Voordat de financiële crisis uitbrak wisten weinig mensen van het bestaan van *Credit Default Swaps* (CDS). Nu zijn ze niet meer uit het financiële nieuws weg te denken. Een CDS is een manier om kredietrisico's van een obligatie voor een bepaalde periode te verzekeren: de geldgever (de koper van de obligatie) verzekert zich tegen het risico dat de ontvanger van zijn geld (de verkoper van de obligatie) de lening straks niet (volledig) kan terugbetalen. De verzekeringnemer betaalt een verzekeringspremie (de *spread*) aan de verzekeraar. Als verzekeraar treden vaak banken en beleggingsfondsen op. De verzekeringnemer wisselt het kredietrisico in tegen het risico dat de verzekeraar straks onvoldoende middelen heeft wanneer deze moet overgaan tot uitbetaling van de verzekering. Omdat de CDS-en vaak worden doorverkocht, is het onduidelijk wie, als het op uitbetalen aankomt, de uiteindelijke verzekeraar is.

Een belegger kan een CDS aanschaffen om te speculeren of om te *hedgen*. Een speculant kan 'gokken' op de kredietwaardigheid van een bedrijf of overheid zonder zelf obligaties van dat bedrijf of overheid te bezitten. In een dergelijk geval is er sprake van een *naked credit default swap*. Een hedger, een bank of belegger, die een CDS afsluit op een obligatie, is in veel gevallen wél in het bezit van deze obligatie. Hij wil de vordering niet verkopen, maar kan het bijbehorende kredietrisico niet (meer) dragen. Op deze manier kan bijvoorbeeld een bank het risico van haar bezittingen verminderen en de verplichte hoeveelheid reguleringskapitaal omlaag brengen. Net als een *credit rating* van bijvoorbeeld Moody's of Standard and Poor's (S&P) is ook de hoogte van een CDS *spread* een oordeel over de kredietwaardigheid van een bedrijf of overheid. In de figuur zijn *spread* en rating van een aantal landen tegen elkaar afgezet (stand van 5 augustus 2011).

Credit rating (Standard&Poors) en verzekeringspremie (CDS-spread)



Op basis van de CDS *spread* bepaalt Credit Market Analysis Limited (CMA) een alternatieve rating, de zogenaamde *CDS-implied credit rating* (a). Deze wijkt in veel gevallen af van de rating van bijvoorbeeld S&P. Vooral negatief nieuws over het desbetreffende bedrijf of overheid blijkt eerder in de CDS *spread* (en dus in de *implied rating*) tot uitdrukking te komen dan in de S&P rating. Zo was de *implied rating* van de VS in het tweede kwartaal van 2011 al verlaagd terwijl S&P pas begin augustus tot een verlaging van AAA naar AA+ besloot.

Op basis van de CDS *spread* en een veronderstelling over de restwaarde van een obligatie kan worden bepaald hoe hoog de markt de kans inschat dat de uitgever van een obligatie zijn verplichtingen niet zal kunnen nakomen (de *implied probability of default*). Eind juni 2011 schatten beleggers de kans dat Griekenland in de eerstkomende vijf jaar niet aan haar verplichtingen zou kunnen voldoen op 80%.^(a) Voor Ierland en Portugal lagen deze kansen ruim onder de 50%. Noorwegen is het veiligste land om in staatsobligaties te beleggen terwijl Nederland op de vierde plaats staat.

(a) Credit Market Analysis Limited (2011), CMA Global Sovereign Debt Credit Risk Report, 2nd quarter 2011.