

Cauzele crizei

La origine, problemele curente pot fi asimilate **crizelor periodice** ale creditarii care urmeaza unei ere de prosperitate (boom) economica. De regula, e vorba despre un cerc vicios care graviteaza in jurul creditelor, cand stimularea finantarii genereaza cresterea valorilor imobiliare (prin presiune din partea cumparatorilor care au bani de la banci), in timp ce valoarea sporita a acestora permite o indatorare suplimentara, prin ipoteci. Un balon („**bubble**”) imobiliar apare cand lumea cumpara proprietati cu speranta revanzarii lor in castig. De fiecare data cand era in dificultate, expansiunea creditului era resuscitata de catre autoritatile financiare, care injectau lichiditati in piata sau gaseau alte metode de a stimula economia (reducerea dobanzilor de politica monetara etc.). Aceste solutii au asigurat un mod de functionare acceptabil dupa al doilea razboi mondial pana in prezent.

Specificul erei moderne consta in faptul ca produsele originare de credit au parasit cu mult granitele sistemului bancar, transformandu-se in produse financiare extrem de sofisticate. Adica intermedierea financiara nu mai este doar atributul bancilor; titlurile de valoare care circula pe pietele de capital asigura, la nivelul economiilor dezvoltate, o intermediere cel putin la fel de mare.

Pana la mijlocul anilor '80, creditele ipotecare se acordau in mod clasic de catre banci, pe baza diferitelor metode de scoring asupra imprumutatilor, creanta ramanand in bilantul bancii pana la rambursarea integrala a creditului (la fel ca in Romania zilelor noastre). Incepand cu aceasta perioada, treptat, riscul asupra acestor credite ipotecare a fost transferat in afara sectorului bancar, prin titluri de valoare de forma obligatiunilor garantate cu ipoteci („**mortgage backed securities**” – **MBS**). Creditele ipotecare erau generate de banci sau companii specifice, transferate / vandute ulterior altor societati (fonduri etc.), care in baza lor emiteau si puneau in circulatie pe piata titluri de valoare – acestea fiind retribuite de creanta de la baza, creditul ipotecar.

Sustinatorii acestui model argumenteaza ca el duce la o crestere de lichiditate prin transformarea creditelor ipotecare in titluri tranzactionabile, aditional indepartand riscul in afara sistemului bancar. In fapt, realitatea arata ca bancile transferau aceste credite unor vehicule proprii (*SIV – special investment vehicles sau SPV – special purpose vehicle*), care in baza lor emiteau titluri vandute ulterior investitorilor (asa numitul model „genereaza si distribuie”). Acestea functionau ca niste banci virtuale, asumandu-si acelasi gen de riscuri – de credit, de lichiditate, de piata etc. fiind insa supuse unor reglementari mult mai relaxate.

Piata americana a obligatiunilor MBS este un segment extrem de larg pe pietele globale ale titlurilor cu venit fix, doar emiterile noi din **2007** insumand circa **USD 1,95 mld1**. Mai mult de jumătate dintre acestea sunt titluri de valoare al caror risc de credit este garantat de agentii guvernamentale sau quasi-guvernamentale ale SUA (ex. **Fannie Mae** si **Freddie Mach**). Restul, se impart in trei categorii:

- **Private-label:** creante ipotecare care nu indeplinesc conditiile pentru a fi garantate de agentii guvernamentale (din motive de standarde sau depasire de sume), dar imprumutatii au o istorie de credit buna. Acestea sunt garantate de regula de agentii private sau firme de brokeraj, banci etc.
- **Alt-A:** Sunt credite ipotecare de o calitate inferioara, in care totusi imprumutatii au in general un istoric de creditare bun, dar fie au un venit variabil, fie cumpara o a doua locuinta / proprietate.
- **Subprime:** e vorba de credite in care imprumutatul are un istoric in care fie a rambursat cu intarziere, fie nu a rambursat. Aceste credite nu se bazeaza pe bonitatea imprumutatului, ci pe valoarea garantiei care traditional era mult peste cea a creditului (*loan-to-value ratio*), asigurand o marja tampon finantatorului in ipoteza inchiderii mai rapide a imprumutului si a vanzarii ipotecii. In 2007, emiterile de MBS bazate pe **credite subprime** au fost de **33%** din totalul obligatiunilor MBS negarantate de agentii guvernamentale.

Consideram necesara o paranteza legata de modul in care functioneaza aceste obligatiuni MBS. In primul rand, apetitul pentru risc al investitorilor difera foarte mult². Acesta poate varia de la preferintele companiilor de asigurari pentru investitii cu risc scazut (rating AAA) pana la fondurile de hedging³, care prefera investitiile cu randament mare dar risc pe masura (cu rating BBB sau BB-).

Apoi, trebuie precizat ca un titlu / obligatiune de tipul **MBS** nu este legat la un singur credit ipotecar, ci la un grup de cateva **mii de astfel de credite** (*pool of mortgages*). Pentru a satisface aceste nevoi variate de risc, se procedeaza la o „transare” (impartire) a unei obligatiuni MBS pe mai multe clase de titluri, adica pe mai multe transe de risc, de la risc scazut la risc ridicat.

Astfel, o obligatiune MBS va preciza investitorilor ce dobanda si principal i se cuvine fiecărei transe pe durata de viata a titlurilor, adica ce vor primi ei in conditiile in care nu exista probleme de rambursare in acest grup de creante ipotecare. Acest mecanism care transforma un grup de credite ipotecare in transe MBS se numeste *cascada*. In termeni simpli, cascada presupune a lua rambursarile lunare din credite ipotecare si a le aloca diferitelor transe, incepand cu cele superioare (senior tranches), cele intermediare (mezzanine tranches) pana la cele inferioare. In caz de dificultati de rambursare, se achita in primul rand transele superioare, apoi cele mezzanine iar la urma cele inferioare – daca mai pot fi acoperite.

Alocarile pe transe se fac in functie de **riscul asociat**, care este stabilit de agentiile de rating, fara de care investitorii nu ar cumpara. Acestea folosesc modele sofisticate care iau in calcul bonitatea imprumutatilor, valoarea ipotecii in functie de valoarea imprumutului (loan-to-value ratio), estimarea cresterilor de pret a imobiliarelor si tot sistemul cascada.

Declansarea crizei

Aceste forme de obligatiuni MBS, odata emise, au inceput sa circule in pietele de capital, primind forme si mai complexe, de tipul instrumentelor financiare derivate. Majoritatea aveau la baza transe mezzanine de MBS, concentrand credite riscante **subprime** la baza.

Pe langa faptul ca proveneau din MBS cu grad mare de risc, prin transare, riscul asociat devenea si mai sensibil la evolutiile creditelor subprime de care erau legate. Dar randamentul lor era extrem de ispititor (rate de castig de doua cifre), ceea ce a facut ca aceste titluri sa circule si sa patrunda in bilanturile institutiilor financiare din intreaga lume.

Scanteia crizei a fost caderea preturilor imobiliare din SUA. Inceputa diform pe teritoriul american in 2005, s-a acutizat in 2007, state ca Florida sau California inregistrand scaderi mai mari de 10%.

Aceasta a fost dublata de **doi factori**: primul este legat de relaxarea conditiilor de creditare, mergand pana la lipsa verificarilor legate de dovada castigurilor imprumutatilor; conform Fitch Ratings, 60% din creditele ipotecare au fost acordate in conditiile unei documentatii limitate, fata de 40% in 2000. Al doilea factor a fost utilizarea mai ampla a *ratelor ajustabile de dobanda*, care constituie aproximativ 80% din creditele subprime⁴. Acestea presupun o perioada de 2-3 ani in care rata dobandii se situeaza la un nivel „promotional”, la sfarsitul careia se dubleaza sau chiar tripleaza in unele cazuri.

In aceste conditii, circa **15%** dintre creditele ipotecare au ajuns la o valoare a garantiei mai mica decat creditul contractat, o diminuare suplimentara de 10% putand duce aceasta cifra la 25% din total. Mai mult, circa **40%** din creditele ipotecare generate in anul 2006 se inscriu in aceasta categorie. Astfel, pe fondul inregistrarii de restante, refinantarea acestor creante a devenit extrem de dificila.

Principala intrebare care apare, este cum a reusit prabusirea unui segment relativ mic al creditelor ipotecare americane sa bulverseze intreaga lume financiara?

Mai intai, trebuie precizat faptul ca cea mai spinoasa problema dupa declansarea crizei – sau mai bine spus dupa oficializarea ei – a fost **scaderea dramatica a lichiditatilor** de pe pietele financiare. Aceasta a reprezentat un factor generator de pierderi, cel putin la fel de important ca si

creditele propriu-zise intrate in dificultate. Se stie ca existenta unei institutii financiare este mai amenintata de imposibilitatea de a acoperi necesitatile de cash la un moment dat, decat de existenta pierderilor din contul de profit si pierdere.

Aceasta criza de lichiditati a fost cu atat mai surprinzatoare cu cat prima jumătate a anului 2007 a fost dominata de abundenta. Schimbarea neasteptat de profunda a situatiei in urma unui „bubble” imobiliar oarecum obisnuit isi are originile in modernitatea sistemelor financiare. Astfel, produsele derivate din creditele ipotecare au devenit extrem de complicate si pretentioase, la fel ca si evaluarea lor – realizata prin alocarea unui **rating** de catre agentiile de rating, cu rolul de a ghida investitorii.

Datorita complexitatii si proliferarii lor rapide, evaluarea acestor instrumente financiare a suferit in consistenta (uniformitate), iar in plus, alocarea unui rating s-a facut in mod obisnuit tinand cont de riscul lor de credit, si nu de cel de lichiditate. Dar aceste produse, prin natura lor, nu sunt foarte lichide, adresandu-se unor anumite categorii de investitori. Mai mult, fiind produse relativ recente, estimarea comportamentului lor in situatii de criza era necunoscut.

Astfel, in momentul aparitiei primelor probleme ale creditelor subprime, aceste titluri au suferit atat deprecieri intrinseci legate de pierderile ipotecilor pe care se sprijineau, dar si a valorii lor de piata – **agentiile de rating** coborand rating-ul lor aproape imediat si facandu-le indezirabile pe o piata obisnuita a se increde orbeste in aceste standarde de evaluare (rating-urile). Aceasta „devalorizare” a produselor garantate cu ipoteci si a derivatelor din ele, pe fondul neincrederei de pe piata, a fost de fapt principala cauza a pierderilor suferite de participanti.

Mai mult, in paralel, pentru a se proteja impotriva pierderilor pe care portofoliile subsidiarelor lor le acumulas (formate din aceste obligatiuni & derivate din ele) – multe din acestea fiind garantate chiar de ele – bancile au redus drastic finantarile interbancare. Acest fapt, impreuna cu dorinta de a dispune de lichiditati in conditiile in care tot mai multe titluri de valoare incepeau sa se vanda la valori modice, a dus literalmente la un **soc de lichiditate** pe piata interbancara, ce a pus in pericol existenta unor colosi financiari ca si **Countrywide Financial** sau **Bear Stearns**. Bancile centrale (*Federal Reserve* in SUA si *Banca Centrala Europeana* in Europa) au fost nevoite sa pompeze sute de miliarde dolari / euro pentru a lichidifica piata si a salva viata acestora.

Incet, intr-o masura mai mare sau mai mica, aproape toate marile economii si institutii financiare au dezvaluit legaturi cu piata creditelor ipotecare din SUA, legaturile mergand pana in Australia sau China, lucru ce confirma inca o data caracterul global al pietelor financiare. Desigur, legaturile erau prin acele vehicule (SIV & SPV), ceea ce degreva bilantul bancilor de aceste creante cu grad mare de risc.

Astfel, in Europa, cei mai afectati au fost **Northern Rock** (Marea Britanie – banca fiind nationalizata in februarie pentru a evita falimentul), **UBS** (Elvetia), **Sachsen Bank** sau **IKB** (Germania – salvate de la faliment prin injectii masive de lichiditati). Dar si institutii ca BNR Paribas, Deutsche Bank sau Commerz Bank au fost nevoite sa-si dezvaluie implicarea in finantarea acestui sector, cumuland si ele consecinte financiare ale crizei.

In SUA, companiile cu pierderi mari au avut multa publicitate, mergand de la **Bear Stearns**, **Morgan Stanley**, **Lehman Brothers** si **Goldman Sachs** pana **Citigroup** (creditata cu o expunere pe acest sector de USD 55 miliarde).

Pe langa problemele individuale ale diverselor banci, efectele crizei au fost semnificative si la nivelul cotatiilor bursiere. Scaderile au fost generalizate la nivel mondial de la Tokyo, Londra, Sydney, Paris sau bineinteles New York, ca urmare a parasirii investitiilor considerate riscante, aratand o panica a investitorilor globali uneori greu de inteles, la fel ca instinctul de turma care a caracterizat comportamentul acestora.

Cum este afectata Romania?

In mod evident, probabilitatea ca in portofoliile investitorilor romani sa existe produse legate la creditele ipotecare americane este aproape nula.

Si totusi, pietele financiare locale au cunoscut schimbari substantiale, reflectand inca o data conectivitatea tarii noastre la economia mondiala.

Criza de lichiditate a avut ca efecte si replierea capitalurilor investitorilor institutionali, acestia lichidandu-si intai pozitiiile din tarile cu grad de risc ridicat (si aici, cuantificarea riscului se face tot prin rating, rating-ul de tara! – care poate da decizia de retragere sau nu). Aceasta a dus la prabusirea cotatiilor bursiere (**BET – indicele BVB** scazand cu **33%** din octombrie 2007 pana in martie a.c.), iar iesirea capitalurilor a pus presiune pe curs, ducand EUR pana la un max. de **3.8 ron**.

In paralel, criza de lichiditate de pe pietele financiare vestice a facut ca bancile multinationale sa nu mai poata sustine cu fonduri in aceeasi masura subsidiarele lor din Romania, aceasta indreptandu-si eforturile de culegere a resurselor pe piata interna. Rezultanta este o competitie acerba de atragere de depozite, in special in lei, la care participa majoritatea bancilor romanesti prin oferte putin anticipabile cu ceva vreme in urma.

Aceasta presiune pe piata interna s-a tradus si prin cresterea rapida a **ROBOR7** aceasta depasind (desigur si ca urmare a majorarii de catre BNR a ratei de politica monetara in scop de limitare a inflatiei) **11%8** in martie 2008, fata de doar **8.5%** la inceputul anului sau **7.5%** la mijlocul lui 2007.

Consecinta este o scumpire substantiala a creditelor in lei, ceea ce, cumulat cu oscilatiile in sus a cursului de schimb, a amplificat apreciabil serviciul datoriei la multe companii.

Aceste aspecte, pe fondul mentinerii ritmului accelerat al creditarii, a determinat agentia de rating Fitch sa coboare ratingul sistemului bancar romanesc din categoria risc moderat la cea de risc mare. Desigur, aceasta evaluare standardizata nu surprinde toate realitatile economiei romanesti, iar modul sablonat de a privi lucrurile al analistilor occidentali isi poate arata inca o data ineficienta.

In ciuda unor atentionari venite din diverse medii externe, economia Romaniei ramane unul dintre **cele mai bogate potentiale de crestere** ale zonei, avand toate ingredientele pentru o evolutie pozitiva in urmatoorii 5-7 ani. Desigur, exista anumite dezechilibre (deficitul comercial, cresterea salariilor peste productivitatea muncii cu consecinte inflationiste, directionarea excesiva a investitiilor – inclusiv ISD9 catre comert si dezvoltari imobiliare etc.) care pot duce la oscilatii in continuare, dar credem ca trendul ramane aceleasi. In ceea ce priveste revenirea pietelor financiare, e doar o chestiune de timp, legata de calmarea situatiei externe (chiar daca incet, majoritatea factorilor converg in aceasta directie).

Atractivitatea economiei noastre si a randamentelor ridicate pe care le ofera reprezinta un miraj mult prea puternic pentru orice investitor global. De aici, efectele pozitive asupra cursului, bursei si lichiditatii interbancare pot deveni din nou realitati concrete.

Concluzii

Conform ultimelor estimari FMI, criza creditelor subprime a dus pierderile totale ale bancilor si institutiilor financiare la **USD 565 miliarde**, in urma a ceea ce s-a numit un „esec colectiv”. Adaugandu-se si alte categorii de titluri si imprumuturi conexe, costul pentru intreg sistemul financiar international s-ar putea ridica pana la USD 945 miliarde conform aceleiasi institutii.

Principalii vinovati pot fi totusi considerati investitorii, desi multe pareri duc aceasta responsabilitate in slaba reglementare a unor institutii financiare non-bancare sau a lichiditatii de pe pietele financiare. In fapt, prezenta criza a demonstrat *incapacitatea* pietelor de autoreglare (unde un comportament rational la nivel individual, daca este multiplicat, genereaza la nivel de piata dezechilibre serioase), la fel ca imperfectiunile datorate unor evolutii prea sofisticate a produselor financiare, pe fondul unei dorinte de castig din ce in ce mai mari a institutiilor financiare.

Mai mult, *increderea mecanica si totala* intr-un instrument standardizat de evaluare (de altfel indispensabil) – rating-ul, si in emitentii lui, cu consecinta un comportament de turma de multe ori

greu de inteles, pot fi vazute ca *deficiente majore* ale unui sistem financiar global, putin probabil a fi surmontate in viitorul apropiat. Ele tin de filozofia si mecanismele lui, si aparent exista forte mult prea puternice care doresc sa le tina in viata.

Pentru noi, romanii, aceasta criza – probabil cea mai adanca a ultimilor 60 ani¹⁰ – poate aduce invataminte pretioase legate de mecanica pietelor financiare. Iar faptul ca am trait-o „live” ne poate fi de mare folos pentru viitor, fiind doar la inceput de drum in dezvoltarea pietelor noastre de capital.

*Articol realizat de catre **Vasile Dolean**, Sef Serviciu Management de Portofoliu & Analiza de Business, Banca Transilvania*

¹ Securities Industry and Financial Markets Association Research Outlook, January 2008.

² In tarile dezvoltate, riscul se cuantifica in mod standardizat prin ratingul care i se atribuie unui titlu de valoare sau unei entitati de catre agentii de rating sau banci de investitii (de ex. de la AAA cele mai putin riscante pana la BBB sau BB- la cele mai riscante).

³ Fondurile de hedging (Hedge Funds) – sunt fonduri care administreaza agresiv un portofoliu de investitii, constand de regula in instrumente financiare complexe (derivate), cu grad de risc mare dar care asigura un randament pe masura. Ele sunt supuse unor reguli minime de functionare – spre deosebire de fondurile mutuale – adresandu-se unei categorii limitate de investitori, cu preferinte sofisticate si apetit mare pentru risc.

⁴ 2006 Global Structured Finance Outlook: Economic and Sector-by-sector Analysis: Fitch Ratings Credit Policy, Jan 2006.

⁵ Cea mai mare companie de credite ipotecare din SUA

⁶ Ceea ce se cheama „flight to quality” – goana dupa titluri / produse financiare sigure in conditii de criza, si parasirea celor considerate mai riscante, a caror valoare de piata se prabuseste.

⁷ Rata de dobanda la imprumuturile pe piata interbancara

⁸ la 6M.

⁹ Investitii straine directe

¹⁰ G. Soros, Financial Times, Februarie 2008.