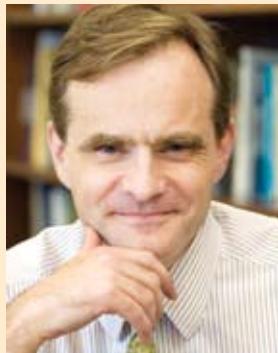


Внутренние риски

Когда финансовые потрясения приводят к серьезным последствиям, производные кредитные инструменты подают ценное раннее предупреждение для макроэкономики



Саймон Джонсон —
экономический советник
и директор
Исследовательского
департамента МВФ.

МНЕНИЕ о том, что многие проблемы финансового сектора в прошлом году были вызваны «неправильной стоимостной оценкой» риска, стало расхожей истиной. Несомненно, в таком мнении есть доля правды, особенно в годы бума, поскольку важнейшие участники финансового рынка, по-видимому, недооценивали серьезные риски.

Вместе с тем справедливо, что с июля 2007 года некоторые из самых надежных указаний относительно точного характера быстро возникавших финансовых проблем поступали от этих же самых рынков обмена рисками. Более того, изучив прошлый период продолжительностью примерно шесть месяцев, сейчас становится очевидным, что эти рынки давали нам более оперативное и точное предупреждение о потенциальных макроэкономических проблемах, чем многие обычные макроэкономические показатели.

Более конкретно, мнение участников рынка относительно вероятности дефолта по различным ценным бумагам можно узнать, наблюдая за ценой спредов так называемых свопов кредитного дефолта (СКД). Смысл заключается в том, если кто-то хочет держать ценную бумагу и защититься от риска дефолта, то на этом рынке можно, по существу, купить страховку, фактически купив опцион на продажу (или «пут») ценной бумаги кому-то другому в случае ее дефолта. Спред СКД — это цена (или, по существу, премия) этой страховки. Поскольку многие из таких СКД обращаются на ликвидных рынках, цена этой страховки обновляется быстро и явным образом.

Можно застраховаться от дефолта по многим типам ценных бумаг, и этот рынок в целом является значительным (некоторые оценивают его в 45 трлн долл. непогашенных обязательств). Но в последнее время особенно информативными ценами были спреды СКД для банков, и позднее — для корпораций. Эти цены изменяются в ответ на ново-

сти (и, конечно, слухи), и их следует интерпретировать с осторожностью. Вместе с тем при внимательном рассмотрении эти цены содержали и содержат много информации. Следует помнить, что они отражают восприятие участников рынка, но события, происходившие с прошлого лета, не раз напоминали нам, что восприятие может быстро стать реальностью, особенно когда это касается банков.

Если участники рынка считают, что отдельный банк или группа банков, скорее всего, допустят дефолт, то спреды СКД увеличиваются. Если представляется, что некоторые банки с меньшей вероятностью допустят дефолт, то спреды СКД снижаются. Представьте себе, что это своего рода финансовый термометр для отдельных банков, который может показать, у кого жар и кто следующий может заболеть.

Уход банков IKB и Northern Rock

Основной неожиданностью, или, возможно, даже шоком прошлого лета было то, что сложившиеся финансовые рынки с большим объемом операций могут быстро стать неликвидными. Проблемы ликвидности способны превратиться в проблемы платежеспособности: возможно, кто-то не может заплатить только из-за того, что у него не оказалось наличности, но это может быть истолковано как признак того, что обязательства превышают активы. А если в результате таких, возможно, необоснованных страхов никто не дает этой стороне в долг, то оплачивать долги может стать не под силу — то есть наступает дефолт.

Другой урок, который мы извлекли прошлым летом, заключается в том, в какой степени проблемы ликвидности могут быстро передаваться между, на первый взгляд, не связанными и прочными частями глобальной финансовой системы. Важнейшим вопросом для предполагаемой финансовой нестабильности является то, как распространяются представления о риске дефолта. Например,

когда в конце июля 2007 года потребовалось спасать IKB, немецкий банк второго уровня (в результате проблем с фондом, который инвестировал в ценные бумаги, связанные с непервоклассной ипотекой в США), спреды СКД резко увеличились для банков по всей Европе, но особенно для банков, значительная часть операций которых приходилась на Германию (см. рис. 1). Это было первым признаком того, что проблемы финансового сектора, обусловленные непервоклассными и аналогичными ипотеками, не будут ограничены Соединенными Штатами. И это оказалось очень серьезной проблемой, которая вначале усложнила, а затем ухудшила перспективы развития мировой экономики.

Это послужило также ценным индикатором того, что банки (и другие участники рынка) начали проявлять беспокойство о том, являются ли платежеспособными другие банки. Как следствие, банки стали накапливать ликвидность, то есть перестали кредитовать друг друга обычным образом. А это, в свою очередь, означало, что Европейский центральный банк (ЕЦБ) и другие центральные банки должны были предоставлять больший объем ликвидности для сохранения межбанковских ставок на низком уровне. И вновь это стало серьезной проблемой для органов денежно-кредитного регулирования в промышленно развитых странах на протяжении осени 2007 года, и в целом значительный успех ведущих центральных банков в обеспечении ликвидности может быть прослежен по динамике спредов СКД.

Спреды СКД были также опережающим индикатором в сентябре 2007 года, когда ипотечный банк Northern Rock

(Великобритания) столкнулся с проблемами ликвидности. Банк Англии, как и ЕЦБ, был готов выделить ликвидные средства, но по историческим причинам он предоставляет кредиты только под государственные ценные бумаги, в отличие от ЕЦБ, который может предоставлять кредиты под ипотеки.

Активы Northern Rock составляли ипотеки, и когда он столкнулся с трудностями в финансировании, он не мог использовать ипотеки как залог для займов у Банка Англии.

Вначале была сделана попытка позволить банку Northern Rock самому разобраться со своими проблемами. Но и в этом случае спреды СКД сигнализировали о том, что такой подход мог оказаться проблематичным. Спреды для ипотечных компаний Bradford & Bingley и Alliance & Leicester (Великобритания), которые имели модели, несколько схожие с моделью Northern Rock (см. рис. 2), увеличились.

Стало ясно, что проблемы не ограничиваются банком Northern Rock, и правительство было вынуждено принять более активное участие.

Появление суверенных фондов накопления богатства

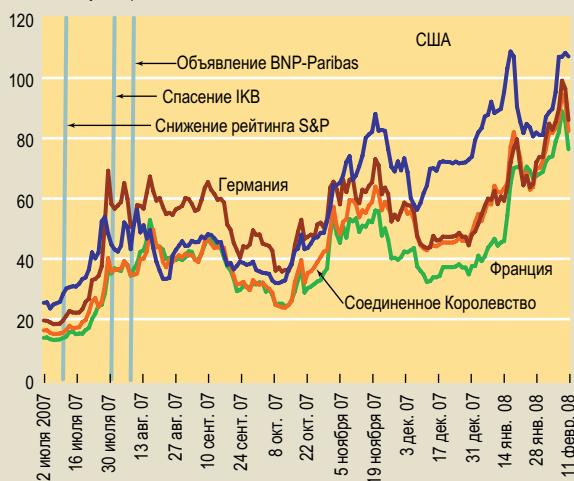
Перейдем сразу к волне рекапитализаций ведущих банков США в течение последних нескольких месяцев. Это представляется положительным явлением. Данные банки признали свои убытки и мобилизовали значительные суммы нового капитала, отчасти у суверенных фондов накопления богатства — крупных пулов иностранного капитала, накопленного

Рисунок 1

Эффект распространения

Когда в Германии произошел дефолт IKB, спреды СКД возросли, особенно для банков, ведущих там значительные операции.

(Крупные банки; средние спреды СКД по 10-летним обязательствам; базисные пункты)



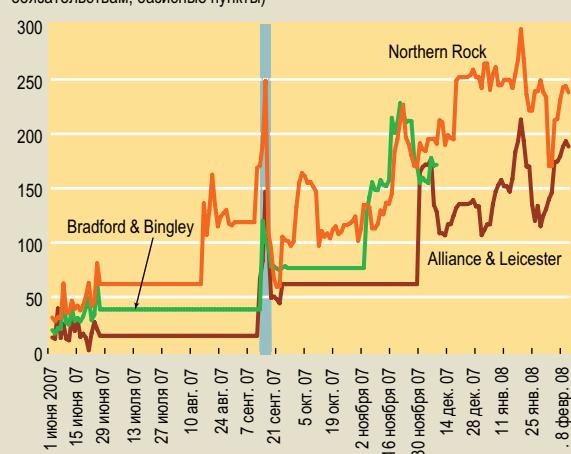
Источник: Datastream.

Рисунок 2

Некомфортная близость

Невзгоды Northern Rock оказались на двух ипотечных фирмах Великобритании со схожими моделями.

(Кредитные организации Великобритании, спреды СКД по 10-летним обязательствам, базисные пункты)



Источник: Datastream.

Примечание. Запятые участки означают период, когда банк Northern Rock обратился за поддержкой в виде ликвидности, а Банк Англии произвел исключительные пополнения ликвидности на денежном рынке.

странами, имевшими в последние годы солидные профициты счета текущих операций. Безусловно, этот капитал уменьшает риск дефолта для участвующих банков, не так ли?

Несомненно, в такой ситуации увеличение капитала целеобразно. Однако поразительно то, что во многих случаях спреды СКД фактически увеличились после объявления инвестиций суверенных фондов (см. рис. 3). Причины этого остаются открытыми для обсуждения. Но это, бесспорно, является признаком того, что рассматриваемые крупные инвестиции из внешних источников, получаемые на очень обоснованных условиях, сами по себе не устраниют целиком риск дальнейших финансовых потрясений.

Красноречивые курсы акций

Мне не хочется создавать у Вас впечатление, что спреды СКД являются единственным интересным индикатором на уровне фирм, который содержит информацию о возможном направлении развития макроэкономической сферы. Курсы различных отраслевых индексов (акций) часто имеют информативный характер; например, когда ожидается спад, курсы в секторе потребительских товаров длительного пользования обычно снижаются, тогда как курсы коммунальных предприятий растут.

Вероятность дефолта, естественно, играет роль в определении курсов акций. Но курсы акций должны отражать будущие прибыли, и вполне вероятно, что ожидаемые прибыли могут снижаться, не приводя к увеличению риска дефолта. Именно опасные грани дефолта, а также особые пути, через которые это может привести к другим дефолтам по всей финансовой системе, захватывают воображение должностных лиц и вызывают у них беспокойство.

Тем не менее, курсы акций являются информативными, либо в сочетании со спредами СКД, либо когда данные о спредах СКД отсутствуют. Если, например, необходимо выяснить, где в европейской банковской системе существует или отсутствует напряженность, то курсы акций являются полезным инди-

катором, особенно для менее крупных организаций, для которых нет активного рынка СКД.

Кроме того, рынки для спредов СКД на корпоративные ценные бумаги в случае стран с формирующимся рынком являются более узкими. Вместе с тем можно изучать спреды

«Возможно, наиболее важный, хотя и неоднозначный, вывод заключается в том, что эти кредитные рынки служат информативным индикатором, полезным для директивных органов, даже если сами кредитные операции проводятся в условиях стресса».

(СКД и обычные) для государственных облигаций и наблюдать за курсами акций ведущих банков. Это сочетание оказалось весьма достоверным индикатором того, где уязвимость привела к напряженности на различных формирующихся рынках за последнее полугодие, и помогло директивным органам принять меры по оздоровлению ситуации в соответствующие сроки.

Что дальше?

Если спреды СКД по-прежнему являются достоверным индикатором финансовых потрясений, то впереди нас ожидает бурный период. В настоящее время спреды СКД для корпоративных обязательств инвестиционного класса больше, чем они были в июле/августе 2007 года. В случае банков США спреды СКД вернулись на уровень ноября 2007 года, когда существовало серьезное беспокойство, а для европейских банков спреды превышают этот уровень.

В США принимаются важные антициклические меры политики, и директивные органы готовы принять надлежащие меры в других странах (хотя в некоторых случаях инфляция и инфляционные ожидания остаются серьезной причиной для беспокойства). Поэтому данная картина является динамичной и обновляется почти ежедневно. Более подробные сведения можно узнать в вашей местной финансовой газете.

Возможно, наиболее важный, хотя и неоднозначный, вывод заключается в том, что эти кредитные рынки служат информативным индикатором, полезным для директивных органов, даже если сами кредитные операции проводятся в условиях стресса. Поэтому может показаться привлекательным поощрение развития таких рынков во всем мире в более широком контексте укрепления и углубления финансовых рынков, при этом имея в виду пополнение инструментария раннего предупреждения для выявления финансовых проблем. Однако такой шаг может быть также преждевременным. Рынок СКД сам испытывает стресс, существуют значительные опасения относительно «риска контрагента» — то есть возможности того, что организации, продающие страховку на рынке, сами допустят дефолт. Такая перспектива пугает. Поэтому, к сожалению, пока еще нельзя с уверенностью узнат, окажется ли рынок СКД отличным способом для передачи и распределения рисков, а также для предупреждения о напряженности в системе, или к нему надо относиться с большой осторожностью из-за потенциального негативного воздействия на финансовую систему в целом. ■

Рисунок 3

Новый капитал

Объявление об инвестициях суверенных фондов накопления богатства первоначально вызвало увеличение спредов СКД.

(Отдельные финансовые фирмы, спреды СКД по 10-летним обязательствам, базисные пункты)



Примечание. Затемненные участки означают даты пополнения капитала суверенными фондами.