Карина ЮДИЦКАЯ,
аналитик, Fusion Asset Management,
Лондон

Предсказанный непредсказуемый кризис

Кажется, сейчас уже никто не сомневается в том, что новый экономический кризис становится все более вероятным, но всегда остается вопрос: когда и что станет новым спусковым крючком? Оглядываясь на кризис 2008 года, можно сказать, что новый его виток будет иметь как схожие черты, так и новые особенности, порожденные антикризисными мерами, проведенными за последние годы.

С одной стороны, мы видим, что основная масса участников рынка по-прежнему находится в одних и тех же позициях, использует одни и те же инвестиционные стратегии и методы оценки рисков. Это делает рынок крайне неустойчивым, когда происходит что-то, что выводит рынок из равновесия хотя бы на незначительный период. С другой стороны, новые меры регулирования, введенные за последний год, а также значительное снижение ликвидности на рынке создает новые риски. Дополнительные резервы капитала не меняют уровень риска, а только лишь перекладывают его на другие плечи.

С целью рекапитализации банков регуляторами были использованы инструменты, риски по которым в случае дальнейшего развития кризиса лягут на плечи страховых компаний, пенсионных фондов и частных инвесторов. Простым решением для развития устойчивости транзакций с производными финансовыми инструментами казалось увеличение роли центрального контрагента. На поверхности, идея иметь во всех транзакциях контрагента без риска дефолта выглядит более чем разумно. Однако стабильность самого такого мегаучастника в условиях стресса может быть поставлена под сомнение. Любые проблемы центрального контрагента в период турбулентности приведут к непредсказуемым последствиям.

Система гарантийного обеспечения также не дает полной стабильности, если потери достигают значительных величин. Такая система без учета кредитоспособности контрагента только добавляет риски в систему как раз в тот момент, когда это наиболее необходимо. В свою очередь, использование государственных бумаг в качестве обеспечения предполагает абсолютную ликвидность, но будет ли это условие выполняться в период паники?

Еще больше вопросов вызывают способы и модели расчета гарантийного обеспечения. Непредсказуемые изменения в его величине могут приводить к последствиям, от которых этот механизм должен защищать.

Также озабоченность вызывает проблема сокращения торговой ликвидности. Традиционно маркетмейкеры играли главную роль в обеспечении ликвидности в трудные минуты. Однако череда поглощений, банкротств и консолидирующих сделок сократила количество игроков в этом сегменте до критической отметки. Нам только еще предстоит увидеть, как поведут себя эти игроки, когда их присутствие на рынке будет необходимо. Изменение в структуре участников рынка — рост числа высокочастотных трейдеров и частных инвесторов и одновременное сокращение числа профессиональных игроков — также привело к уменьшению торговой ликвидности. Изменения в структуре рынка, скорее всего, также усилят эффект рыночной нестабильности при наступлении нового кризиса.

Ключевыми факторами здесь будут более высокие резервы ликвидности для банков, более зажатые лимиты на операции с производными ценными бумагами, а также эффективное принуждение банков использовать государственные облигации для снижения зарезервированного капитала. Ухудшение качества государственных облигаций создаст источник нестабильности, который, так или иначе, отразится на рыночной волатильности и приведет к рыночным потерям. Банки являются связующим звеном между ухудшением кредитного качества государственных облигаций и рыночными потерями. Так как государственные облигации используются в качестве обеспечения и финансирования сделок производных ценных бумаг, то банки будут вынуждены закрывать маржин-колл, что, в свою очередь, приведет к оттоку ликвидности на рынках капитала. Более того, банки будут вынуждены искать дополнительные источники ликвидности с целью рекапитализации.

Также возрастает неопределенность с финансовой и экономической ситуацией в Китае. Одной из главных проблем в Китае является вопрос долга — чрезвычайно большие объемы заимствования могут привести к новому кризису. Рейтинговые агентства, Международный валютный фонд и аналитики многих банков считают проблемы долга одним из основных рисков для китайской экономики.

В марте этого года Standard & Poor's изменил рейтинг Китая от стабильного на негативный, считая, что экономическая ребалансировка будет происходить медленнее, чем ожидалось агентством. Moody's ранее также сделал подобное снижение рейтинга, подчеркивая нарастающий долг и сомнения в способностях правительства проводить реформы. По мнению экономистов, китайские власти перестали справляться с проблемой нарастающего долга — финансовый кризис и резкое уменьшение роста экономики возможны в 2018–2020 годах. Проводятся параллели с долговым кризисом начала 90-х в Японии, вызванным крахом на финансовых рынках и сдуванием пузыря на рынке недвижимости. Это привело к практически нулевому росту японской экономики за последние десятилетия. Ситуация в Китае может быть еще хуже. Долг в Японии в основном финансировался Центральным банком, в то время как китайский долг финансируется банками, использующими свою депозитную базу. В конечном итоге банки столкнутся с недостатком средств, что вызовет финансовый кризис.

ЕСЛИ МЫ ЗНАЕМ, КАК НЕСТИ ЗАЩИТНЫЕ ПОЗИЦИИ ПОЧТИ ЗА НОЛЬ, ТО НАМ НЕ НАДО ПРЕДУГАДЫВАТЬ МОМЕНТ, КОТОРЫЙ ПОРОДИТ ЛАВИНУ

По текущим оценкам, кризис может произойти через три-пять лет, а возможно и раньше. Быстрое увеличение размеров балансов банков приведет к тому, что банки не смогут больше финансировать свои активы.

По мнению экономистов, решение китайского правительства поддержать рост после финансового кризиса в 2008 году путем увеличения кредитования было правильным, однако они считают, что в текущей ситуации нельзя было оставлять кредитование на прежнем уровне. Все предпринимаемые на данный момент меры просто откладывают возрастающие проблемы на дальний срок. Китайское правительство не готово ограничивать рост экономики путем уменьшения доступности кредитов, что приводит к надуванию долгового пузыря. Долг в стране вырос за последние два года так же, как за два года после финансового кризиса. За последние десять лет отношение долга к ВВП взлетело от 150% до 250%. Проблемные активы удвоились за последние два года и составлют (даже по официальным данным) около 6% от общего объема кредитования. Подобный рост обычно приводит к финансовому кризису или резкому замедлению роста. Китай является второй по размеру экономикой в мире, активы китайского банковского сектора равны 40% мирового ВВП, рынок акций ($6 трлн) — второй по размеру после США, рынок облигаций ($7.5 трлн) — третий в мире. Долговой кризис в Китае безусловно негативно отразится на состоянии мировой экономики.

В такой рыночной ситуации, когда возрастает вероятность нового кризиса и при этом не ясен горизонт его наступления, стандартные подходы к хеджированию рисков перестают работать. Мы все знаем, что невозможно предсказать рынок. Именно поэтому важно, чтобы стратегия хеджирования имела минимальную (близкую к нулевой) стоимость carry на спокойном рынке, однако давала бы большие доходности при кризисах. Fusion Asset Management обладает большим опытом по разработке и имплементации подобных стратегий хеджирования рисков (tail-risk hedging) в различных классах активов.

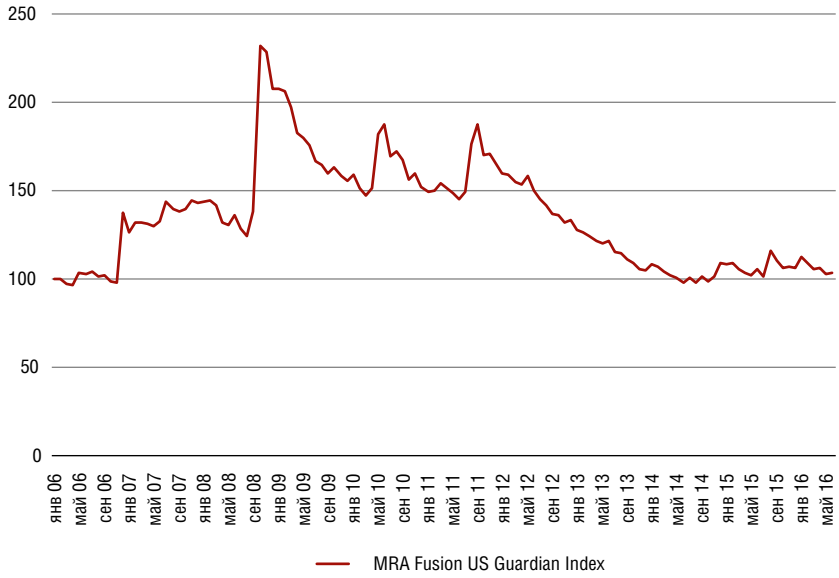

Рисунок 1
MRA Fusion
US Guardian Index

Как правило, подобные стратегии доступны только для институциональных инвесторов через счета доверительного управления. В ближайшем будущем Fusion Asset Management запускает линейку защитных инвестиционных продуктов в виде структурных нот, также доступных для частных клиентов. Эти ноты отражают поведение tail-risk стратегии хеджирования и при этом могут быть инвестированы в малых объемах.

Нужно уметь заходить в такие инструменты бесплатно или за очень дешево и ждать момента, когда случится следующий кризис. Эта стратегия принесет доход при достаточном терпении и необходимой инфраструктуре. Нужно просто ждать момента, когда напряжение в системе (заранее непредсказуемо какое — банки, увеличение процентных ставок, brexit, Китай и так далее) приведет к (предсказуемым) катаклизмам. Если мы знаем, как нести защитные позиции почти за ноль, то нам не надо предугадывать момент, который породит лавину. Важно не то, когда и где упадет последняя песчинка, а то, где сойдет лавина, которая захватит всех. И от такой лавины — предсказанного непредсказуемого кризиса — мы застрахованы.

CBONDS
КРУГЛЫЙ СТОЛ

II круглый стол
«Корпоративное казначейство на долговом и денежном рынках, хеджирование рисков»

20 октября 2016 года, Москва,
Кортъярд Марриотт Москва Центр

Организаторы:
Cbonds congress
Ассоциация Корпоративных Казначеев

Генеральные спонсоры:
Райффайзен БАНК
БИНБАНК

Официальный партнер:
открытие ФИНАНСОВАЯ КОРПОРАЦИЯ

Спонсор:
МОСКОВСКАЯ БИРЖА

Круглый стол Cbonds, посвященный деятельности корпоративного казначейства на финансовых рынках, стал традиционным местом встречи представителей реального сектора экономики и финансовых институтов. В рамках круглого стола делается акцент на практических вопросах деятельности на долговом и денежном рынках, а также обсуждаются инструменты хеджирования рисков. Аудитория круглого стола представлена корпоративными казначеями, руководителями профильных подразделений банков, инвестиционных компаний, инфраструктурных организаций.

Регистрация:
Юлия Усова
j.usova@cbonds.info,
тел. +7 (812) 336-97-21 *104

Программа:
Екатерина Гриценко
kate@cbonds.info,
тел. +7 (812) 336-97-21 *223

Спонсорство:
Мария Беляева
mb@cbonds.info
Тел. +7 (812) 336-97-21 *111

www.cbonds-congress.com

Реклама