



Criza financiara pe intelesul tuturor - unde au disparut toti banii? (partea a treia) Propagarea riscului si cresterea neincrederii

In primele doua parti ale acestui editorial am vazut o parte din mecanismele cresterii si descresterii preturilor la active precum si modul in care au fost subestimate riscurile. In aceasta a treia parte vom vedea cum a fost incurajata asumarea riscurilor si cum aceste riscuri s-au propagat invizibil si impredictibil.

Un nou instrument financiar popularizat in ultima perioada a fost CDS-ul. Ca detinator al unei obligatiuni esti expus riscului de neplata din partea companiei emitente. Ce poti sa faci ca sa te protejezi? Poti cumpara o asigurare impotriva acestui risc. Numele acestui instrument financiar este CDS ("Credit Default Swap"). Cumparand un CDS riscul de neplata este transferat vanzatorului CDS-ului in schimbul unui pret - pretul CDS-ului. Dar cumparatorii si vanzatorii CDS-urilor nu sunt doar detinatorii sau vanzatorii de obligatiuni. Cresterea preturilor tuturor CDS-urilor, al interesului si al volumului tranzactionat ca urmare a crizei financiare a dus la intrarea pe piata si a investitorilor institutionali de tipul hedge-fondurilor, atat la cumparare cat si la vanzare. CDS-urile au devenit astfel un instrument pe care se putea paria daca o companie va avea probleme.

Cum s-a incurajat asumarea unor riscuri din ce in ce mai mari?

CDS-ul are un profil de risc asimetric - un vanzator castiga putin (dar constant) in 95% din timp, in timp ce in restul de 5% din timp poate pierde mai mult decat a castigat pana atunci. Acest lucru inseamna ca, de exemplu, timp de 2 ani totul poate merge bine, profitul obtinut creste constant luna de luna, dupa care, in urmatoarele 2 luni se poate pierde de cateva ori mai mult decat profitul obtinut in ultimii doi ani. Pentru cumparator va fi exact invers, asemenea unui cumparator de asigurare contra cutremurului el va avea pierderi mici si constante urmate de un castig mare.

Persoanele autorizate sa efectueze tranzactii cu aceste intrumente, in speta traderii si managerii de fond, cat si fondurile administrate de ei sunt ierarhizati in functie de profitul adus raportat la riscul asumat. Din doi traderi care aduc acelasi profit unei institutii financiare, cel care aparent si-a asumat riscuri mai mici va fi recompensat mai mult. La fel si la fonduri: din doua fonduri cu acelasi randament, cel cu risc mai mic va atrage mai multi investitori. In cautare de profituri obtinute cu risc aparent scazut, strategia bazata pe vanzarea de CDS-uri castiga popularitate.

Cum a propagat acest instrument riscul in loc sa-l diminueze?

Nefiind un produs financiar reglementat, orice institutie financiara poate sa vanda oricat de multe CDS-uri iar banii rezultati sa-i foloseasca cum doreste. In comparatie produsele traditionale de asigurare sunt puternic reglementate, asiguratorii trebuind sa detina lichiditati corespunzatoare nivelului de polite de asigurare vandute.

Cat timp totul a mers bine CDS-urile au fost vandute la preturi mici. In 2008 odata cu falimentul Lehman Brothers preturile CDS-urilor au explodat, vanzatorii de CDS-uri marcau o pierdere imensa pentru CDS-urile vandute pentru obligatiunile Lehman si contemplau o pierdere mare nemarcata pe celelalte CDS-uri vandute.

Cum se manifesta si se multiplica riscul de contraparte?

Pe o piata reglementata de instrumente financiare derivate produsele sunt standardizate iar contrapartea fiecarui cumparator sau vanzator este preluata de casa de compensatie. Astfel,

cumparatorul nu trebuie sa ia in calcul posibilitatea ca vanzatorul sa nu isi poate onora obligatiile deoarece contrapartea lui este casa de compensatie. In schimb, CDS-urile nu sunt produse standardizate, piata pe care se desfasoara tranzactiile nu este reglementata si nu exista o casa de compensatie.

De exemplu sa presupunem ca un vanzator de CDS-uri pe obligatiuni Lehman nu isi poate onora obligatiile. Cumparatorul acelor CDS-uri trebuie sa raporteze o pierdere pe acele CDS-uri desi se astepta la un profit.

Lantul slabiciunilor

Sa presupunem ca institutia financiara A vinde un CDS institutiei financiare B si apoi cumpara un CDS de la institutia financiara C pentru a-si acoperi riscul generat de prima vanzare. Dar daca institutia financiara C nu poate plati inapoi institutiei financiare A, atunci aceasta la randul ei nu isi poate onora plata catre institutia financiara B, s.a.m.d.

Unul dintre motivele salvarii AIG la o zi dupa ce Lehman a falimentat este numarul mare de CDS-uri vandute de AIG, implicatiile pentru celalalte institutii financiare ale unui faliment al AIG ar fi fost dezastruoase pentru intreg sistemul financiar mondial.

In concluzie CDS-urile au fost unul dintre instrumentele care au indus incertitudine in sectorul bancar deoarece chiar daca la prima vedere o banca arata sanatoasa financiar ea ar putea sa se bazeze pe active ca CDS-uri cumparate de la alte institutii financiare. Nestiindu-se exact starea ei financiara, aceasta nu va putea obtine imprumuturi.

Morala: asa cum spunea si fostul trader actual filozof Nassim Nicholas Taleb "a cumpara CDS-uri este ca si cum ati cumpara asigurare pentru Titanic de la cineva care este pe Titanic".

In ultima parte a acestui editorial vom pune toate lucrurile la un loc pentru a avea o perspectiva de ansamblu asupra crizei.

Andrei Petrescu
Manager Portofoliu
9 ianuarie 2009