

Е. Л. Гохберг¹

студент Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации (Москва)

НЕДООЦЕНКА КРЕДИТНОГО РИСКА КАК ОСНОВНАЯ ПРИЧИНА ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

В последние годы финансовые институты отчаянно гнались за высокими прибылями, активно используя высокорискованные кредитные инструменты. Однако, как оказалось, щедрая кредитная политика имеет и обратную сторону. Часть ошибок риск-менеджмента происходит из-за неверного понимания кредитного риска. Большинство банков под кредитным риском подразумевают «вероятность убытков, которые могут возникнуть из-за неспособности контрагента выполнить свои финансовые обязательства». Кредитный риск характерен для традиционных услуг в виде кредитов и инновационных производных продуктов, где платежи зависят от кредитного риска определенной фирмы. Как правило, кредиты предприятиям, физическим лицам и ипотека составляют большую часть кредитного портфеля. Существует множество факторов, которые могут оказать негативное влияние на способность компании поддерживать обеспечение кредита и выплачивать долг. Крайне необходимо понимать все элементы, поскольку во времена кризиса вероятность того, что все пойдет по худшему сценарию, увеличивается.

Цепь событий кажется довольно очевидной: в условиях замедления экономики ценность обеспечения резко падает, следовательно, предприятия сталкиваются с проблемой маржин-колла. Вместе с падающей прибылью и ухудшающимися денежными потоками это значительно увеличивает вероятность дефолта. Для избежания подобных случаев банкам приходится увеличивать резервы, что, в свою очередь, создает проблемы с ликвидностью. Это незамедлительно оказывает влияние на межбанковский рынок и, следовательно, кредиты становятся более дорогими и менее доступными, что, в частности, побуждает компании фальсифицировать бухгалтерскую отчетность, лишь усугубляя проблемы.

Затем кредитный кризис охватывает и сектор кредитования физических лиц: в США безработица выросла до 6,5% в октябре 2008 г. и, вероятнее всего, продолжит негативную динамику из-за дальнейшего снижения темпов экономики. Заработная плата падает, так же как и стоимость имущества, оставленного под залог (как правило, недвижимость). Самым ярким примером является рынок ипотеки, где средний «коэффициент доступности» (соотношение между ежегодными платежами по ипотеке и чистым доходом заемщика) долгое время равнялся 30, т. е. как только цены на недвижимость немного упали, заемщики мгновенно стали неплатежеспособными.

Как следствие банкротства компаний и ухудшения обеспечения, эффект распространяется на рынок сложных производных инструментов. Резкое динамич-

¹ Эл. адрес: gokhberg.e@gmail.com

ное развитие производных финансовых инструментов (derivatives) вызвано их способностью быть использованными для хеджирования (и оправдано этим), но в то же время производные финансовые инструменты предоставляют практически безграничные возможности для спекуляций и предоставления леввереджа (LiPuma, Lee, 2004). Кредитные производные финансовые инструменты — это внебиржевые контракты, спроектированные для предоставления защиты в случае «кредитного события» (например, банкротства компании или дефолта по облигациям). Их стоимость является производной от цены и кредитного качества основного инструмента, который подвержен кредитному риску. Халл (Hull, 2007) пишет, что производные инструменты являются одним из неотъемлемых элементов кредитного риск-менеджмента, позволяя освободить кредитные линии и уменьшать степень кредитного риска.

Одними из первых кредитных производных финансовых инструментов были облигации, обеспеченные ипотекой, которые были созданы Salomon Brothers and First Boston в 1983 г. и быстро завоевали рынок (Lewis, 1999). Облигации были поделены на многочисленные транши с различным уровнем кредитного риска (которые делились на основные и процентные платежи) и предоставили многочисленным инвесторам возможности вложиться в ипотечный рынок США. Бум высокодоходных облигаций 1980-х гг. привел к высокому спросу на кредитные продукты, которые могли бы иметь более широкий круг базисных активов. В итоге появились облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (collateralized debt obligations, или CDO). Подобные облигации открыли возможности для секьюритизации пулов корпоративных облигаций, займов и прочих инструментов, которые могут быть использованы для привлечения средств. Секьюритизация, в частности, предоставила первоклассные возможности для арбитража. С целью создания ликвидного рынка для подобных продуктов инвестиционные банки стали сотрудничать с рейтинговыми агентствами. Это делалось для того, чтобы получить для главных траншей рейтинги, которые входят в перечень инвестиционных, иначе они не смогут быть проданы широкому кругу инвесторов. Наибольшее количество инструментов, которое покупали финансовые институты, имело рейтинг AA/A2.

Другими «надежными» и самыми популярными производными финансовыми инструментами являются кредитные свопы (credit default swaps), рынок которых в 2007 г. вмещал контрактов на 62,2 трлн долл. Кредитные свопы предоставляют страховку на случай дефолта конкретной компании, а также диверсифицируют кредитный риск. Когда они только появились, подобные свопы казались весьма полезными, поскольку большее число людей были готовы инвестировать в корпоративный долг, если они могли минимизировать риск банкротства эмитента долговых бумаг. Тем не менее, помимо риска неплатежеспособности контрагента, другими недостатками этого типа кредитных финансовых инструментов является информационная асимметрия и транзакции, отраженные лишь на забалансовых счетах, которые значительно уменьшают прозрачность информации и дают возможность скрывать и концентрировать кредитный риск, из-за чего степень риска практически невозможно отследить. Через какое-то время дилеры начали торговать фьючерсами и опционами на кредитные спреды, а также синтетическими CDO, которые имели в своем обеспечении пулы кредитных финансовых инструментов. Тем самым финансисты способствовали тому, что рынок кредитных производных финансовых инструментов был раздут до угрожающих масштабов.

В 2005 г. Алан Гринспен заявил, что появление и развитие кредитных производных финансовых инструментов способствовало стабильности банковской системы, позволяя банкам оценивать кредитный риск и управлять им более эф-

фективно. Однако эти инструменты оказались не так просты в понимании, поскольку потери от дефолтов относительно редки, т. е. получить исторические данные и построить модели сложнее. Помимо этого, кредитные производные ценные бумаги недостаточно ликвидны, а законодательство в этой сфере весьма несовершенно. И, естественно, они сами подвержены кредитному риску. По словам Говарда Давиеса, директора Лондонской школы экономики, инвестиционные банкиры уже в 2002 г. понимали, что синтетические CDO — это «самый ядовитый элемент финансовых рынков». Когда инвестиционный банкир говорит о ядовитой природе инструмента, регулирующим органам следует проявить повышенный интерес.

Однако регулирующие органы бездействовали, население активно брало кредиты, которые банки им с радостью предоставляли, а рынок кредитных производных ценных бумаг рос. Именно поэтому последствия оказались настолько масштабными. Количество нереализованных контрактов на кредитные свопы упало в 2008 г., в то время как контракты на сумму в 17,4 трлн долл. были ликвидированы. Банк Англии в своем последнем докладе оценил суммарные мировые убытки в финансовой индустрии в 2,8 трлн долл. Чтобы понять природу подобных событий, необходимо выяснить, в чем же так сильно провалился риск-менеджмент.

Наглядным примером является инвестиционный банк Lehman Brothers, который в своем ежегодном отчете в 2007 г. заявил следующее: «Мы эффективно управляли рисками. Особый упор на риск-менеджмент на всех уровнях фирмы принес свои плоды, что оказалось особенно важным в этом году» (Lehman Brothers, 2007). Кредитный риск в банковском секторе постоянно возрастает за счет увеличивающейся волатильности, либерализации и глобализации финансовых рынков и растущей конкуренции. В этих условиях успешное кредитование зависит не столько от выданных кредитов и займов, сколько от минимизации рисков, связанных с ними. Следовательно, основным делом банкиров должен быть риск-менеджмент. Подобное отношение может быть достигнуто, только если подобной философии «высококачественного кредитного портфеля» придерживаются все, начиная с высшего уровня. Риск-менеджмент работает лучше всего в условиях, когда указаны границы потенциального риска, а банки обладают сильной корпоративной культурой и являются собственниками риска. Качество менеджмента, однако, было подпорчено кредитными производными ценными бумагами, которые подходили под категории как кредитного, так и рыночного риска. Отдел рыночного риска воспринимал их как инструменты, подверженные кредитному риску, а кредитные аналитики относились к ним как к элементам рыночного риска, поскольку производные ценные бумаги были продуктами, входящими в инвестиционные портфели.

Способности банков поглощать убытки зависят от капитала, имеющегося в наличии. Количество капитала, который финансовое учреждение должно иметь в своем распоряжении, должно покрывать все негативные сценарии. Минимальные требования отражены в договоре «Базель-1», который обязывает банки поддерживать капитал на уровне не менее 8% активов, подверженных риску. Впоследствии это стало сложнее из-за забалансовых обязательств, так как все активы больше не являлись достаточным индикатором всех рисков. Для борьбы с этими недостатками был разработан «Базель-2», целью которого являлось связать с уровнем риска количество резервного капитала для того, чтобы банк мог пережить непредвиденные потери. «Базель-2» более чувствителен в суммах, поощряя банки брать на себя меньший риск за счет меньших требований к резервам. Он более эффективен, так как основывается на кредитном рейтинге актива. Банки могут выбирать подходы, основанные на внешних или внутренних рейтингах. Большинство полагается на агентства, которые выставляют кредитные

рейтинги, в то время как банки платят им. С другой стороны, те, кто используют внутренние модели, явно предпочитают завышать рейтинги, чтобы сумма резерва была меньше. Различные методики управления портфелем упростили оценку риска — KMV, J. P. Morgan, Moody, McKinsey и др. разработали собственные модели. Все они основываются на «сумму под риском» (value-at-risk), которая показывает возможные потенциальные потери с определенным уровнем уверенности и позволяет определить величину капитала, необходимого для покрытия таких потерь. Однако, как и все математические методы управления рисками, этот подход не работает, когда он больше всего нужен — когда рынки рушатся. Другая опасность состоит в том, что модель провоцирует ложное чувство безопасности. Все это скорее лишь создает видимость здравого риск-менеджмента.

К сожалению, финансовые институты не приняли во внимание и системный риск, который увеличивается, когда крупные институты неэффективно реализуют риск-менеджмент. В банковском секторе эффект домино имеет наибольшую силу. Даже одно банкротство может привести к полномасштабной панике и проблемам с ликвидностью, вызвав тем самым серьезный экономический спад. Поскольку трейдерам и инвесторам приходится ограничивать убытки, они вынуждены продавать активы и закрывать позиции, что тянет цены активов вниз, вызывая тем самым новую волну продаж. Регулирующие органы стараются ограничить системный риск с помощью страхования депозитов, что, однако, является палкой о двух концах, поскольку это создает серьезную моральную угрозу. Банки действуют более безрассудно и стремятся минимизировать капитал, поскольку все бремя лежит на налогоплательщиках. Ипотечные кредиты, ядро кризиса, являются идеальным примером неверного менеджмента: основываясь на предположении, что цены на недвижимость будут расти вечно, ипотеку предоставляли без подтверждения доходов и прочей документации, в то время как соотношение суммы займа к стоимости заложенного имущества было неимоверно высоко (так называемые ниндзя-займы).

Теоретически финансовая система может быть укреплена государством, хотя создается впечатление, что банки просто адаптируются к новым правилам, используя сложные бухгалтерские процедуры и новые инструменты. Прежде чем изобретать новые регулирующие и управленческие методы, необходимо определить, что именно привело банковскую систему к краху. Стало ясно, что самый большой риск, с которым сталкиваются банки, является самым старым и скучным из всех — не ошибка в оценке справедливой стоимости ценной бумаги, а выдача кредита тому, кто не сможет его погасить (Bessis, 2005).

Кризис уходит корнями в провальное ипотечное кредитование, вызванное невниманием к кредитной политике, безрассудными условиями этих кредитов, опасной концентрацией кредитного риска и ростом объемов выданных займов в таких количествах, что банки уже не могут контролировать их качество. Ярким примером является банк Citigroup, который объявил о потере в 1,6 млрд долл. в секторе кредитования физических лиц в III квартале 2008 г., по сравнению с 0,8 млрд во II квартале 2007 г. Раньше, если заемщик признавал себя неплатежеспособным, банк получал недвижимость обратно и мог продать актив с прибылью. Теперь, когда цены падают, за политику щедрого кредитования приходится платить. Более того, законодательство США позволяет заемщикам отказываться от прав на недвижимость, если ее стоимость упадет ниже первоначальной. Это означает, что тренд является самоусиливающимся (количество подобных отказов выросло в три раза за последние два года). Банки это понимают, и им может быть выгоднее простить заемщику часть ипотеки и убедить его оставить дом, но здесь возникает другая проблема — секьюритизация — ипотечные займы входят в пулы и принадлежат многочисленным инвесторам.

Похоже, что банки не учатся на собственных ошибках и раз за разом наступают на те же грабли. Тенденция к чрезмерному кредитованию началась с бума конгломератов, перешла к периоду мусорных облигаций, эпохе корпоративных слияний и поглощений и в итоге к чрезмерному ипотечному кредитованию. Подобный энтузиазм в отношении леввереджа основан только на одном факторе — жадности, которая и побуждает финансистов брать на себя огромные риски. Теперь пришла пора платить по счетам. Теоретически банки могут терять деньги на производных ценных бумагах из-за хеджирования, спекулятивных операций, дефолтов контрагентов, вынужденной ликвидации позиции и неверной оценки рисков. Как показала практика, все, что могло пойти не так, пошло по худшему сценарию. Доверие к финансовым рынкам подорвано, разрабатываются варианты по реструктуризации банков, чтобы они могли справиться с рисками, которые раскрыл данный кризис. Точно только одно — порочный круг леввереджа должен быть разорван. По мнению Джорджа Сороса, мы сейчас находимся в эпохе очень резкого отказа от кредитов, и в будущем мы не должны позволять кредитованию использоваться в тех же масштабах, что и в прошлом.

На данный момент лидеры большой двадцатки винят в кризисе инвесторов, которые «хотели сорвать большой куш без адекватной оценки рисков» (Soros, 2008) и продолжают придумывать такие краткосрочные стимулы, как урезание процентных ставок и уменьшение налогов. Между тем необходимо подумать и о фундаментальных изменениях в кредитном риск-менеджменте на всех уровнях. Ниже приводится лишь малая часть последствий его провала.

Темпы роста экономики Великобритании сократятся в среднем на 2% в год к 2009 г. (Bank of England, 2008), в то время как инфляция в сентябре составила 5,2% (максимальный уровень за последние 16 лет). Однако пока экономики разных стран впадают в рецессию, фирмам становится сложнее конкурировать, им приходится еще сильнее снижать цены, а Банк Англии и ЕЦБ видят дефляцию как реальную угрозу, поскольку кредиты станут еще дороже.

Citigroup and J. P. Morgan Chase & Co планируют изменить условия контрактов в сумме на 20 млрд долл. путем снижения процентных ставок, увеличения срока займа и сокращения основную сумму долга. Ожидается, что в США 8,5 млн домовладельцев в 2008—2010 гг. объявят дефолт по ипотеке и 5,2 млн из них потеряют дома.

Эти действия направлены на решение краткосрочных проблем и стимулирование экономики, которой необходимо набрать темп. Тем не менее выработка долгосрочной стратегии развития не менее важна. Мы видели, к чему может привести жадность — чрезмерное кредитование, размытые границы допустимого риска, неадекватные модели и безответственный риск-менеджмент. Теперь финансистам пора почувствовать второй элемент рынков — страх, поскольку только он может подстегнуть их прилагать усилия к разумным и осторожным действиям. Пришло время думать о системном риске в долгосрочной перспективе (Greenspan, 2008). С банков следует требовать (и они должны хотеть этого не меньше) иметь большой резервный капитал постоянно, даже если он пригодится им лишь раз в 20 лет. Это, наряду с разумной кредитной политикой, и есть ключ к успешному кредитному риск-менеджменту.

Источники

- Bank of England. Inflation report. 2008.
Bessis J. Risk Management in Banking. John Wiley & Sons, Inc., 2005.
Greenspan A. The Age of Turbulence. Penguin Books, 2008.
Hull J. Risk Management & Financial Institutions. New Jersey, 2007.
Lehman Brothers. Annual report. 2007.
Lewis M. Liar's Poker. Hodder and Stoughton, 1999.
LiPuma Ed., Lee B. Financial Derivatives and the Globalization of Risk. Duke University Press, 2004.
Soros G. The New Paradigm for Financial Markets. Moscow, 2008.