Майкл КОБЛАС,
руководитель департамента количественных исследований, CMA

В ДЕНЬ, КОГДА KFW[1] ПЕРЕЧИСЛИЛ 300 МЛН ЕВРО НА СЧЕТА LEHMAN BROTHERS ЗА НЕСКОЛЬКО ЧАСОВ ДО БАНКРОТСТВА, СТАЛО ОЧЕВИДНО, ЧТО СУЩЕСТВУЮЩАЯ СИСТЕМА ОЦЕНКИ КРЕДИТНОГО РИСКА ДОЛЖНА ИЗМЕНИТЬСЯ. ВРЕМЕНА, КОГДА MIDDLE OFFICE БАНКА ОТЧИТЫВАЛСЯ В КОНЦЕ ДНЯ ИЛИ НЕДЕЛИ, А FRONT OFFICE РАБОТАЛ В РЕЖИМЕ РЕАЛЬНОГО ВРЕМЕНИ, ПРОШЛИ. ДИНАМИЗМ РЕАЛЬНОГО ВРЕМЕНИ ДОЛЖЕН БЫЛ ПРИЙТИ НА СМЕНУ ПРЕЖНЕЙ НЕСПЕШНОСТИ В ОЦЕНКЕ И УПРАВЛЕНИИ КРЕДИТНЫМ РИСКОМ КОНТРАГЕНТОВ. В ЭТОЙ СТАТЬЕ МЫ РАССМОТРИМ, КАК ИНФОРМАЦИЯ ОБ АКТИВНОСТИ НА РЫНКЕ CDS МОЖЕТ ПОМОЧЬ В УПРАВЛЕНИИ КРЕДИТНЫМ РИСКОМ.

ЛИКВИДНОСТЬ как опережающий индикатор на рынке CDS

ЭВОЛЮЦИЯ ОЦЕНКИ КРЕДИТНОГО РИСКА КОНТРАГЕНТА

Долгое время оценка кредитного риска была прерогативой «большой тройки» рейтинговых агентств. Их методика характеризовалась определенной статичностью. Мировой финансовый кризис, резко изменивший рыночные условия, наглядно продемонстрировал недостатки такого подхода. Сами по себе кредитные рейтинги уже не удовлетворяют растущую потребность участников рынка в большей прозрачности и возможности следить за кредитным риском в режиме, максимально приближенном к реальному времени. Продолжительные процедуры оценки кредитной надежности, принятые в крупных рейтинговых агентствах, не могут обеспечить игроков рынка своевременным потоком информации, что неприемлемо в условиях быстро ухудшающегося кредитного качества контрагентов.

В итоге, компаниям, испытывающим потребность в текущей оценке кредитного риска, понадобились дополнительные инструменты, которые компенсировали недостатки традиционных кредитных рейтингов.

В поиске дополнительных индикаторов игроки рынка обратились к кредитным деривативам. На этом рынке состояние индивидуального кредитного риска оценивается практически в режиме реального времени, а оценки подкреплены капиталом тех, кто продает или покупает кредитный риск конкретной компании.

В отличие от кредитных оценок на рынке корпоративных облигаций, которые в силу своей ограниченности часто приводят к отклонениям от справедливой цены, рынок CDS с его способностью дать оценку кредитному риску с учетом всего корпоративного долга в обращении стал естественным выбором для компаний, нуждающихся в адекватном и надежном источнике информации.

РЫНОК CDS

Вследствие внебиржевой структуры рынка CDS его участники сталкиваются с определенными трудностями в получении доступа к надежной информации о котировках. В отличие от биржевого рынка, метод сбора информации на рынке CDS сильно влияет на возможность сделать правильные выводы из наблюдений за потоком котировальных данных.

[1] **Kreditanstalt für Wiederaufbau** — немецкий государственный банк, в котором федеральному правительству Германии принадлежит 80% акций, федеральным землям Германии — 20%. 15 сентября 2008 года, за несколько часов до официального банкротства Lehman Brothers, руководство KfW перевело в американский банк 300 млн евро, общая сумма потерь на сделках с Lehman Brothers оценивается в 536 млн евро (по материалам Википедии).

Так как первичная рыночная информация (так называемый «первый уровень информации») доступна лишь по небольшому перечню кредитных имен, большая часть кредитного риска торгуется без обеспечения прямого доступа к первичным данным. И хотя некоторые провайдеры котировок CDS предоставляют эту информацию, она, как правило, дается в обобщенном виде и, следовательно, теряет свою потенциальную ценность для front office. Оценка кредитного риска в таком случае производится на основании одних котировок, без учета такого важного фактора, как активность рынка. Подобная агрегированная информация «третьего уровня» может немного сказать об оценке рынком риска дефолта или о рыночных ожиданиях относительно его изменения.

Источником данных «второго уровня» являются индикативные котировки, которые участники рынка получают от своих маркет-мейкеров. Этот вид информации позволяет отследить рыночную активность по CDS в разрезе долга конкретной компании.

Для того чтобы наиболее полно понимать динамику рынка в отношении долга определенной компании, важно следить за ценой страховки в связке с размером и масштабом рыночной активности по этой CDS. Наблюдение за внезапными падениями и скачками рыночного интереса к определенному кредиту может объяснить, как игроки рынка CDS реагируют на новую информацию. Особенно важно увидеть реакцию рынка на ранних стадиях роста кредитного риска, а еще лучше понять это заранее. Далее мы покажем, что уровень рыночной активности может быть более чувствительным к информации, чем котировки, и послужить опережающим индикатором будущего изменения цены.

Умение расшифровать рыночную активность позволяет риск-менеджерам или трейдерам увидеть потенциальную опасность до того, как цены существенно изменятся. Отслеживание этих данных может улучшить ad hoc оценку кредитного риска контрагента и помочь скорректировать рыночную позицию до того, как оценка кредитного качества начнет снижаться.

МОНИТОРИНГ CDS-АКТИВНОСТИ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ OTC MARKET SPECIFIC QUOTING PATTERNS

Как мы уже упоминали ранее, достаточно сложно получить доступ к информации «второго уровня», которая учитывает и котировки, и ликвидность рынка. Примеры, описанные в статье, основаны на потоке данных между маркет-мейкерами и инвесторами. Они демонстрируют, что полная оценка рыночного интереса к определенному кредиту должна основываться не только на значениях котировок, но и на данных о частоте их выставления и количестве участников, их запросивших.

Такая информация может быть получена только от трейдеров buy side. В своих выводах мы отталкиваемся от того, что маркет-мейкеры будут предоставлять индикативные цены с большей частотой и большему кругу трейдеров в условиях повышающегося интереса к определенному долгу. Даже если консенсус-цена на CDS остается практически неизменной, возросшая интенсивность котирования свидетельствует о концентрации внимания рынка на данном долге.

Оба следующих примера иллюстрируют использование индикатора частоты котирования (quoting frequency). Частота котирования указывает на то, сколько агрегированных цен было предоставлено трейдерам buy side. Агрегированная цена возникает в том случае, если несколько маркет-мейкеров выставили свои котировки по одному и тому же CDS. В случае обновления котировки или добавления новой вычисляется новая агрегированная цена. В этом случае показатель частоты котирования растет. Таким образом, частота котирования имеет прямую связь с количеством обновлений индикативных котировок маркет-мейкерами.

Маркет-мейкеры будут котировать CDS чаще, если интерес к страховке по определенному кредиту растет со стороны buy side.

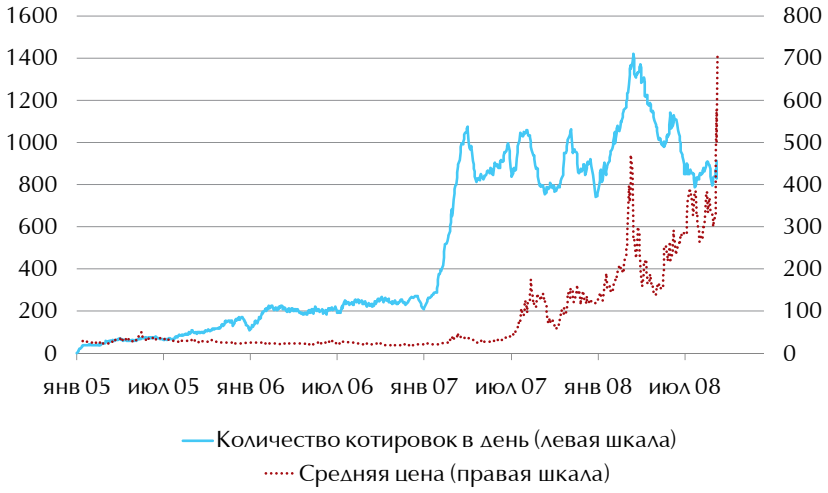


Рисунок 1
Количество котировок в день и цена пятилетнего CDS Lehman Brothers
(дневные котировки для всех периодов IMM, с учетом дневных отклонений; средняя цена в б.п. на текущий пятилетний CDS по старшему необеспеченному долгу Lehman Brothers)

На Рисунке 1 показаны индикатор рыночного интереса (частота котирования — сплошная красная линия) и цена страховки (цена пятилетнего CDS — черная пунктирная линия) для старшего необеспеченного долга Lehman Brothers. Цена CDS была стабильной до середины 2007 года. После того как Bear Sterns раскрыл информацию о своих потерях на рынке subprime в июле 2007 года, цена CDS на долг Lehman Brothers впервые подскочила на 50 б.п., сигнализируя о растущей тревоге участников рынка. Но не обращал ли рынок внимания на долг Lehman Brothers еще раньше? Обращал.

Индикатор частоты котирования сигнализировал о резком росте интереса к страховке от дефолта Lehman Brothers за шесть месяцев до скачка цены. Рост интереса совпал по времени с публикацией данных о потерях банка HSBC в феврале 2007 года. Мы можем предположить, что игроки рынка, узнав об убытках HSBC, встревожились и по поводу состояния других банков.

Влияние новости о проблемах HSBC на оценку рынком CDS индивидуальных корпоративных долгов становится более очевидным, если взглянуть на Рисунок 2. В то время как частота котирования осталась стабильной для Deutsche Bank после января 2007 года, для Lehman Brothers она выросла в пять раз, позднее то же произошло с Merrill Lynch и Morgan Stanley. В течение последующих двух лет один из трех американских банков обанкротился, а два других экстренно обратились за дополнительным капиталом.

Эти графики показывают, что большинство участников рынка CDS прогнозировали риски, связанные с subprime–кредитованием, уже в феврале 2007 года. Имея в своем распоряжении подобную информацию, можно было бы заранее идентифицировать растущий риск и принять соответствующие меры по его минимизации.

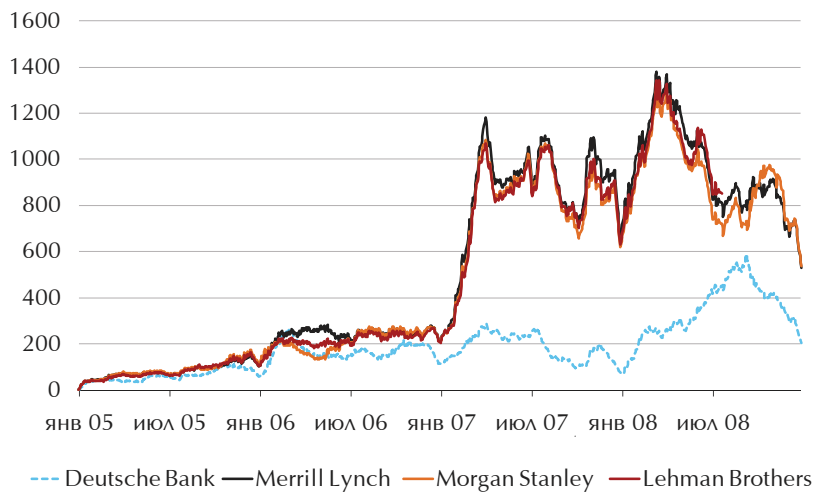
Дальнейший анализ рыночной активности в разрезе срока CDS показал бы значительный рост частоты котировок для пятилетних CDS в первой половине 2007 года. Это может означать, что участники рынка предпочитали CDS-контракты со сроком, аналогичным своим позициям, именно для хеджирования риска, а не для спекуляций. В последнем случае наблюдался бы рост частоты котирования по самым свежим выпускам пятилетних CDS.

ГРЕЧЕСКИЙ КРИЗИС

Греция может служить более свежим примером использования данных по рыночной активности для оценки кредитного риска. В течение нескольких лет греческое правительство испытывало трудности в управлении государственным бюджетом, что привело в итоге к высокому уровню государственного долга. Со временем это вызвало естественные опасения относительно способности Греции обслуживать свой долг и продолжать рефинансирование на международных рынках. В начале декабря средства массовой информации стали уделять все больше и больше внимания проблеме греческих долгов. Цены на греческие государственные облигации стали стремительно падать. Многие институциональные инвесторы, имевшие активы в греческих государственных облигациях, понесли существенные потери.

На Рисунке 3 мы видим, как цена страховки для Греции (черная пунктирная линия) начала постепенно расти в начале ноября, реагируя на новости о греческих проблемах. Тем не менее, более четкая картина реакции рынка CDS на описываемые события в ноябре вырисовывается, если посмотреть на индикатор частоты котировок (сплошная красная линия). Мы видим, что частота котирования по греческим CDS выросла в пять раз за девять дней (с 10 по 19 ноября), как только первые новости о возможных проблемах появились в СМИ. Частота котирования выросла с 477 котировок в день до 1529. На графике показано, что этот показатель вырос также и для Германии, и для других стран еврозоны, но для Греции рост был самым большим. Для стран вне еврозоны, на-

Рисунок 2
Количество котировок в день по выбранным банкам (дневные котировки для всех периодов IMM, с учетом дневных отклонений)



пример Польши, данный показатель практически не изменился.

Частота котировок указывает, что значительный рост внимания на Греции и других странах еврозоны пришелся на первую неделю до 19 ноября. В течение последующих двух-трех недель спред между греческими и немецкими CDS продолжил свой рост. В итоге это привело к росту доходностей уже на рынке облигаций в начале декабря.

Частота котирования выступила опережающим индикатором перемен в оценке кредитного риска Греции и стран еврозоны. Еще три недели понадобилось для того, чтобы CDS-спред по греческому долгу пробил уровень в 200 б.п. и устремился к 400 б.п. За три недели любой инвестор, отслеживавший опережающий показатель частоты котирования, мог бы внимательно проанализировать ситуацию и принять меры по минимизации растущего риска.

Мировой финансовый кризис изменил подход к оценке кредитного риска. Инвесторы должны отслеживать его состояние практически в режиме реального времени, так как традиционные оценки рейтинговых агентств не могут своевременно реагировать на изменившуюся рыночную ситуацию. Опережающими индикаторами могут служить показатели рыночной активности на рынке CDS, в частности показатель частоты котирования. Данный индикатор может заранее указать на изменения в настроении рынка и помочь минимизировать риски потерь при ухудшающемся кредитном качестве контрагента.

Рисунок 3
Количество котировок в день и цена CDS для Греции

Premium Cbonds

Премиум-тариф, включающий
все информационные услуги Cbonds

Для оформления платного
или пробного доступа
к услуге зайдите в раздел
меню «Доступ к сайту»
на сайте Cbonds.info

на правах рекламы