Считается, что стоимость кредита определяется рядом конкретных особенностей, присущих тому или иному эмитенту. Тем не менее исторический опыт показывает, что стоимость кредита подвержена фундаментальным изменениям, которые сложно объяснить индивидуальными особенностями конкретных заемщиков. В годы быстрой экспансии (1920-е, 1950-е,1960-е, 2002–2008 годы) кредитные условия всегда становились менее жесткими, а процентные ставки и спреды опускались все ниже для большинства заемщиков. В свою очередь, в кризисной ситуации (1930-е годы, после 2008 года) стоимость кредита резко возрастала — до такой степени, что ряд организаций полностью теряли доступ к финансированию.

Что двигает стоимость кредита?

Игорь АКСЕНОВ,
вице-президент, специалист по рискам на рынке секьюритизированных продуктов, Barclays Capital[1]

В колебаниях цены на кредит есть рациональное зерно. Мы наблюдаем цикличное изменение в системе — от сжатия до переизбытка, время, когда кредит доступен всем, и время, когда он доступен немногим. Также очевидно, что со временем экономическое положение заемщиков меняется.Тем не менее этого явно недостаточно, чтобы объяснить часто возникающее резкое изменение цены предлагаемого кредита для многих заемщиков.

Многочисленные исследования, посвященные динамике ценообразования на рынке облигаций разных типов, можно разделить на несколько основных групп. Часть авторов исходят из системы оценки ценности одних кредитных продуктов относительно других; некоторые рассматривают точность существующих систем оценки и вероятность правильности предсказаний кредитных потерь; другие смотрят на макрокартину и оценивают движение стоимости кредита в общем.

БАЗОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Выводы, сделанные в ряде работ, сегодня принимаются как данность. Для инструментов с высоким кредитным рейтингом кривая кредитных спредов положительна, с низким кредитным рейтингом — отрицательна, в то время как средние рейтинги имеют нерегулярную форму с пиковыми значениями[2]. В длительной перспективе, движение цен на облигации с высокими рейтингами коррелирует с государственными бумагами аналогичных типов — чем выше рейтинг, тем больше коэффициент корреляции. В свою очередь, движение цен на облигации с низкими рейтингами, особенно ниже инвестиционных, коррелирует с движением акций[3].

ВВЕДЕНИЕ МАКРОФАКТОРОВ

После финансовых проблем 2001 года появилось несколько исследований, посвященных ценообразованию

[1] Статья отражает личное мнение автора и не является исследованием Barclays Capital.

[2] He, Hu и Lang (2000).

[3] Keim и Stambaugh (1986), Fama и French (1989, 1993), Campbell и Ammer (1993). В некоторых исследованиях эта тема изучается в рамках индивидуальных компаний (Kwan 1996), а также на уровне портфеля (Blume, Keim и Patel (1991), Cornell и Green (1991)).

на кредитном рынке, которые уделяют большое внимание системному фактору, что условно обозначается «наличием ликвидности». Они объясняют изменение стоимости кредита с помощью трех основных наборов переменных: а) риск дефолта и степень потерь; б) ликвидность и возможность продажи на рынке; в) системные риски.

Макрофакторы преобладают в этой системе координат. По мнению Elton, Agrawal и Mann (2001), размер кредитного спреда зависит от премий за риск дефолта, за налоговую нагрузку и также за «системный риск». Этот тип риска имеет значение, так как факторы, влияющие на движение цен на акции, также отражаются и на кредитных спредах. Исследование Boudoukh, Richardson, Stanton и Whitelaw (1996) демонстрирует, что только 10% изменения цен безрисковых облигаций, гарантированных GNMA, определяется чисто рыночным движением процентных ставок.

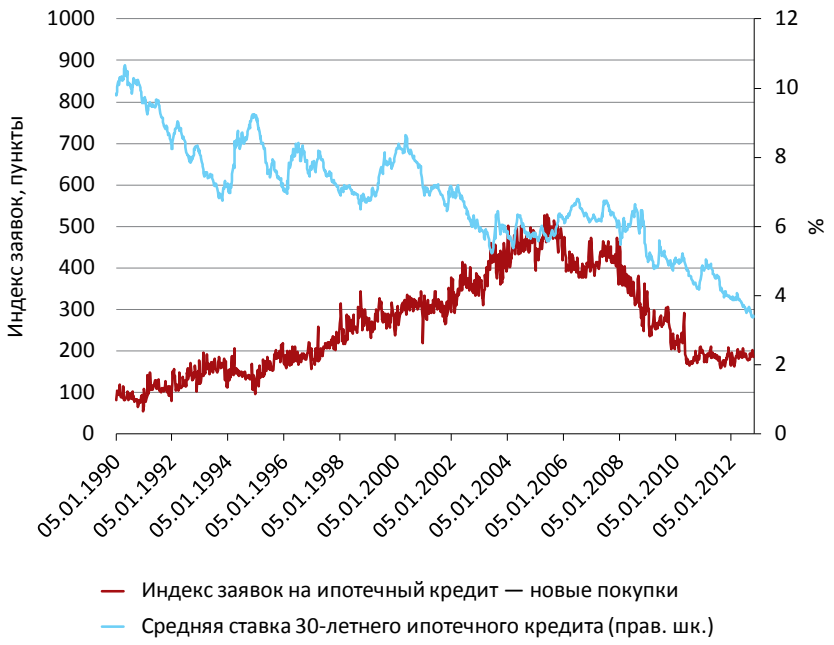
Подтверждая это мнение, Collin-Dufresne, Goldstein и Martin (2001) заключили, что индивидуальные особенности эмитентов и прочие факторы, которые традиционно считаются определяющими, объясняют только малую долю колебаний спредов. Они утверждают, что существует единый фактор, не зависящий от индивидуальных особенностей финансовых инструментов (типа и имени эмитентов, секторов и рейтингов), который объясняет большую часть изменений в кредитных спредах. Вслед за этим ряд авторов исследовали эту тему, показав, что движение индексов S&P 500 и VIX объясняет значительную часть системного фактора[1].

К сожалению, результаты этих исследований не могут быть использованы для работы на рынке сегодня. Исследователи рассматривали движение цен и доходности, предполагая априори, что эти цифры отражают все факторы стоимости кредита. В условиях финансовых репрессий, когда реальные процентные ставки негативны, это утверждение неверно в корне.

> «НА ПРАКТИКЕ МНОГИМ ИНВЕСТОРАМ РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА И МНЕНИЯ ИССЛЕДОВАТЕЛЕЙ С WALL STREET ДАВНО ЗАМЕНИЛИ СОБСТВЕННЫЙ АНАЛИЗ. ЭТО ПРИВЕЛО К КОНЦЕНТРАЦИИ ОСНОВНЫХ РЕШЕНИЙ В РУКАХ ДОСТАТОЧНО ОГРАНИЧЕННОЙ ГРУППЫ ОРГАНИЗАЦИЙ»

Рисунок 1

Заявки на ипотеку и ставка 30-летнего ипотечного кредита в США



ОБЩАЯ КАРТИНА СЕГОДНЯ

В традиционной системе оценки стоимость кредита определяется прежде всего особенностями эмитента и характеристиками конкретной ценной бумаги. Но на практике многим инвесторам рейтинговые агентства и мнения исследователей с Wall Street давно заменили собственный анализ. Это привело к концентрации основных решений в руках достаточно ограниченной группы организаций. Таким образом, часто для индивидуальной компании кредит стоит дороже или дешевле, в зависимости от внимания или мнения относительно небольшой группы людей.

Финансисты, равно как и исследователи, работают в условиях, существующих в конкретный момент времени. На практике это означает, что при оценке кредитоспособности заемщика общеэкономическая ситуация рассматривается только с точки зрения того, как она влияет на конкретную индустрию, сектор или компанию. Рационально, что аналитики принимают как данность все неэкономические факторы, которые не отражаются напрямую в их работе.

В период бурного развития финансовых рынков, с 1980-х годов, аналитики рассматривали центральный банк скорее как индикатор направления политики, а не как активного участника рынков и конкурента. В эпоху перманентного роста, в обстановке минимального вмешательства финансовых регуляторов в рыночные операции многие перестали обращать внимание на макроэкономические факторы вовсе. В результате, финансовое сообщество привыкло к прозрачности ценообразования и к тому, что мож-

[1] Blanco, Brennan и Marsh (2005), Cremers, Driessen, Maenhout, а также Weinbaum (2008), Ericsson, Jacobs и Oviedo (2009) и Zhang, Zhou и Zhu (2009).

ДО СИХ ПОР ИССЛЕДОВАТЕЛИ РАССМАТРИВАЛИ ДВИЖЕНИЕ ЦЕН И ДОХОДНОСТИ, ПРЕДПОЛАГАЯ АПРИОРИ, ЧТО ЭТИ ЦИФРЫ ОТРАЖАЮТ ВСЕ ФАКТОРЫ СТОИМОСТИ КРЕДИТА. В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВЫХ РЕПРЕССИЙ, КОГДА РЕАЛЬНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ НЕГАТИВНЫ, ЭТО УТВЕРЖДЕНИЕ НЕВЕРНО В КОРНЕ

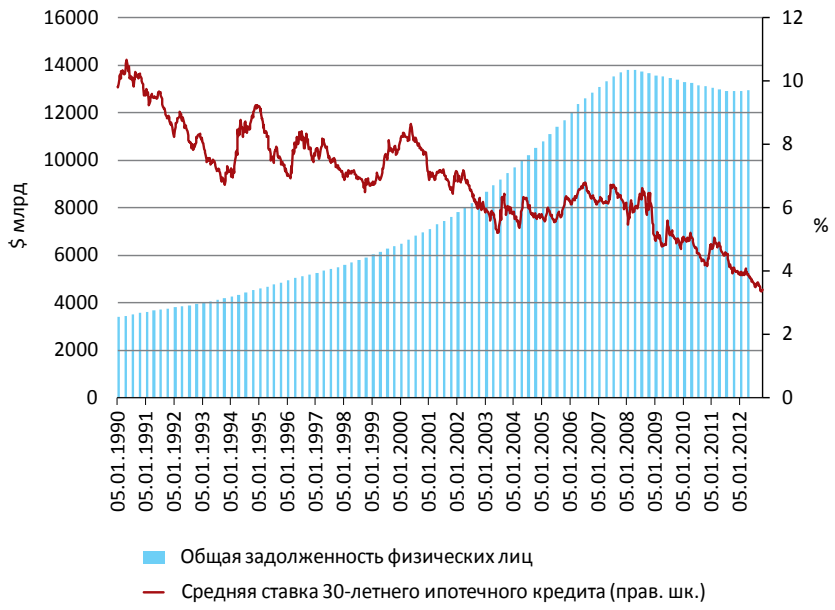


Рисунок 1

Общая задолженность физических лиц и ставка 30-летнего ипотечного кредита в США

но оценивать состояние рынка только по уровню доходности инструментов, котируемых на рынке, не принимая во внимание остальные неколичественные факторы.

ФУНДАМЕНТ ПРИШЕЛ В ДВИЖЕНИЕ

Начиная с 2009 года Центральный банк США занимается фактически необеспеченной эмиссией денег[1]. Прямым следствием такой политики является вытеснение частного капитала из облигаций правительства и гарантированных государством облигаций ипотечных агентств, а также вытекающее из этого резкое снижение доходности практически всех кредитных инструментов в результате перетока в них свободных средств с других рынков.

Вследствие этого последние несколько лет макросображения перевешивают индивидуальные особенности заемщиков при расчете доходности. Но в условиях медленно растущей экономики распределение ресурсов не становится проще, так как падение номинальной стоимости кредита совсем не означает увеличение кредитования[2]. Ярким примером этого является уровень процентных ставок на облигации, обеспеченные жилыми и коммерческими закладными: рисунок 1 показывает резкое падение уровня ставок одновременно с падением количества заемщиков.

КАК ОЦЕНИВАТЬ КРЕДИТ В НОВЫХ УСЛОВИЯХ

Складывается ситуация, где стоимость кредита, выраженная в процентных пунктах, отражает только часть его реальной стоимости. Прямое тому доказательство — возрастающее количество заемщиков по жилой и коммерческой ипотеке, неспособных рефинансировать свои обязательства, притом что номинальная стоимость кредита продолжает падать.

Прозрачность ценообразования теряется, и постепенно растет влияние макрофакторов в реальной цене кредита. Очевидный дополнительный фактор — ужесточение практически всех остальных кредитных критериев, немалая часть которых связана с правилами финансовой отчетности и законодательством, регулирующим деятельность финансовой индустрии.

В частности, в силу многочисленных изменений Базельских правил расчета стоимость капитала возрастает год от года. Это, в свою очередь, повышает планку обязательной доходности, что при низком уровне номинальных процентных ставок делает целый ряд кредитных продуктов неприбыльными[3].

Сокращение объема нерегулируемого финансирования (теневой банковской системы) вследствие ужесточения требований отчетности (2009) закономерно уменьшает ликвидность на рынке. Запрещение некоторых ранее прибыльных

ПОСЛЕДНИЕ НЕСКОЛЬКО ЛЕТ МАКРОСООБРАЖЕНИЯ ПЕРЕВЕШИВАЮТ ИНДИВИДУАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ ЗАЕМЩИКОВ ПРИ РАСЧЕТЕ ДОХОДНОСТИ

[1] Использование термина «количественное смягчение» не меняет сути явления

[2] Значительный процент кредитования является рефинансированием существующих задолженностей

[3] Последняя жертва изменений правил игры — UBS, который закрывает свой инвестиционный банк.

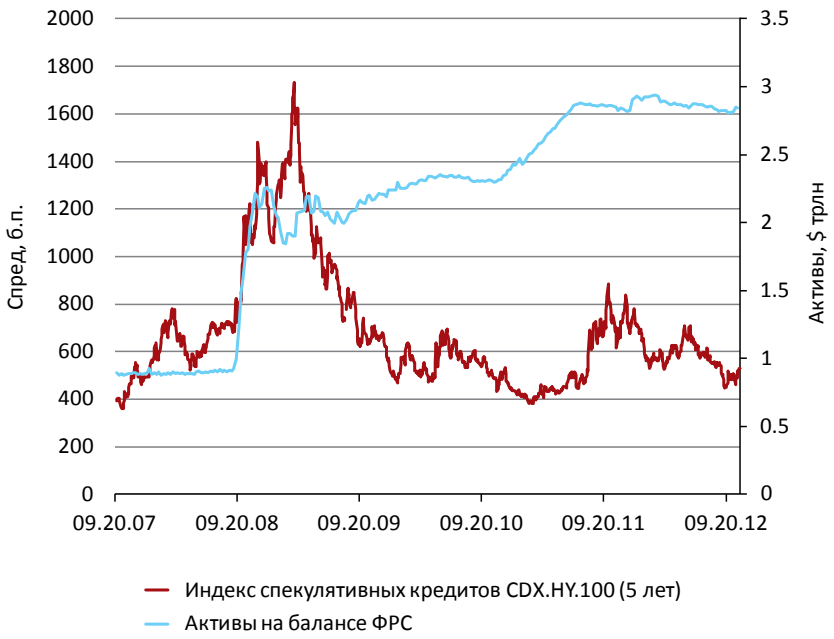


Рисунок 3

Изменение баланса ФРС и движение индекса спекулятивных кредитов

видов деятельности[1] помимо потери доходов ведет к выводу средств с рынков, которые подпадают под новые ограничения. При этом видимая часть стоимости кредита только падает; учитывая реальное сокращение кредитования, теневая часть стоимости кредита только растет.

С точки зрения Налогового кодекса государственные субсидии, облегчавшие кредитование жилой недвижимости начиная с 1930-х годов, остаются неизменными. Но все остальные субсидии находятся под реальной угрозой отмены. После 2008 года требования по выдаче кредитов были сильно ужесточены, что закрыло рынок для большинства малообеспеченных заемщиков. В то же время остановился рост инвестиционного портфеля государственных агентств, который фактически финансировал кредитование жилой недвижимости для средних слоев населения. Обсуждаются планы полной ликвидации государственных ипотечных агентств или резкого сокращения их присутствия на рынке. В такой ситуации объем кредитования уменьшился для всех групп населения, кроме двух — высокообеспеченных слоев (которые воспользовались резким снижением номинальной стоимости кредита) и крайне бедных слоев (которые могут воспользоваться только государственными программами помощи). Для большинства заемщиков, которые находятся между этими двумя полюсами, нет никакой возможности воспользоваться снижением процентных ставок.

> ОЧЕВИДНА НЕОБХОДИМОСТЬ НОВОЙ СИСТЕМЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КРЕДИТА, КОТОРАЯ ПОЗВОЛИТ БОЛЕЕ ОБЪЕКТИВНО ИССЛЕДОВАТЬ МЕХАНИЗМ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ

[1] Закон Додда–Франка, правило Волкера.

В результате этих мер ситуация становится все более нестабильной: на менее ликвидных рынках ценообразование затруднено и высока вероятность резких скачков в оценке индивидуальных кредитных ситуаций.

***

Что определяет стоимость кредита? Большинство исследователей рассматривают достаточно ограниченную часть этого вопроса. Одни останавливаются на научном доказательстве очевидных вещей — например, наличие спреда между рискованными и безрисковыми облигациями. Другие рассматривают лишь один из элементов ценообразования — например, только доходность или цену. Немало работ исследуют только статичные показатели — цены и спреды на первичном рынке.

Системные макрофакторы играют немалую роль в ценообразовании, что подтверждается упомянутыми исследованиями. В зависимости от исследователя, можно полагаться или на рынок акций, или на индекс нестабильности для расчета модели изменения цен. Но с принятием такой системы расчетов возникают вторичные и третичные зависимости, только часть из которых может быть объяснена конкретными действиями властей. За кадром остается вопрос о том, что является определяющим фактором для изменений в них самих.

Главной задачей такого рода исследований должно быть определение истинной причины нестабильности цен на кредитные ресурсы во всех их формах. Также критическим являются выбор типа данных и периода времени, который охватывает исследование. Включение или исключение кризисных периодов может серьезно повлиять на результат. Большинство работ, упомянутых в тексте, написано на основе данных за 10 или 20 лет в период после 1980 года и до 2008 года, этого явно недостаточно для полной оценки происходящих событий.

Кризис 2008 года, так же как и кризис 1929 года, положил конец целому ряду длинных циклов экономического развития. В посткризисном мире определение стоимости кредита становится все более сложной задачей при продолжающемся изменении правил игры на макроуровне. Очевидна необходимость новой системы оценки, которая позволит более объективно исследовать механизм ценообразования. Влияние некоторых новых факторов уже достаточно очевидно.