Игорь Зелезецкий,
аналитик группы структурированного финансирования международного рейтингового агентства Moody's Investors Service

ОЖИВЛЕНИЕ на рынке вполне можно ожидать через полтора года

СВОИМ ВИДЕНИЕМ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРИЧИН СИСТЕМНОГО КРЕДИТНОГО КРИЗИСА И ПРОГНОЗОМ ДАЛЬНЕЙШЕГО РАЗВИТИЯ СИТУАЦИИ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ В ИНТЕРВЬЮ С ОБОЗРЕВАТЕЛЕМ CBONDS REVIEW ПОДЕЛИЛСЯ ИГОРЬ ЗЕЛЕЗЕЦКИЙ, АНАЛИТИК ГРУППЫ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО РЕЙТИНГОВОГО АГЕНТСТВА MOODY'S INVESTORS SERVICE.

В чем заключаются основные макроэкономические причины системного кредитного кризиса?

Среди наиболее часто упоминаемых причин — бесконтрольное принятие рисков, риск ликвидности и внебалансовые обязательства. Агентство Moody's полагает, что некоторые корни этого кризиса заключаются в следующем:

- несовершенство структур стимулирования, приведшее к недостаточному разнообразию финансовых продуктов и инструментов и принятию на себя инвесторами чрезмерных рисков;
- чрезвычайно сложный характер взаимосвязей между кредитным риском и экономическим циклом;
- снижение выявляемости риска по мере внедрения новых финансовых инструментов в рамках финансово-инновационного процесса;
- отсутствие единого понимания основополагающих концепций, таких как ликвидность;
- отсутствие приемлемой парадигмы оценки;
- иллюзорная точность в оценке функционирования ставшей экспоненциально сложной системы.

По просьбе рейтингового агентства Moody's редакция журнала Cbonds Review дополнительно разъясняет, что автором опубликованного в прошлом номере журнала интервью с аналитиком Moody's Игорем Зелезецким «Рейтинг — это оценка вероятности дефолта» и заголовка этого материала является обозреватель Cbonds Review.

Комментарий рейтингового агентства Moody's к заголовку статьи «Рейтинг — это оценка вероятности дефолта»: «*Рейтинги, присваиваемые агентством Moody's долгосрочным долговым обязательствам, выпускаемым в рамках сделок структурированного финансирования, в первую очередь отражают величину ожидаемых кредитных потерь, которые инвестор может понести до наступления или на момент наступления юридически закрепленного контрактом крайнего срока погашения таких обязательств. Рейтинги включают в себя оценку вероятности наступления дефолта по таким обязательствам, а также размер ожидаемых убытков в случае дефолта*».

В последние годы мировая финансовая система экспоненциально усложнилась. Представляется маловероятным, что для сложных проблем найдутся простые решения, по крайней мере, такие, которые не повлекут за собой значительное снижение темпов финансового развития и роста, а также общей прибыльности финансового сектора.

Высокоцикличная природа финансовой индустрии, оцениваемая в сопоставлении с несколько более плавным характером развития реальной экономики, дает основания полагать, что динамика принятия рисков с последующим их избеганием с трудом поддается контролю.

Во-первых, инвестиционные инструменты, предлагаемые некоторыми игроками сектора, не всегда соответствуют средне- и долгосрочным интересам банковской отрасли. Выражаясь простым языком, неясно, способны ли существующие компенсационные механизмы эффективно гарантировать принятие во внимание долгосрочных интересов банка трейдерами, которые на него работают, то есть обеспечить выживание этого банка. Отсюда следует вторая причина, вызывающая некоторое беспокойство: в финансовой индустрии, в отличие от других секторов коммерческой деятельности, существует некий порог, по достижении которого усиленная конкуренция уже не способствует укреплению стабильности, а становится потенциально дестабилизирующим фактором. Третья, не менее тревожная причина состоит в том, что необычайно высокая прибыльность и стремление к риску являются непреднамеренным последствием финансового регулирования. Четвертая причина кроется в том, что стремление «поступать как все остальные», или всеобщее нежелание оказаться в меньшинстве — общая черта поведения участников рынка (эффект толпы, стадности).

Другая проблема заключается в сложности измерения риска в различные отрезки времени. Выявление взаимосвязей между измерением кредитных рисков и экономическим циклом — сложная задача как для риск-менеджеров, так и для рейтинговых агентств. Представляется, что проще измерить межсекторальный, нежели временной аспект риска.

Сочетание финансовых инноваций, непрозрачности и использования рычагов заемного капитала (leverage), как правило, взрывоопасно. Информационная асимметрия приносит прибыль одним, тогда как для других она приводит к ошибочной оценке стоимости активов и принятию чрезмерных рисков. Принятая банками на вооружение модель «кредитуй и перераспределяй» повлекла за собой в определенной степени возникновение информационного дефицита в масштабах всей системы, как только банки начали передавать другим лицам те риски, которые они бы предпочли не иметь на своих балансах.

Выявляемость риска снизилась, и, возможно, навсегда. Чрезвычайно маловероятно, что в современных рыночных условиях мы когда-нибудь будем своевременно информированы о том, где кроется каждый риск.

Это позволяет сделать два вывода. Во-первых, для удовлетворения нужд контрагентов по сделкам и требований регулирующих органов потребуются большие резервы капитала. Во-вторых, ужесточаются требования не только к объему информации, но и к ее качеству с точки зрения четкости, вразумительности данных. Конкретная практическая польза больших объемов информации, по всей видимости, невелика: большинство людей временами чувствуют себя неспособными справиться с переизбытком информации.

Как указывалось вначале, отсутствие единого понимания важнейших концепций также можно отнести к основным факторам, усугубившим кризис. Примечательно, что никакая другая концепция сегодня не является более важной и в то же время более неоднозначно толкуемой, чем концепция ликвидности. Ликвидность означает разные вещи для разных людей: инвесторов, банкиров, трейдеров, экономистов, должностных лиц центральных банков.

Одна из причин этого состоит в том, что в конечном итоге эта трудная для понимания концепция сводится к расплывчатой концепции доверия. К сожалению, это доверие отчасти ослаблено непониманием различий между макроликвидностью, возникающей вследствие «избытка» накоплений в странах — экспортерах сырьевых ресурсов и странах с привязкой национальной валюты к доллару США, и рыночной ликвидностью, то есть возможностью продавать большие объемы каких-либо ценных бумаг или активов в любое время без последствий для уровня цен.

В отсутствие надежной интеллектуальной основы для понимания концепции ликвидности (глобальной, макро- и микроэкономической, фондовой, рыночной) такая путаница в толкованиях сохранится.

При обсуждении явного отсутствия приемлемой парадигмы оценки следует отметить, что методика переоценки активов по рынку (mark-to-market) имеет очевидные и убедительные преимущества с точки зрения относительной беспристрастности, своевременности и прозрачности. Такая методика отвечает требованиям стремительного увеличения объемов торгуемых финансовых требований. Она также обладает очевидными преимуществами по сравнению с чрезвычайно субъективной бухгалтерской методикой переоценки активов по модели (mark-to-model) и явно устаревшими, историческими системами бухгалтерского учета.

Однако, как, в некоторой степени, и демократия, эта методика всего лишь «худшая за исключением всех остальных, которые были опробованы». Основной вопрос заключается в том, соответствует ли рыночная стоимость экономической стоимости актива. Кто-то, конечно, мог бы возразить: о какой экономической стоимости может идти речь, если она не отражает продажную стоимость актива? Однако в то же время делать вид, что экономическая стоимость обязательно равна рыночной стоимости, значит игнорировать возможное существование таких явлений, как раздувание цен, перехлест цен, паника или устойчивое отклонение реальных курсов от уровня фундаментального равновесия... Или просто тот факт, что «цена», о которой идет речь, является лишь случайным следствием нескольких транзакций.

Большинство рынков обладают рядом уникальных инструментов, которые позволяют сократить или, по крайней мере, выявить предполагаемый разрыв между рыночной ценой и экономической стоимостью. Например, на фондовых рынках практикуется остановка торгов при резком изменении цен с тем, чтобы сгладить корректировки. Центральные банки время от времени предпринимают интервенции на валютных рынках

в целях корректировки курса какой-либо валюты при его предполагаемом отклонении от своего «фундаментального значения».

Пути к созданию «совершенной» парадигмы оценки на кредитных рынках еще не найдены, и совершенно неясно, доступно ли такое решение применительно к фондовым и валютным рынкам. Однако использование системы оценки, основанной на теории эффективности рынка (если только при этом не задействуются другие формы вышеуказанных защитных мер), неминуемо ведет к неприятностям.

Другая проблема заключается в иллюзорной точности оценок работы системы, ставшей экспоненциально более сложной. Каждый день возникает парадокс, состоящий в контрасте между чрезвычайной сложностью глобальной финансовой системы и точностью показателей финансовых отчетов. В некотором смысле происходит столкновение двух миров: мира финансовой отчетности, для которого характерна разрозненность с точки зрения сроков публикации и исключительная точность представления данных, и миром риск-менеджмента, отличающегося непрерывностью и вероятностного.

Являются ли предпринятые монетарными властями всего мира усилия достаточными для вывода рынков из кризиса?

Финансовые власти недвусмысленно выразили намерение сохранить финансовую стабильность. Они предприняли попытку успокоить рынки межбанковских операций и РЕПО, которые оказались под ударом в результате стремления контрагентов к избеганию рисков. Помимо вливания ликвидности путем обычных операций на открытых рынках, они также расширили список активов, которые могут быть использованы в качестве залога, приняли меры для повышения привлекательности использования дисконтного окна, а ФРС США также понизила процентную ставку по федеральным фондам и ставку дисконтирования.

Мы ожидаем продолжения принятия подобных мер. Банк Англии предоставил банку Northern Rock чрезвычайный заем, а власти Германии приняли меры по выводу из кризиса банков LB Sachsen и IKB. Великобритания также предоставила гарантии сохранности вкладов для Northern Rock, а также для любых других банков, испытывающих трудности с фондированием.

На руководящем уровне между центральными банками развернулась дискуссия о том, насколько неблагоприятна ситуация на кредитных рынках и насколько агрессивным должно быть их вмешательство. Представляется, что отдельные должностные лица предпочли бы позволить рынку испытать на себе всю тяжесть положения, но не допустить реального системного кризиса. Власти предприняли попытку урегулировать существующие разногласия и найти компромисс между стремлением вновь открыть рынки капитала как для банков, так и для небанковских институтов, и при этом обеспечить сохранение рыночной дисциплины.

Трудность состоит в способности определить, где пролегает граница между допустимой тяжестью положения на рынке и полномасштабным системным кризисом. Поскольку альтернатива паллиативным мерам может привести к катастрофическому и необратимому процессу уменьшения плеча долгового финансирования (deleveraging), власти, скорее всего, будут в конечном итоге вынуждены принять рефляционные меры по стимулированию роста цен с тем, чтобы предотвратить крупномасштабный обвал стоимости активов.

Каковы были и каковы будут в 2008 году последствия глобального кредитного кризиса?

Пока мы не можем сказать, что пик кризиса рынка subprime-кредитования уже позади. Прогнозируемые убытки уже оцениваются в $150 млрд, и можно ожидать еще больших потерь. Нам еще предстоит увидеть, какое влияние на рынок недвижимости США окажет переустановка процентных ставок по субстандартным ипотечным кредитам (то есть увеличение ставки по истечении двух лет со дня выдачи кредита). Равным образом пока еще слишком рано оценивать масштаб списаний в связи с проблемами рефинансирования ООДО (CDO) или потерями по кредитным деривативам. Реальный масштаб ущерба станет очевидным не ранее чем через три-четыре квартала.

Серьезный ущерб рынку структурированного финансирования и деятельности по присвоению рейтингов на этом рынке был нанесен в Европе; рынок США пострадал в несколько меньшей степени. Рынки Азии, напротив, практически не испытали на себе влияние этого кризиса.

Показатели структурированных инструментов, которые с точки зрения кредитного качества не представляли особых проблем, постепенно восстановятся.

Такие инструменты составляют большинство обращающихся на рынке бумаг. Мы ожидаем снижения активности в первой половине года. Но и бума во второй половине года едва ли можно ожидать. При сохранении опасений инвесторов по поводу ликвидности мы не ожидаем восстановления объемов размещения таких продуктов на докризисном уровне. Активность на рынке высокодоходных облигаций также снизилась. С другой стороны, мы предвидим активизацию сегмента покрытых облигаций (covered bond), а также рост развивающихся рынков, таких как Россия и страны Персидского залива.

Между тем, на рынке жилья США, и без того наводненном нереализованными объектами, цены на жилую недвижимость в масштабе всей страны снизились уже более чем на 5% по сравнению с пиковыми значениями двухлетней давности. Таким образом, этот рынок пребывает в состоянии наиострейшего кризиса с 1945 года, и вплоть до 2010 года существенного улучшения ситуации не предвидится.

Объемы продаж жилья уже упали на 30% по сравнению с пиковым уровнем 2005 года, и цены продолжают снижаться по всем категориям недвижимости. Экономика и рынок жилой недвижимости США на сегодняшний день достигли ключевой переломной точки, и от этого момента зависит, насколько суровым окажется сценарий, по которому события будут развиваться в ближайшие месяцы. Положительный момент заключается в том, что большинство компаний, чья деятельность не связана с сектором жилой недвижимости, имеют высокую рентабельность и устойчивые балансовые показатели. Другие преимущества заключаются в низком курсе доллара, что

способствует росту доходов от экспорта, и — что особенно важно — в том что все усилия властей направлены на предотвращение еще более масштабного замедления экономического роста.

Состоявшиеся в последнее время ежегодные совещания руководства центральных банков, министров финансов, банкиров и других ключевых игроков выявили, по мнению Moody's, две основные тенденции. Во-первых, все более влиятельные субъекты развивающихся рынков, такие как Россия, становятся более напористыми, и «большой торг», который будет необходим для снижения риска развития событий по разрушительному глобальному макросценарию, потребует больших уступок со стороны держав с развитой экономикой (США и Европа). Во-вторых, концепция «неопределенности», то есть неизмеримого риска, становится все более превалирующей.

Прогнозируя развитие событий в 2008 году в глобальном масштабе, Moody's полагает, что в ряде отраслей (таких как, например, производство фасованных товаров и напитков, телекоммуникационные услуги, горнодобывающая и лесная промышленность) сохранится корпоративная активность (хотя и при некотором снижении темпов роста), поскольку компании будут стремиться расширить свое присутствие на развивающихся рынках или сократить расходы и/или производственные мощности. В то же время, по мнению Moody's, сильные компании с хорошими операционными показателями будут и впредь стремиться к повышению эффективности структуры капитала и привлекать заемные средства, хотя и не в таких масштабах, как прежде.

Ожидаете ли вы нового витка кризиса к лету 2008 года?

Весьма вероятно, что в последующие полгода рынок все еще будет прокладывать путь через последствия кризиса subprime, которые наилучшим образом можно охарактеризовать как эффект домино. Описанные ранее факторы, усугубившие мировой кредитный кризис, и впредь будут иметь решающее значение, и их присутствие будет оказывать давление на рынок до тех пор, пока мы не получим полные данные о масштабе этого кризиса, и до тех пор, пока не будут произведены последние списания. Однако я оптимистичен в своем мнении о том, что в среднесрочной перспективе финансовый рынок оправится от кризиса. Рынок уже переживал подобное в прошлом. Оживление на рынке вполне можно ожидать через 1–1.5 года.

При этом мы не стремимся давать краткосрочные прогнозы относительно того, каким образом будет изменяться рыночная стоимость активов, скорее, наша цель заключается в том, чтобы способствовать взаимопониманию и нахождению рыночных и нормативно правовых решений. Россия по-прежнему обладает высоким потенциалом дальнейшего роста числа сделок структурированного финансирования.

LOANS.CBONDS
СИНДИЦИРОВАННЫЕ КРЕДИТЫ

ИНФОРМАЦИОННЫЙ РЕСУРС
Loans.Cbonds.info

Синдицированное кредитование в России и СНГ

Информационный ресурс Loans.Cbonds — проект компании Cbonds.ru, посвященный рынку синдицированных кредитов заемщиков из России и стран СНГ. Целевая аудитория сайта — представители банков, инвестиционных компаний, заемщиков и институциональных инвесторов.

Loans.Cbonds — это новости, аналитические материалы, индикаторы рынка, база данных по синдицированным кредитам. Вся информация на сайте находится в свободном доступе. Будем рады разместить Ваши аналитические материалы, пресс-релизы и другую информацию по рынку синдицированных кредитов на нашем сайте.

НАДЕЕМСЯ НА ВЗАИМОВЫГОДНОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО!

http://loans.cbonds.info