

Spółeczna funkcja CDS-ów

Autor: Philipp Bagus

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: Mateusz Benedyk

Stało się już niemal regułą to, że ilekroć rząd doprowadza do pogorszenia sytuacji gospodarczej, za zaistniałą sytuację winą obarcza spekulantów.¹ Podczas ostatniego kryzysu finansowego spekulanci i ich instrumenty finansowe były ponownie atakowane. Nawet niektórzy znani inwestorzy przyłączyli się do tej rządowej kampanii przeciw spekulantom. Warren Buffet nazwał instrumenty pochodne „[finansową bronią masowego rażenia](#)”, zaś [George Soros](#) opowiedział się za delegalizacją nagich swapów od niewypłacalności kredytowej (*naked credit-default swaps*).

Trwający właśnie europejski kryzys zadłużenia publicznego spowodował, że spekulanci oraz w szczególności CDS-y (*credit-default swaps*) są po raz kolejny atakowani. Ten atak ma wyraźny cel — odwrócić uwagę od rządów oraz zrzucić winę na spekulantów. Kto jednak jest odpowiedzialny za rozmiary długu publicznego, jeśli nie same państwa? Niemieckie władze zakazały nawet nagich CDS-ów, czyniąc z nich kozła ofiarnego. Istnieją [także plany](#), by zakaz ten rozszerzyć na całe terytorium Unii Europejskiej.

Czym jest jednak nagi CDS? Sam CDS możemy uznać za ubezpieczenie nabywane przez inwestorów posiadających obligacje. W razie bankructwa dłużnika inwestor, który wykupił CDS, może liczyć na pokrycie strat. Załóżmy, że ktoś posiada obligacje na milion dolarów wyemitowane przez Citigroup. Jeśli składka ubezpieczeniowa (spread CDS-u) wynosi 25 punktów bazowych, czyli 0.25 procenta, to inwestor może ubezpieczyć się, płacąc rocznie 0.25 procenta z miliona, czyli 2 500 dolarów. Spready CDS-ów odzwierciedlają wysokość składek i zaufanie do wystawcy obligacji. Jeśli Citigroup ogłosi niewypłacalność, inwestor otrzyma milion dolarów w zamian za obligacje.

Interesującą cechą CDS-ów jest możliwość wykupienia tego instrumentu, nawet jeśli ktoś nie posiada papierów dłużnych danego emitenta. Mamy wtedy do czynienia z niesławnym nagim CDS-em. Zakup CDS-u na Citigroup bez nabycia odpowiednich obligacji oznacza zawarcie zakładu na to, że Citigroup odmówi

spłaty długu. Fundusz hedgingowy może zarobić nawet milion dolarów, ryzykując tylko 2 500 dolarów. Z wolnorynkowego punktu widzenia obstawienie bankructwa instytucji finansowej jest równie uprawnione co zakłady na mecze piłkarskich mistrzostw świata. Istnieje jednak jedna ważna różnica pomiędzy tymi dwoma rodzajami kontraktów. W przypadku instytucji finansowych zakłady mogą stać się samospełniającą się przepowiednią.

Fundusze inwestycyjne grały na przykład na upadek islandzkich banków podczas kryzysu finansowego². Zatem w interesie tych funduszy leżało osłabianie zaufania ludzi względem tych banków i zwiększanie tym samym szans powodzenia własnej inwestycji.

Skąd jednak wziął się pomysł grania na bankructwo islandzkich banków? Otóż, banki te były uzależnione od krótkoterminowego finansowania. Kiedy tylko spadła płynność na międzynarodowych rynkach, Islandczycy mieli trudności z rolowaniem swoich krótkoterminowych zobowiązań. Ponadto banki te były zbyt duże, by islandzki rząd mógł wykupić ich długi. System finansowy tej małej wyspy był zatem idealnym celem dla spekulantów.

W jaki sposób zawarcie zakładu przyczyniło się do bankructwa banków? Wzrost popytu na zabezpieczenie przed bankructwem islandzkich instytucji finansowych powodował wzrost ceny ubezpieczeń — spready CDS-ów rosły. Rosnące spready pokazywały brak zaufania względem banków. Dlatego też Islandczycy musieli oferować wyższe stopy zwrotu inwestorom, by pozyskiwać nowe fundusze. To z kolei jeszcze bardziej podnosiło popyt na ubezpieczenie i spready dalej rosły. W końcu doszło do sytuacji, w której brak zaufania do banków uniemożliwił im pożyczanie kolejnych funduszy, co oznaczało upadek tych instytucji finansowych.

Z powodu takiej samonakręcającej się spirali nieufności względem banków i rosnących kosztów pozyskiwania nowych środków ludzie uznali CDS-y za przykład buffetowskiej broni masowego rażenia. I rzeczywiście, CDS-y mogą być użyte, by doprowadzić banki do bankructwa.

Atak na banki może być jednak skuteczny tylko wtedy, gdy zapomną one o złotej regule bankowości, czyli gdy ich zobowiązania i należności są niedopasowane co do waluty lub terminu zapadalności. Jedynie takie niedopasowanie sprawia, że brak zaufania może przełożyć się na wyższe spready i problemy z płynnością.

Jeśli bank trzyma stuprocentowe rezerwy, koordynuje walutową i czasową strukturę aktywów i pasywów, to atak zakończy się niepowodzeniem a spekulanci poniosą straty. Wzrost spreadów może zniechęcić klientów do odnawiania depozytów, jednak solidny bank nie stanie się z tego powodu niewypłacalny. Tylko cząstkowa rezerwa, niedopasowania czasowe lub walutowe mogą być źródłem problemów banku.

CDS-y są potężnym instrumentem dyscyplinowania banków. Nie są bronią masowego rażenia, lecz środkami osiągnięcia ładu. Być może bez wzrostu spreadów CDS-ów islandzkie banki mogłyby przetrwać dłużej. Wtedy miałyby jednak czas na dalsze zniekształcanie struktury gospodarczej a ich upadek byłby jeszcze bardziej bolesny.

A jaki jest związek pomiędzy CDS-ami a kryzysem zadłużenia publicznego? Spekulanci przy użyciu tych instrumentów mogą przyspieszyć bankructwo rządów. Kupując CDS-y na grecki dług, inwestorzy powiększają spready. Rynki odczytują to jako sygnał rosnącej nieufności co do wypłacalności greckiego państwa. Oczekują zatem wyższych zwrotów z greckich obligacji. Koszty obsługi długu rosną, co może jeszcze bardziej zwiększać nieufność względem Grecji, więc spready dalej rosną i spirala się nakręca.

Czy inwestorzy obstawiający bankructwo Grecji poprzez użycie CDS-ów są tak groźni dla społeczeństwa, jak głosi rządowa propaganda? Czy takich praktyk należy zabronić? Po pierwsze, pamiętajmy, że ci inwestorzy ryzykują własnymi pieniędzmi. Nie wiadomo, czy coś zarobią. Mogą mylić się w swoich prognozach — greckie finanse mogą być w lepszym stanie, niż się tego spodziewają. Jeśli spekulanci kupili CDS-y a spready spadną, to poniosą straty.

Po drugie, tacy inwestorzy pełnią ważną społeczną rolę. Ostrzegają obywateli, że finanse ich państw są w kiepskiej kondycji. Atak spekulantów może osłabić wiarę w omnipotencję rządów. Chęć nabywania obligacji spadnie, co utrudni zaciąganie kolejnych długów. Jeśli atak doprowadzi do niewypłacalności państwa, to znacznie spadną publiczne wydatki, które zniekształcają gospodarkę.

Jaka jest alternatywa? Zakaz nagich CDSów. Spekulanci nie będą mogli doprowadzić do szybkiego bankructwa państwa, które będzie mogło dalej się zadłużać. Dalsze zadłużenie zapewne w końcu doprowadzi do bankructwa, tyle tylko że do późniejszego i bardziej bolesnego.

O to właśnie chodzi w spekulacji. Dzięki trafnym prognozom spekulanci mogą przyspieszyć pojawienie się niektórych zdarzeń i zmniejszyć ich

potencjalne szkodliwe oddziaływanie. Spekulanci oczekują bankructwa rządów i grają na taki scenariusz CDS-ami. Tym samym utrudniają nieodpowiedzialną politykę fiskalną rządów.

Podsumowując, CDS-y mogą zostać użyte do zakładów, które sprawia, że niewypłacalne instytucje finansowe oraz rozrzutne państwa zbankrutują szybciej niż gdyby CDS-ów nie użyto. Dlatego też rządy się ich obawiają. Najważniejszą przyczyną bankructwa jest jednak rozrzutność, a nie sam zakład. CDS-y mogą jedynie dyscyplinować nierzetelne instytucje i zmniejszać ilość nieodpowiedzialnych zachowań.

¹ Analizę roli spekulacji w obecnym kryzysie przeprowadził Malte Tobias Kahler w [Spekulanci, głupcze!](#) . Spekulantów bronił także Walter Block w [Defending the Speculator](#).

² Genezę trudności islandzkich banków przedstawili Philipp Bagus i David Howden w [Iceland's Banking Crisis: The Meltdown of an Interventionist Financial System](#).