Гаван НОЛАН,
директор, департамент исследований кредитных рынков, Markit

В последние годы кредитные рынки часто оказывались в центре внимания, но поводы не всегда были хорошими. Истории с Bear Sterns, AIG и Lehman Brothers запомнились как профессионалам рынка, так и людям, далеким от финансовой сферы. Нет никаких сомнений в том, что широкое распространение разнообразных производных долговых инструментов увеличило масштаб случившейся рецессии. Но также не приходится сомневаться в том, что обыкновенный кредитный дефолтный своп стал как никогда прежде полезен в хеджировании кредитного риска и понимании перспектив конкретной компании или региона.

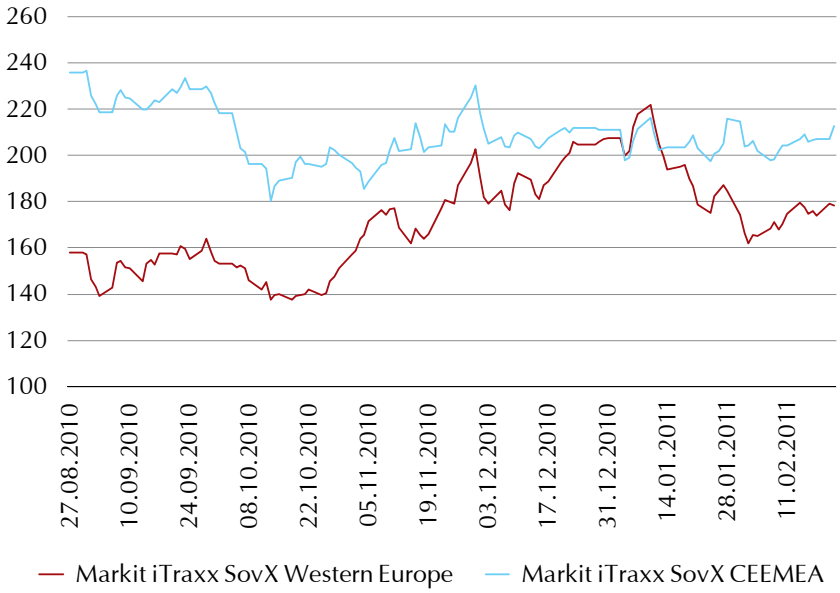
МАЯЧОК долгового рынка

Именно рынок кредитных дефолтных свопов для суверенного долга пережил расцвет с момента начала долгового кризиса в 2007 году. До этого рынок CDS по развитым странам был очень небольшим. CDS Италии — крупнейшего должника ЕС — всегда имели большой объем торгов. В то же время, практически не существовало рынка CDS Германии и Великобритании, что неудивительно: спреды по ним составляли 1 б.п. в первой половине 2007 года, то есть риска практически не существовало. Даже Ирландия тогда торговалась со спредом в 2 б.п.

Все изменилось с банкротством Lehman Brothers. Стало понятно, что на рынке слишком много финансовых организаций, которые «слишком большие, чтобы обанкротиться». Это означало, что правительствам большинства стран не оставалось ничего иного, как спасать банки от неизбежного банкротства ценой значительного ухудшения своего финансового положения. Ирландия, риск которой еще недавно оценивался в 2 б.п., в 2010 году уже имела дефицит бюджета в 32% от ВВП и спред по CDS более 600 б.п. Рынки сразу просчитали, что бремя финансирования дефицита непосильно для страны, и заложили это в цену CDS. И оказались правы, так как Ирландии в конечном итоге пришлось принять помощь ЕС и МВФ. К тому времени Греция была уже спасена, но многие инвесторы все же опасаются, что реструктуризация греческого долга неизбежна.

Все это очень напоминает проблемы долговых рынков развивающихся стран на протяжении последних 30 лет. Рисунок 1 показывает, что индекс iTraxx развивающихся стран демонстрировал лучшую динамику на протяжении 2010 года, чем индекс iTraxx развитых стран, на протяжении 2010 года. Тем не менее, Markit iTraxx SovX Western Europe, торгуемый индекс, включающий наиболее ликвидные суверенные долги 15 стран (включая периферийные Грецию, Ирландию, Португалию и Испанию), существенно вырос в течение прошлого года. На максимальном значении в январе 2011 года он даже превзошел ин-

Рисунок 1
Динамика индексов Markit iTraxx SovX Western Europe и Markit iTraxx SovX CEEMEA



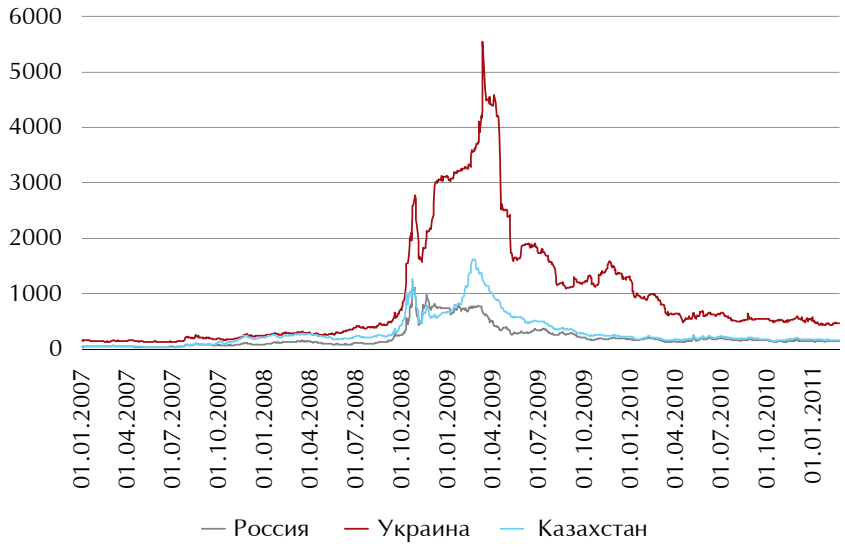


Рисунок 2
Спред CDS по суверенному долгу России, Украины и Казахстана

декс развивающихся стран Markit iTraxx SovX CEEMEA, впервые за всю историю расчетов.

Markit iTraxx SovX CEEMEA торгуется с января 2010 года и включает 15 наиболее ликвидных в плане торгов суверенных заемщиков в регионе CEEMEA (Central East Europe, Middle East, Africa). Ликвидность торгов подтверждается еженедельными данными по обороту в DTCC Trade Information Warehouse. В отличие от своего аналога по западноевропейским странам, SovX CEEMEA имеет неравные веса. Из 15 входящих в него стран 11 — из Восточной Европы, оставшиеся — из Африки и Ближнего Востока. Россия и Турция имеют наибольший вес — 15%, на остальные приходится от 4% до 8%.

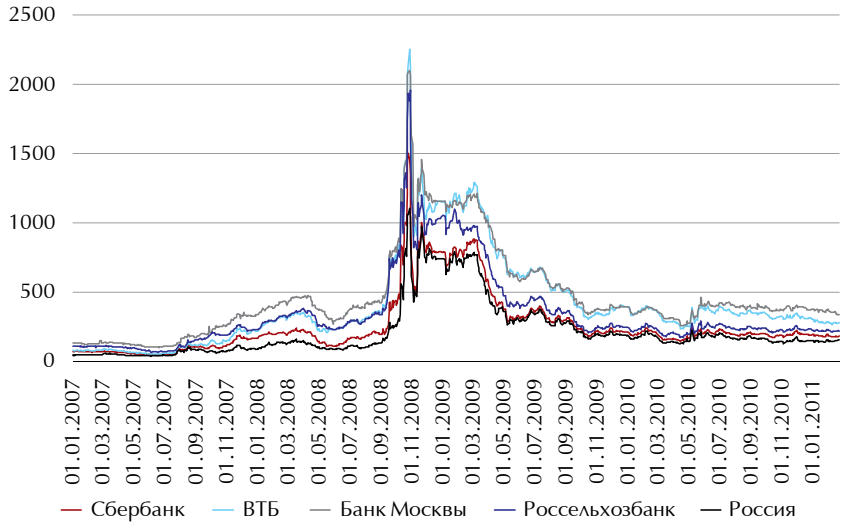
Рисунок 1 показывает, что динамика индекса была неплохой и в период нестабильности на финансовых рынках во второй половине 2010 года, и в начале текущего года даже несмотря на то, что к концу года индекс вновь стал демонстрировать более широкий спред, чем SovX Western Europe, хотя это связано в первую очередь с нормализацией ситуации вокруг долгов периферийных стран еврозоны, а не с ухудшением кредитного состояния развивающихся стран. Каков был вклад России — одной из главных стран в индексе — а также других стран СНГ в его динамику?

Рисунок 2 показывает, что Россия, Украина и Казахстан не были застрахованы от шоков мировой финансовой системы. Во всех трех странах были банки, которые столкнулись с проблемами финансирования и обратились к государственной поддержке. Спред по российским CDS достиг пика в 1106 б.п. 27 октября 2008 года, согласно данным Markit. Спред по CDS Казахстана, который также имел существенную задолженность банковского сектора, пересек отметку 1600 б.п. в феврале 2009 года. Но самой плохой была динамика CDS Украины с ее историей долговых проблем. Спред пробил уровень 5500 б.п. В тот момент Украина с точки зрения инвесторов была самым ненадежным заемщиком в мире. Следует также отметить, что в период 2008–2009 годов все три страны имели перевернутые кредитные кривые — классический признак долгового стресса.

> РОСТ СПРЕДОВ ПО CDS РОССИЙСКИХ БАНКОВ ОЖИДАЕМО НАЧАЛСЯ СРАЗУ ПОСЛЕ БАНКРОТСТВА LEHMAN BROTHERS В СЕНТЯБРЕ 2008 ГОДА. СТОИМОСТЬ СТРАХОВКИ ДОЛГА СБЕРБАНКА И РОССЕЛЬХОЗБАНКА ВЫРОСЛА ДО 1500 Б.П., СПРЕД ПО БАНКУ МОСКВЫ И ВТБ ПРОБИЛ УРОВЕНЬ В 2000 Б.П.

Слабое состояние российской банковской системы и ее негативное влияние на суверенный долг становится очевидным при рассмотрении динамики CDS конкретных банков. Рост спредов по CDS российских банков ожидаемо начался сразу после банкротства Lehman Brothers в сентябре 2008 года, когда и без того хрупкая финансовая система стала терять устойчивость. Стоимость страховки долга Сбербанка и Россельхозбанка выросла до 1500 б.п., спред по Банку Москвы и ВТБ пробил уровень в 2000 б.п. Как ожидалось, все это

Рисунок 3
Корреляция спредов CDS для банковского сектора и суверенного долга



сильно коррелировало со спредом по суверенному долгу (Рисунок 3). Подобная связь была характерна как для развитых, так и для развивающихся рынков. Во времена финансовой нестабильности крупные банки зависят от государственной поддержки, оказание которой происходит в ущерб кредитному состоянию суверена.

ЛИКВИДНОСТЬ

Насколько надежны спреды CDS как индикатор? Для ответа на этот вопрос мы должны взглянуть на показатель рыночной ликвидности, которую можно определить как возможность продать актив без существенного изменения рыночной цены. Инвестор должен иметь возможность закрыть позицию в течение ограниченного периода времени по цене, близкой к среднерыночной. Главным фактором ликвидности является количество дилеров. Участнику рынка гораздо тяжелее закрыть позицию на инструмент, у которого три активных дилера, по сравнению с инструментом, у которого их пятнадцать. Кстати, именно низкая ликвидность ряда непрозрачных долговых инструментов и внесла свой вклад в стремительное развитие долгового кризиса. Банкротство ряда ведущих маркет-мейкеров (Lehman Brothers, Bear Sterns) только усугубило ситуацию, уменьшив количество активных дилеров.

Еще одним показателем ликвидности считается спред (разница) между ценой покупки и ценой продажи: чем меньше разница, тем ликвиднее рынок. В определенном смысле это скорее даже следствие количества дилеров (глубины рынка), так как высокая конкуренция между дилерами как раз способствует уменьшению этой разницы.

Система анализа данных по рынку CDS Markit Liquidity Metrics позволяет анализировать этот важный рыночный показатель. Рисунок 4 показывает количество котировок, ежедневно проходящих через систему данных по рынку CDS от компании Markit. Это непосредственный показатель рыночной активности. Как мы видим, Россия является наиболее часто котируемой страной, что подтверждается спредом, колеблющимся на уровне 2 б.п. Спред по ценам покупки и продажи колеблется на уровне 2 б.п. В системе Markit Liquidity Scores, которая учитывает количество котировок и bis/ask помимо прочих факторов, России присвоен самый высокий показатель ликвидности на первом уровне (5 — самая низкая активность). Ликвидность CDS Украины и Казахстана хоть и не достигает уровня России, но тоже имеет индекс 1.

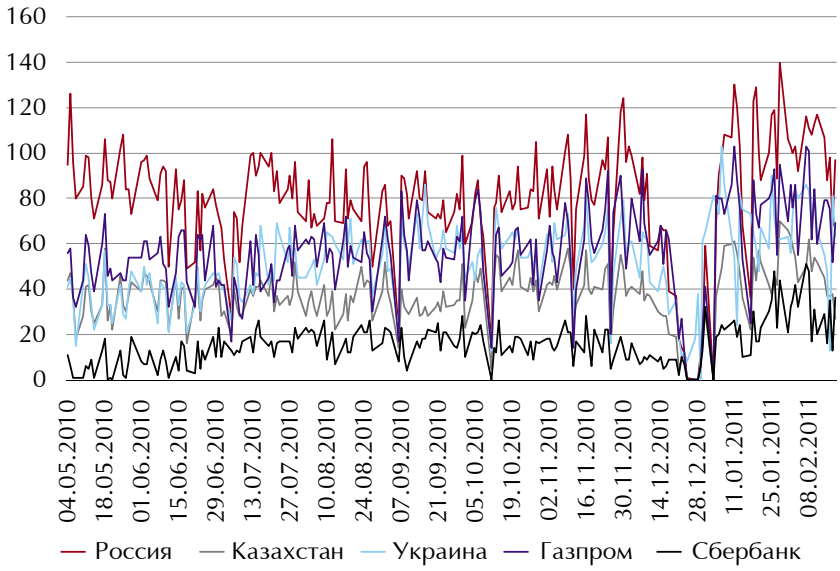


Рисунок 4
Количество ежедневных котировок по CDS

Долг «Газпрома» считается многими участниками рынка наиболее ликвидным по сравнению с другими компаниями из СНГ, и это подтверждается данными от Markit. В системе Markit его ликвидности присвоен первый уровень. В то же время, CDS Сбербанка котируются реже, а спред по ценам у него больше, чем у «Газпрома». Все это позволяет присвоить ему лишь второй уровень ликвидности в Markit Liquidity Score. В целом остальной банковский сектор России имеет третий или четвертый уровень ликвидности. То же самое можно сказать и про прочие компании нефтегазового сектора, например «ЛУКОЙЛ». Тем не менее, рисунок 4 показывает, что торговая активность на рынке CDS России и СНГ на протяжении всего 2010 года оставалась достаточно стабильной за исключением периода новогодних праздников. Данные DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation) демонстрируют, что CDS России, Украины и Газпрома являются наиболее часто торгуемыми

Ситуация на рынке CDS из СНГ серьезно улучшилась по сравнению с периодом колебаний 2008–2009 годов. Спреды значительно сузились вследствие стабилизации на мировом финансовом рынке, начавшегося периода экономического восстановления в развитых странах и роста цен на биржевые товары. В то же время, спреды по CDS все еще выше уровней 2007 года, так как инвесторы прекрасно понимают, что не все риски устранены. Экономические дисбалансы, вызвавшие текущий кризис, в развитых странах сохраняются, а развивающиеся рынки уязвимы из-за волатильности притока капитала. В такой ситуации использование CDS поможет активным участникам рынка управлять рисками.

«ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ДИСБАЛАНСЫ, ВЫЗВАВШИЕ ТЕКУЩИЙ КРИЗИС, В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ СОХРАНЯЮТСЯ, А РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ УЯЗВИМЫ ИЗ-ЗА ВОЛАТИЛЬНОСТИ ПРИТОКА КАПИТАЛА. В ТАКОЙ СИТУАЦИИ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ CDS ПОМОЖЕТ АКТИВНЫМ УЧАСТНИКАМ РЫНКА УПРАВЛЯТЬ РИСКАМИ»