

Речь

Управляющий Рэндалл Крознер
На конференции специалистов по рискам
Женева, Швейцария
8 декабря 2008г.

Оценка потенциала нестабильности на финансовых рынках

Доброе утро. Я рад открыть эту важную конференцию своим выступлением. Сегодня я бы хотел предложить некоторые соображения о рисках на финансовых рынках и о том, как банкам следует оценивать эти риски. В частности, я отмечу проблемы, которые возникают, когда меры предосторожности, которые банки применяют для снижения своих индивидуальных рисков и защиты своих индивидуальных позиций, вызывают непредвиденные последствия в виде усиления общего кризиса рынка и умножения потерь многочисленных участников рынка во времена рыночных кризисов. Но прежде, чем предложить свои рекомендации, которые могли бы служить решению этих проблем банков, будет, наверное, не лишним окинуть взглядом некоторые концептуальные вопросы организации функционирования рынков.

Концептуальная основа организации рынков

Согласно упрощенным моделям начальных курсов экономики, рынок сводит потенциальных покупателей и продавцов товара, где они договариваются о цене и количестве. В этой схеме, невидимая рука рынка объединяет всех покупателей и продавцов, заставляя их совершать сделки по единой рыночной цене. Транзакции происходят моментально и без издержек.

Эта схематическая конструкция, хотя в ней заложен скрытый мощный механизм прогнозирования поведения рынков и экономических агентов, оставляет, однако, механизм работы самого рынка тайной за семью печатями. Любой реальный рынок имеет дело с двумя фундаментальными вопросами: первый – как покупатели и продавцы находят друг друга? И второй – как покупатели могут убедиться, что продавцы выполняют свои обязательства, и что товары будут того качества и ценности, на которые рассчитывает покупатель? Понимание того, как рынки решают фундаментальные вопросы транзакционных и информационных издержек, является важной и полностью еще не решенной задачей экономистов.

Чтобы преодолеть эти барьеры на пути торговли, появляются рыночные институты, но они не появляются сразу в готовом и совершенном виде. Рыночные институты развиваются. Покупатели и продавцы постепенно перетекают на те рынки, которые оказываются наиболее эффективными в совершении транзакций, что является вознаграждением за успешную инновационную работу и оттачивание институциональных форм рынков. По мере того, как рыночные институты адаптируются к обслуживанию конкретных нужд своих участников, они становятся все более разнообразными и специализированными. Несвершенство и постоянная эволюция рыночных институтов породили богатую экономическую литературу.

Возвращаясь к первому вопросу, как покупатели и продавцы находят друг друга в реальном мире? Каждая сторона может представлять себе, что потенциальные контрагенты существуют, но не знают, где и когда их найти. Подобные информационные проблемы, которые часто называют термином «издержки поиска», с древних времен преодолеваются путем назначения места, времени и товара. Пушкарская ярмарка верблюдов в Индии, куда сводят до 50 тысяч верблюдов в ноябре месяце, является экзотическим, но вполне типичным примером. В финансовом мире, соответствующим институтом является биржа. Многие биржи зародились как собрания спекулянтов где-нибудь в кофейне или другом общественном месте, где в ежедневном или еженедельном режиме собирались покупатели и продавцы ценных бумаг.

Внедрение новых технологий может изменить институциональную структуру рынков. Усовершенствованные технологии связи позволили ослабить жесткие требования к единству физического местонахождения рынков. Биржа, которая когда-то была зданием, теперь превратилась в сеть компьютерных терминалов. Более того, многократно снизив издержки поиска контрагентов и сравнения цен, технология увеличила объемы и размах децентрализованных рынков, таких как внебиржевой (ОТС) рынок производных инструментов. Децентрализованные рынки хороши тем, что предлагают большее разнообразие специализированных товаров, на все специфические потребности инвесторов и потребителей.

Возвращаясь ко второму вопросу: как же покупатели могут убедиться в качестве товара на реальном рынке?

Возвращаясь ко второму вопросу, как покупатели могут убедиться в качестве товара на реальном рынке? Если издержки проверки качества и ценности слишком велики, как покупатели могут убедиться в том, что продавцы не поставят негодную продукцию? Для решения этих вопросов возникли рыночные институты. Продавец может инвестировать в улучшение своего имиджа и репутации как надежного поставщика качественного товара, либо предложить гарантию. Стандартизированные сорта – договоренность, которая облегчает однозначную оценку качества при заключении контракта. Важным рубежом в развитии товарных рынков стала разработка в 1856г. Чикагской Товарной Биржей (Chicago Board of Trade) стандартизированных сортов пшеницы. Это позволило продавцам и покупателям пшеницы торговать стандартными «складскими расписками», а не конкретными партиями, при том, что проверка качества и сертификация производилась третьими лицами и стоил недорого. Идея стандартизации по сортам и оценки третьими лицами проникла на кредитные рынки в начале 20 века. Конечно, как стало понятно из последних событий, качественные характеристики и многосторонняя природа кредитного риска накладывает ограничения на возможность использования инвесторами рейтингов как единственного измерителя качества.

Более тонкая форма проблемы с установлением качества возникает, когда транзакция имеет результатом будущие обусловленные обязательства контрагентов. Будущие обязательства распространены на финансовых рынках; риск неисполнения обязательств известен здесь как кредитный риск контрагента. В кредитных дефолтных свопах, например, каждая сторона стремится видоизменить свою открытую кредитную экспозицию по отношению к базовому активу (reference entity). Результирующая кредитная экспозиция по отношению к *контрагенту* имеет по отношению к причине сделки совершенно случайный характер, но при этом может существенным образом определять выполнение обязательств в будущем.

Финансовые рынки разработали механизмы, которые специально предназначены для управления риском контрагента. Самый простой из них – предоставление залога против риска. Обеспечение эффективности залога как страховки против риска представляет собой трудную задачу даже в обычных условиях, а особенно в условиях резких скачков в рыночных ценах (риски разрывов в ценах – “gar risk”).

Более изощренным изобретением для снижения кредитного риска контрагента является т.н. «центральный контрагент», или клиринговая палата (клиринговый дом). На рынках с клиринговой палатой все сделки осуществляются с посредничеством центрального контрагента. Такая схема может, и реально в огромной степени действительно снижает риск контрагента. Центральный контрагент имеет сбалансированную позицию, т.е. не имеет никакого собственного прямого рыночного риска. В случае дефолта члена клиринговой палаты центральный контрагент может воспользоваться залоговыми средствами (маржой) такого участника, собственными резервными фондами клиринговой палаты, дополнительными обязательствами других членов. Как вы знаете, сейчас разрабатываются планы создать систему с одним или несколькими центральными контрагентами на рынке кредитных деривативов.

И все же, почему же мы не видим центрального контрагента на каждом финансовом рынке? Главная причина в том, что выигрыш в безопасности может быть получен за счет проигрыша в гибкости. Как и все биржи, центральный контрагент устанавливает некую степень стандартизации по всем торгуемым контрактам. Как уже отмечалось, внебиржевые (ОТС) рынки производных инструментов выросли так быстро во многом благодаря тому, что существовал спрос на разнообразные и индивидуализированные продукты. Несмотря на это, многие ОТС-контракты уже и сейчас могут проходить клиринг в центральном контрагенте. Например, существует центральный контрагент «SwarClear», система для процентных свопов, которая обслуживает примерно половину валютных свопов между дилерами в мире.

Оценка функционирования финансового рынка в последнее время

После того, как я изложил концептуальную основу рынков и того, как участники обеспечивают качество транзакций, я бы хотел, вкратце, применить эту концептуальную основу к событиям последних 18 месяцев. Финансовый кризис может служить мощным стимулом развития рыночных механизмов, и я ожидаю, что после всех пертурбаций мы увидим волну инноваций и возрастание совершенства способов оценки качества на кредитных рынках и управления кредитным риском контрагента. Я бы хотел остановиться на двух темах, которые, как мне кажется, окажут влияние на этот процесс.

Во-первых, для того, чтобы оценка качества была эффективной, некоторые продукты, торгуемые на финансовых рынках, должны стать проще и прозрачнее. Сложность финансового продукта и отсутствие прозрачности лежат в основе многих возникших проблем, особенно на рынках, где имеют место

секьюритизация и структурированные кредитные продукты. Я уже останавливался на этих темах в выступлении на конференции ФРС на прошлой неделе, посвященном будущему ипотечного рынка. В нем я утверждал, что восстановление рынка ценных бумаг, обеспеченных ипотечными закладными (MBS) потребует большей прозрачности и меньшей сложности, а также, что важно, всеобъемлющей и стандартизированной информации по уровням займов, которая позволит проводить независимую оценку и анализ кредитов. Например, структуры денежных потоков ипотечных платежей пула различных траншей MBS должны стать гораздо проще, чем многие из тех, которые были созданы в последние годы, а секьюритизационные контракты должны стать гораздо более однородными, чтобы можно было проводить сравнение профилей рисков по сделкам, а также, возможно, обеспечивать большую ликвидность.

Я считаю, что новая инфраструктура для MBS, построенная на таких основаниях, должна снизить информационные издержки рынка. Снижение таких затрат облегчит проведение широкого независимого анализа, позволит проводить более основательный «due diligence» потенциальными покупателями, что даст перепроверку оценки рискованности, данную кредитными агентствами. Другими словами, участники рынка с большей вероятностью научатся и станут применять самостоятельный анализ и оценку ценных бумаг, если выпуски бумаг будут более однородными и менее сложными.

Второй фактор эффективного контроля качества финансовых продуктов лежит в институциональной и контрактной сфере обеспечения исполнения финансовых транзакций в будущем, то есть в сфере управления кредитным риском контрагента. Управление кредитным риском контрагента должно учитывать эффективность в разных рыночных ситуациях, а также последствия для финансовой стабильности. Имеется широкий спектр рыночных методов защиты, которые полезны для испытывающей трудности отдельной фирмы, но эти методы могут не быть столь полезными – а иногда могут быть потенциально вредными – в ситуациях общего кризиса рынка.

Показательный пример – использование рейтинговых «триггеров» (спусковых механизмов) в управлении кредитным риском контрагента. Некоторые долговые контракты и OTC-производные привязывают залоговые требования к кредитному рейтингу контрагента. Если контрагенту снижается рейтинг ниже какого-то порогового уровня, то он может получить немедленный марджин-колл. Кредитный риск контрагента при этом удерживается в приемлемых рамках, если рейтинговый «триггер» срабатывает до того, как контрагент становится неплатежеспособным, то есть если триггер установлен на сравнительно высоком рейтинговом уровне. В таких случаях, такое условие может иметь существенную ценность для снижения кредитного риска контрагента, и становится стимулом для контрагента постараться сохранять свое финансовое «здоровье» и, следовательно, свой высокий рейтинг.

Такая защита против риска контрагента особенно эффективна, когда риск специфичен для данного контрагента и не коррелирует с увеличением риска по другим контрагентам и на других рынках. В таком случае внесение дополнительного залога задолго до того, как фирма достигнет неплатежеспособности, может стать надежной защитой. Однако такое положение может не обеспечить защиту тогда, когда изменение рейтинга происходит слишком поздно, фирма уже на грани банкротства, а требования внести дополнительную маржу могут ее окончательно обанкротить.

Еще важнее, что такое условие может не дать необходимой защиты тогда, когда проблемы у контрагента коррелируют с проблемами в других институтах и на других рынках, то есть в случаях общего кризиса рынка или экономики. Во времена широкого кризиса, многие контрагенты могут одновременно быть вынуждены продавать активы и вносить дополнительные залоги по марджин-коллам. Это может привести к ситуации на рынке, когда активы продаются быстро и ниже их фундаментальной стоимости. Когда многие контрагенты вынуждены ликвидировать одни и те же активы, цены на эти активы падают. Если эти активы используются как залоги по другим позициям, то снижение их стоимости ведет к дополнительным марджин-коллам. Такое стечение обстоятельств, в свою очередь, вызывает новую волну ликвидации активов и падения цен. Широкое применение рейтингового триггера может еще более ускорить это общее снижение цен, что ведет к еще большему снижению стоимости активов и рейтингов, и так далее и так далее. Недавние события продемонстрировали такую дестабилизирующую динамику в реальной жизни.

Рейтинговые триггеры - только один из примеров, как рыночные методы борьбы с риском могут усилить воздействие системных событий и дестабилизировать рынки. Другой пример – кредитные гарантии. Гарант с высоким рейтингом может предложить эффективную защиту против дефолта по небольшому числу инструментов. Однако в случае общего повышения уровня кредитного риска имеется большая вероятность, что гаранту придется производить выплаты по многим позициям сразу. Когда рынок осознает, что гарантия может не сработать, будет оказано дальнейшее давление на соответствующие институты, которые могут остаться незащищенными от рисков. Таким образом,

широкое распространение кредитных гарантий может привести к возникновению «риска с другой стороны», при котором продавец защиты не сможет выполнить обязательств именно тогда, когда защита будет наиболее нужна.

То, что может показаться «стадным поведением», на некоторых рынках может оказаться необходимой реакцией в связи с действиями хрупких взаимозависимостей, которые подрывают стабильность этих рынков. Такое внешне стадное поведение, которое отражает общую потерю доверия, может быть порождено рыночной инфраструктурой, которая побуждает совместные движения участников по широкому спектру рынков и институтов во времена кризиса. В этих обстоятельствах контрактные условия, которые на поверхности могут казаться разумными инструментами управления риском контрагента, еще более увеличивают напряжение и нестабильность рынков.

Улучшение банковского риск-менеджмента при участии в финансовых рынках

События и кризисы общеэкономического масштаба и то, как рыночная инфраструктура может их спровоцировать или усилить, не находили достаточного отражения в работах и усилиях по управлению рисками в тот период, который предшествовал текущему кризису. Например, риск-менеджеры не достаточно внимательно анализировали ситуацию, когда одновременно много участников рынка будут вынуждены или обязаны закрывать свои позиции; тот факт, что такое развитие событий может привести к существенным убыткам для ряда ключевых контрагентов; и что залог, внесенный как защита позиций, упадет в стоимости в то же самое время. Не было достаточного понимания корреляции между снижением стоимости залога и вероятностью того, что залог придется использовать по назначению. Подобные вопросы можно поднять и для гарантий третьих лиц, хеджирующих стратегий, которые оказались менее эффективными, чем ожидалось. Даже когда риск-менеджеры отчасти понимали эти вопросы, каждый по отдельности, скорее всего, не мог и не смог бы потребовать больший залог или гарантии в хорошие времена, потому что ни один риск-менеджер не хочет (не хотел) быть первым.

Ключевой фактор для оценки качества, как я уже говорил, это оценка поведения контрагентов в тяжелые времена. Банки должны оценивать контрагентов (кредитоспособность, поведение) не только индивидуально, но и коллективно. Они должны понимать, как их собственные действия по защите позиций будут оказывать давление на ключевых контрагентов, особенно тогда, когда другие участники рынка, по всей вероятности, будут предпринимать аналогичные действия по своей защите. Кроме проверки того, что их индивидуальные позиции надежно защищены, банки должны оценивать, есть ли системный компонент на рынке, который может отрицательно повлиять на многих контрагентов одновременно, тем самым усилив риски. Как мы уже видели, контрагент не обязательно должен быть технически неплатежеспособен, чтобы другие участники рынка стали его избегать. Ожидание, предвосхищение снижения рейтинга может также очень быстро лишить фирму финансирования и привести к банкротству.

Короче говоря, банкиры и регуляторы должны понять тип рыночных условий, который будет существовать в те моменты, когда потребуются прибегать к залогам, гарантиям и другим защитным контрактным мерам. Важно оценить вероятность того, что защитные меры банка ухудшат рыночную ситуацию и даже увеличат его потери. Не получится ли так, что банк сможет реализовать залог по значительно заниженной цене? Не будут ли многие контрагенты испытывать трудности одновременно? Будут ли гаранты выполнять свои обязательства во время кризиса? Другими словами, будут ли работать залоговые, гарантийные, страховые, хеджи и т.п. именно тогда, когда они нужнее всего, а именно во времена рыночных кризисов? Это важные вопросы, которые регуляторы и надзирающие органы задают в Базельском Комитете и Форму Финансовой Стабильности – я это знаю, т.к. представляю ФРС в обоих этих органах.

Естественно, эти вопросы подчеркивают важность стресс-тестирования и сценарного анализа, которые бы фокусировались на широких рыночных событиях. Такое тестирование может включать возможность одновременного краха ключевых контрагентов, или наличия у них серьезных трудностей в одно и то же время, снижения рыночной ликвидности в течение достаточно длительного времени, или возможность, что участники рынка будут рассматривать сам банк как находящийся в кризисе. Эти стресс-тесты, если их правильно спроектировать, могут дать информацию, которая остается за рамками типичных статистических моделей, например, ненормально сильные скачки или движения рынка, «высыхание» ликвидности, продолжительные периоды нарушений функционирования рынка, или структурные изменения в рынках. Стресс-тесты наиболее полезны, когда они имеют целью включение потенциальных вторичных или «рикошетных» явлений, которые трудно смоделировать стандартными методами. Таким образом, стресс-тестирование может служить дополнительным инструментом для прочих инструментов риск-менеджмента.

Даже если оценка вероятности совместного наступления кризиса у ряда контрагентов окажется малой, все равно полезно знать, насколько тяжелым будет результат, так как может оказаться, что потери

будут неприемлемыми. Важно, чтобы банки проводили стресс-тестирование по нескольким рынкам, т.к. некоторые контрагенты являются ключевыми игроками на многих финансовых рынках, и их неплатежеспособность отразится на всех этих рынках.

Конечно, на основе рассмотрения факторов, отмеченных выше, и проведения стресс-тестирования, банки смогут заново оценить свое участие в некоторых рынках, проявлять большую осторожность по отношению к потенциальным «хвостовым» рискам и лучше защищать себя во времена широких рыночных кризисов. Одним из первых шагов может быть увеличение внутренней оценки необходимого капитала для тех или иных видов деятельности, с учетом дополнительных рисков, выявленных посредством стресс-тестирования. Они могут также реструктурировать контракты или изменить условия контрактов. Для ряда сделок можно будет потребовать более высокого первоначального залога (начальной маржи), учитывая, что последующие марджин-коллы не обеспечат достаточной защиты во время тяжелого кризиса. Они могут потребовать большей массы имущества в залог, или такого залога, который бы меньше был связан с общим финансовым состоянием контрагента или всего рынка. Или они могут поискать другие пути обеспечения выполнения обязательств контрагентами, и, что, может быть, еще более важно, усиления потенциала контрагентов противостоять трудностям в период кризиса. Кроме того, они могут перевести часть (или большую часть) своей торговой и хеджевой активности на площадки организованных бирж, или вести ее через клиринговые дома, чтобы получить ту дополнительную защиту, о которой я говорил ранее.

Некоторые банки, действуя коллективно, могут решить предпринять меры к улучшению качественной оценки рынка во времена будущих кризисов. Ассоциации в рамках банковской отрасли могут рассмотреть дополнительные защитные меры для снижения системных рисков между контрагентами; например, банки совместно могут устранить неопределенности, существующие в связи со сбоями бэк-офисов и связанных с этим рисков на рынке кредитных дефолтных свопов. Другой аспект, как я уже отмечал в своем выступлении на прошлой неделе, это усовершенствование рынка ипотечных вкладных так, чтобы информация о займах была более стандартизированной, условия секьюритизации более простыми и прозрачными, а зависимость от оценок третьих сторон (рейтинговых агентств) стала меньше.

В качестве более общей меры, банки должны иметь более мощный буфер в виде увеличенных норм ликвидности и капитала, так как те меры, о которых я только что говорил, все таки не являются гарантией от будущих рыночных потрясений, которые могут вызвать коррелирующие каскадные потери участников рынка. Наконец, банки должны проявлять дисциплинированность, с тем, чтобы, когда вернутся хорошие времена, они не забыли текущих трудностей и не вернулись к прежней беспечности и расточительности. Действительно, сейчас время для банков установить у себя добротные стандарты риск-менеджмента, в которых бы учитывались те моменты, о которых я говорил, с тем, чтобы дисциплина в вопросах риска была кодифицирована.

Заключительные мысли

Конечно, не только банки, но и те из нас, которые служат на государственной службе, должны извлечь важные уроки. Банки и надзирающие органы одинаково должны провести дополнительную работу по разработке надежных методов качественной оценки финансовых рынков, которые помогут восстановить и поддержать доверие участников. Обеспечение проведения банками добротного риск-менеджмента, конечно, является важной работой банковских регулирующих органов, которая включает проверку их способности правильно оценить риски на том рынке, на котором они работают, а также их способность проводить стресс-тестирование для исследования потенциальных последствий разных типов рыночных кризисов. Это требует и от регуляторов хорошего понимания ценности, ограничений и потенциального вреда тех мер, которые банки предпринимают для защиты своих позиций.

ФРС уже начал усиливать работу по надзору в данной сфере, и доводит до сведения банков наши ожидания в этом плане. На международном уровне, мы работаем с коллегами в других странах и на уровне международных органов, таких как Базельский Комитет по Банковскому Надзору (который собирается позже на этой неделе) и Форум Финансовой Стабильности, исследуя возможность внедрения нашей практики по всему миру, чтобы снизить те риски, о которых я говорил. Эта работа будет важнейшим аспектом нашей деятельности в ближайшие месяцы и в течение всего 2009 года.