

Nederland meest kredietwaardig

Z. van Schaik

Deze rubriek wordt periodiek verzorgd door
het ministerie van Financiën
z.vanschaik@minfin.nl

De markt voor financiële derivaten op basis van staatsobligaties oordeelt gunstig over de kredietwaardigheid van Nederland.

Een *sovereign credit default swap* (CDS) is een financieel instrument met een staatsobligatie als onderliggende waarde. In deze swap worden de volgende kasstromen gewisseld. De koper van een CDS doet periodieke betalingen in ruil voor een eenmalige uitkering die hij ontvangt als het land dat de onderliggende obligatie uitgeeft, zijn verplichtingen niet nakomt (wanbetaling, uitstel van betaling of herstructurering van de schuld). Deze uitkering is een vergoeding voor de waardedaling van de obligatie die ontstaat in geval de uitgever in gebreke blijft. De CDS lijkt dus op een verzekering; hij biedt de koper een bescherming tegen het kredietrisico verbonden aan de onderliggende obligatie.

De CDS-markt

De markt voor sovereign credit default swaps heeft de afgelopen jaren een geweldige groei doorgemaakt. Het volume ervan, gemeten aan het volume van de nominale waarde van de onderliggende obligaties, groeide van \$ 30 miljard in 1999 tot \$ 140 miljard in 2004. In 2006 is de verwachte omvang \$ 200 miljard (Packer & Suthiphongchai, 2003; BBA, 2005). CDS's hebben vooral aan populariteit gewonnen, omdat hiermee het kredietrisico van een portefeuille gemakkelijk kan worden aangepast zonder te handelen in onderliggende obligaties.

De sovereign CDS's worden vooral gebruikt voor beheer van kredietrisico van opkomende markten met een grote staatsschuld in absolute termen. Opkomende markten kennen een relatief hoog kredietrisico, zodat de behoefte aan risicobeheersing groter is. Daarnaast zijn de obligatiemarkten in opkomende markten vaak minder liquide, zodat CDS's gedeeltelijk de handel in onderliggende obligaties vervangen. De meeste handel in sovereign CDS's heeft betrekking op obligaties van Brazilië, Mexico, de Filipijnen en Zuid-Afrika. Binnen de EU worden sovereign CDS's het meest gebruikt voor Polen en Hongarije.

CDS-prijzen en kredietwaardigheid

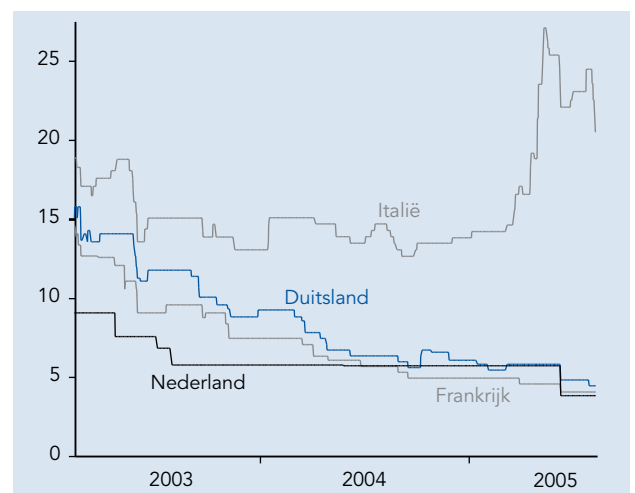
Een waardevolle eigenschap van de sovereign CDS's is dat de prijzen inzicht bieden in het oordeel van de markt over de kredietwaardigheid van een land. Hoe kredietwaardiger een land, des te lager de prijs van een CDS van dit land. De kredietwaardigheid van een land hangt samen met zijn economische situatie, het algemene economische en budgettaire beleid, de budgettaire ontwikkelingen en de omvang en verwachte ontwikkeling van de staatsschuld.

Figuur 1 toont het verloop van de CDS-prijzen voor tien jaar kredietbescherming voor Nederland (met rating AAA), Frankrijk (AAA), Duitsland (AAA) en Italië (AA-). Volgens de CDS-prijzen is Italië het minst kredietwaardig van deze groep. Dit correspondeert met de lagere *rating*, die is gebaseerd op de relatief hoge staatsschuld (107% van het bbp) en de gemiddeld hoge begrotingstekorten in Italië. Voor Nederland bleef de CDS-prijs constant tussen medio

2003 en medio 2005. Handelaren namen niet de moeite de prijs bij te stellen, omdat er in deze periode niet werd gehandeld in CDS's op Nederland. Dat de markt in CDS's voor Nederland relatief illiquide is, wordt veroorzaakt door de hoge kredietwaardigheid van Nederland en de kleine omvang van de staatsschuld in absolute termen. Hierdoor is er weinig behoefte om in kredietrisico van Nederland te handelen. Op momenten dat er gehandeld werd en de prijs van CDS's voor Nederland werd bijgesteld, weerspiegelde de CDS-prijs steeds het oordeel van de markt over de kredietwaardigheid van Nederland. Op deze punten heeft Nederland de laagste prijs van de AAA-landen, gevolgd door Frankrijk en Duitsland. Volgens de markt is Nederland dus het meest kredietwaardige AAA-land. Wel zien we dat de kredietwaardigheid van andere landen ten opzichte van Nederland in de afgelopen jaren is toegenomen. Zodoende kromp tussen 2003 en 2005 geleidelijk het verschil tussen de prijs van de CDS's voor Nederland en van CDS's voor Duitsland en Frankrijk.

Ondanks de lage CDS-prijs leent Nederland enkele basispunten duurder dan Duitsland en Frankrijk. Dat is te herleiden naar de grotere omvang van de staatsschuld in deze landen, wat voordelig is voor de liquiditeit van hun staatsobligaties. ■

Figuur 1. Prijs van sovereign credit default swaps voor tien jaar bescherming voor Frankrijk, Duitsland, Italië en Nederland, 2003-2005, in basispunten



Bron: Primary dealers van het Agentschap van het ministerie van Financiën

Zdenka van Schaik

Literatuur

British Banker's Association (BBA) (2005) *BBA Credit Derivatives Report 2003/2004*. Londen.

Packer F. & C. Suthiphongchai (2003) *Sovereign credit default swaps*. In: *Bank for International Settlements. Quarterly review december*. Bazel