

af te dekken. De markt laat er geen misverstand over bestaan: Griekenland gaat nooit ofte nimmer de hele hoofdsom terugbetalen.

De onzekerheid rondom Griekenland heeft weliswaar voor een stijging van verzekeringspremies op schuld van andere zuidelijke eurolanden gezorgd, maar de premiewaardes komen niet in de buurt van de niveaus uit 2011, het hoogtepunt van de kredietcrisis. Indekken tegen kredietverliezen op Italiaanse, Spaanse en Portugese schuld kost een belegger nu respectievelijk 149, 122 en 215 basispunten. Halverwege 2011 waren verzekeringspremies ruim twee keer zo hoog. De angst onder beleggers dat de eurozone uit elkaar valt, is afgaande op deze premies op dit moment een stuk kleiner dan toen.

KORT GEHEUGEN

De reden voor de lage verzekeringspremies ligt in Frankfurt. Beleggers vertrouwen erop dat ECB-

president Mario Draghi obligaties van probleemlanden zal blijven opkopen, waardoor de kans op kredietproblemen gering is.

Maar de CDS-markt heeft een kort geheugen. Griekenland zelf kan dienen als perfecte illustratie om dit te onderbouwen. Het kostte beleggers halverwege 2003 slechts 12 basispunten om bescherming in te kopen tegen een wanbetaling van Griekenland. Tegen Duits kredietrisico indekken, een van de meest solide crediteuren ter wereld, kostte een belegger 8 basispunten per jaar. Dit marginale verschil was niet op fundamentele gronden te verklaren. Het lijkt erop dat beleggers er al in een vroegtijdig stadium, van uitgingen dat de eurolanden te hulp zouden schieten als de Grieken in de problemen zouden komen.

ONDOORZICHTIG

De CDS, pas in 1997 ontwikkeld door de Amerikaanse zakenbank JPMorgan, is uitgegroeid tot een markt met een omvang van tientallen biljoenen dollars en daarmee groter dan die van de totale schulden wereldwijd. De instrumenten worden dan ook niet alleen maar als verzekering gebruikt.

Speculanten nemen het grootste deel van de handel voor hun rekening. Sceptische beleggers en toezichthouders hebben bedenkingen bij het speculeren met CDS-en. Zij stellen dat een koper van een CDS er belang bij heeft dat er brand bij de burens uitbreekt, of in dit geval dat een overheid in serieuze problemen komt.

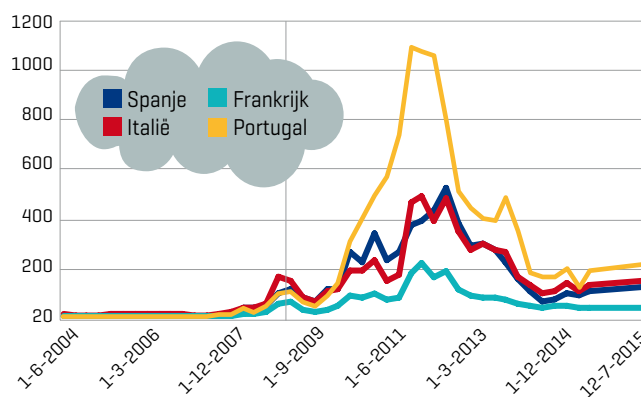
Ook zijn er zorgen over het gebrek aan openheid van de handel. Doordat er geen centrale beurs is voor CDS-en, en handel via de telefoon en fax plaatsvindt (*over the counter*), is onduidelijk wat de precieze blootstelling van financiële

BELEGGER ZIJN NIET BANG VOOR BESMETTING BIJ GREXIT

Geen vrees voor domino-effect

Beleggers lijken het erover eens dat Griekenland een geïsoleerd probleem is. De kredietverzekeringspremies van andere voormalige probleemlanden mogen dan gestegen zijn, ze komen niet in de buurt van de niveaus van 2011. De markt lijkt dus geen akelige domino-effecten te verwachten. Opvallend is de bijzonder lage kredietpremie voor Franse schuld: de premie bedraagt slechts 36 basispunten. Ondanks kwakkelende groei, een log en inefficiënt overheidsapparaat en een knellende schuldenlast lijken beleggers er vertrouwen in te hebben dat de Franse staat iedere geleende euro zal terugbetalen. Het obligatie-opkoopbeleid van de Europese Centrale Bank (ECB) speelt op zijn minst een rol bij het gegeven dat credit default swaps aanzienlijk minder heftig bewegen dan vier jaar geleden. De hamvraag is hoe de CDS-premies reageren als de ECB haar steunmaatregelen intrekt.

ECB DUWT CDS-SPREADS NAAR ELKAAR TOE



*Bron: Bloomberg. De CDS-en verzekeren tegen kredietproblemen van obligaties met een looptijd van vijf jaar.

instellingen aan deze producten is. In de kredietcrisis was het voornamelijk de onduidelijkheid over de CDS-portefeuilles die voor een groot onderling wantrouwen tussen financiële instellingen zorgde.

De grote Amerikaanse verzekeraar AIG verkocht voor een half biljoen aan CDS-en in de periode voor 2008, maar in de loop van de crisis had de regelgever grote twijfels of het bedrijf aan alle verplichtingen kon voldoen. Uiteindelijk greep de Amerikaanse overheid in met een noodlening van 85 miljard

dollar om het bedrijf te redden. De belangrijkste les uit de kredietcrisis: de hoofdsomgarantie van een verkoper van een CDS is weinig waard als deze partij zelf in de financiële problemen komt.

IN PERSPECTIEF

Beleggers kunnen aan de hand van een CDS-premie beoordelen wat het risico op wanbetaling van een crediteur is. Maar een exacte wetenschap is dit niet. Premies bewegen sterk mee met het temperatuur van financiële markten.



**SPECULEREN MET
CDS-EN IS HOPEN
OP BRAND BIJ DE
BUREN, ZEGGEN
SCEPTICI**