

Alte vremuri, alta criza

In incercarea de a gasi o referinta pentru directia pietelor de capital in urmatoarea perioada, tot mai des se face o comparatie intre criza economica din prezent si marea depresiune din 1929. Marea Depresiune a fost cea mai lunga si abrupta criza economica de pana acum, a inceput in jurul anilor `30 si a luat final in jurul anilor `40 in anumite regiuni din lume, avand ca punct de plecare spargerea bubble-ului de pe piata de capital din Statele Unite ale Americii. Totusi, cauzele actualei perioade de recesiune sunt cat se poate de diferite fata de cele care au dus la colapsul economic de dupa anul 1929, iar din punct de vedere al cadrului economic de acum si de atunci putem distinge trei mari diferente: mecanismele de interventie au consemnat progrese importante in ultimii 80 de ani; in prezent exista o colaborare interstatala foarte buna, fapt ce in anii 1930 - 1940 nu se intampla (ba din contra); structura economiei mondiale este total diferita. Toate acestea sunt avantaje ale secolului 21 si au creat un cadru propice pentru gestionarea riscului sistemic, care a avut o intensitate mult mai mica comparativ cu ce ar fi putut fi intr-un cadru asemanator Marii Depresiuni. Ce poate fi gasit ca asemanare intre cele doua perioade de criza sunt greselile facute la nivel interventionist din partea autoritatilor din SUA care au degenerat initial intr-o criza de lichiditate, insa cauzele si efectele au fost diferite. Ambele crize au pornit din America.

Enigma lichiditatii. Lichiditatea este masurata in mod traditional prin intermediul agregatelor monetare (M1, M2, etc) si este generata de bancile centrale ce urmaresc indeplinirea anumitor obiective de politica monetara. Bancile centrale furnizeaza lichiditati bancilor comerciale, ce la randul lor injecteaza bani in economii prin intermediul creditelor. Cam aceasta este acceptiunea traditionala a circuitului banilor in economie, acceptiune specifica mai ales anilor `30 - `40. Teoria moderna spune insa ca lichiditatea este vazuta ca o functie de risc, aceasta depinzand de raportul dintre cererea si oferta de bani (cei care detin economii ofera sau nu, in functie de cresterea sau descresterea aversiunii fata de risc, bani celor care investesc in diferite active sau instrumente financiare specifice perioadei la care ne raportam).

Criza curenta. In SUA institutiile financiare pot fi impartite in doua categorii: banci traditionale ce se supun reglementarilor si ofera asigurare pentru depozitele atrase (plafon 100.000 \$) si institutii financiare supranumite "shadow banks" ce furnizeaza lichiditate aditionala in economii, nu se supun acelorasi reguli stricte, nu ofera asigurare pentru banii atrasi si care isi constituie capitalul pentru investitii prin operatiuni de vanzari reversibile (reverse repo, banca ofera ca si colateral instrumente financiare pentru a obtine capital) si imprumuturi garantate prin alte active financiare (asset backed commercial paper, ce sunt imprumuturi cu maturitate cuprinsa intre 45 si 90 de zile). In categoria shadow banks pot fi incadrate: fondurile de hedging (http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_fund), emitenti de produse structurate (structured investments,

http://en.wikipedia.org/wiki/Structured_investment), trusturi de investitii in proprietati imobiliare (REITs - Real Estate Investment Trusts, <http://en.wikipedia.org/wiki/Reit>), Collateralized Debt Obligation (instrumente financiare structurate avand in spate active derivate din domeniul imobiliar sau obligatiuni riscante http://en.wikipedia.org/wiki/Collateralized_debt_obligation); Collateralized Loan Obligation (instrumente financiare complexe care reimpacheteaza diverse active, in general credite bancare sub diverse forme http://en.wikipedia.org/wiki/Collateralized_loan_obligation).

Fenomenul este urmatorul: in perioade de crestere a aversiunii fata de risc, de criza, „shadow banks” se confrunta cu o scadere a lichiditatii cauzate de retragerea investitorilor, fapt ce in cazul lichiditatilor atrase de bancile traditionale nu se intampla (sunt garantate intr-un anumit plafon de FED).

In perioada de boom a creditarii, precursoare crizei actuale, aceste institutii au beneficiat de ratinguri foarte bune din partea agentilor Moody's, Standard and Poor's si Fitch si in ciuda cresterii gradului de indatorare, a transparentei reduse, acestea s-au bucurat de finantari la rate de dobanda scazute, reusind sa genereze rezultate foarte bune si sa creasca in dimensiune. Aceasta crestere a lichiditatii „shadow banks” a continuat pana in primavara anului 2007, moment in care au inceput problemele pe piata imobiliara americana, iar aceste institutii financiare au inceput a intampina in cascada probleme de retragere a lichiditatilor din partea investitorilor. Astfel, pe masura ce aversiunea fata de risc a crescut, investitorii au inceput sa vanda instrumentele financiare emise de shadow banks si au refuzat sa le mai finanteze activitatea.

Cum s-a ajuns la aceste probleme? Ce anume a declansat aceasta criza? Majoritatea celor care achizitionau locuinte, dar care nu indeplineau criteriile specifice de bonitate, au apelat in perioada 2004 – 2006 la credite numite „2/28 adjustable rate subprime mortgages” . Acestea nu cereau avans, prezentau in primii doi ani rate de dobanda promotionala, dupa care acestea se ajustau la aproape cinci procente. Plata in totalitate a ratelor de dobanda era optionala si la discretia celui care imprumuta banii, sumele datorate acumulandu-se. Cei care se implicau in aceste tipuri de credite speculau ca valoarea proprietatilor achizitionate va creste si ca ratele de dobanda nu vor urca. Cumparatorul locuintei se baza pe faptul ca un alt cumparator ii va cumpara practic locuinta in viitor la un pret si mai mare, reusind astfel sa inapoieze banii imprumutati (dobanda neplatita si principalul). Prabusirea pietei imobiliare din SUA a dus la incapacitatea de plata a debitorilor implicati in astfel de credite si la colapsul institutiilor implicate in acest proces.

Marea depresiune. Marea Depresiune a fost precedata de un boom pe piata creditului de consum (de ex. cea mai mare parte a creditelor pentru automobile erau achizitionate pe credit) si pentru investitii la bursa (fapt ce a condus la cresterea apetitului pentru speculatii si la un impresionant volum tranzactionat la New York Stock Exchange). Cresterea apetitului pentru speculatii (populatia care detinea economii prefera sa le foloseasca pentru speculatii

la bursa in detrimentul economiilor la banci) a determinat banca federala americana sa mareasca dobanda de referinta pana la 6%. Decizia FED a dus la restrangerea masei monetare din economie, ceea ce a condus la o criza de lichiditate pe termen scurt. Punctul critic al crizei a coincis cu luna de plata a dividendelor (octombrie marca un nou an financiar in America), companiile avand nevoie de lichiditati pentru plata acestora. A fost o eroare de politica monetara, FED trebuind sa anticipeze ca o crestere a dobanzii va duce de fapt la aceasta criza de lichiditate, cei care detineau pozitii deschise pe bursa, care atingea maxime istorice, nereusind sa gaseasca contrapartida pentru a-si inchide pozitiiile. Criza pe bursa, ce a fost determinata de o greseala de politica monetara, a fost prelungita de o greseala a administratiei Hoover in anul 1930 care a semnat o lege protectionista a productiei interne (au fost majorate tarifele vamale), ce a determinat in lant aplicarea acelorasi practici si de alte tari si in final a dus la scaderea comertului international si la o lunga perioada de depresiune, atat in SUA, cat si in restul tarilor din lume.

Concluzii. „Daca Herbert Hoover n-ar fi incercat sa echilibreze bugetul in fata unei depresiuni economice; daca Rezerva Federala n-ar fi aparat etalonul – aur, in detrimentul economiei interne; daca autoritatile ar fi sustinut de urgenta cu lichiditati bancile amenintate sa cada, calmand astfel panica instalata treptat in 1930 – 1931; atunci crahul pietei bursiere din 1929 n-ar fi condus decat la o recesiune „de gradina”, cu nimic iesita din comun, curand data uitarii.” - Paul Krugman in „Intoarcerea economiei declinului si criza din 2008”.

Cele doua crize pot fi comparate doar din punct de vedere al psihologiei la bursa si nimic mai mult, atat timp cat cauzele difera, cadrul este total schimbat, iar mecanismele de interventie au marcat modificari considerabile in eficienta si mentalitate. Pe scurt, Marea Depresiune a fost determinata de o politica monetara restrictiva si de masuri protectioniste gresite care au dus la scaderea comertului international. Criza actuala a fost precedata de o perioada lunga de stabilitate economica, de expansiunea puternica a creditului ipotecar determinat de o politica monetara expansionista (rata de dobanda mica) si de un sistem de reglementari permisibil (cresterea dimensiunii activitatii shadow banks). Un aspect pozitiv pentru perioada curenta este faptul ca institutiile bancare au beneficiat de ajutor din partea autoritatilor, iar colaborarea intre state a fost una benefica.

Criza economica din prezent si-a pus amprenta in mod negativ asupra trendului la bursa pe o perioada de 20 de luni, pe cand in perioada Marii Depresiuni piata de capital a inregistrat un trend de scadere de 34 de luni. Este relevant acest lucru pentru perioada curenta? Eu spun ca nu neaparat si ca rezolvarea situatiei actuale depinde de alte premise, pentru ca exista si alte ipoteze pe care trebuie sa le luam in calcul. Nu spun nici faptul ca aversiunea fata de risc a ajuns la cote acceptabile, insa se pare ca in prezent asistam la o incercare de stabilizare a acestei situatii si ramane de vazut daca masurile de ordin interventionist luate de autoritatile marilor economii (considerate pana la urma motor pentru economiile in curs de dezvoltare, inclusiv pentru Romania) vor avea efect sau vor genera pana la urma (poate

nu neaparat peste 1 luna sau doua, ci chiar peste cativa ani - vezi datoria istorica a SUA) in alte dezechilibre. Investitorii la bursa au ajuns intr-o situatie de acceptare a situatiei actuale si se tranzactioneaza, asa cum am mai spus, pe estimari si pe un sentiment pozitiv privind efectul masurilor luate de autoritati pentru stabilizarea marilor economii. Acum se pot forma premise pentru o noua perioada de avant, insa probabil ca pana la concretizari va trebui sa mai asteptam chiar si o perioada mai lunga de timp.

Andreea Gheorghe