

О возобновлении роста высокорисковых операций в мировой финансовой системе

М. В. Ершов,

главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов,
профессор Финансового университета при Правительстве Российской Федерации,
доктор экономических наук; <http://www.ershovm.ru>

Политика количественного смягчения (quantitative easing), проводимая ведущими экономически развитыми странами, привела к снижению процентных ставок в мире и уменьшению доходности основных финансовых инструментов (рис. 1–2). Для повышения доходности участники рынка начинают вновь обращать более пристальное внимание на высокорисковые инструменты с высокой доходностью.

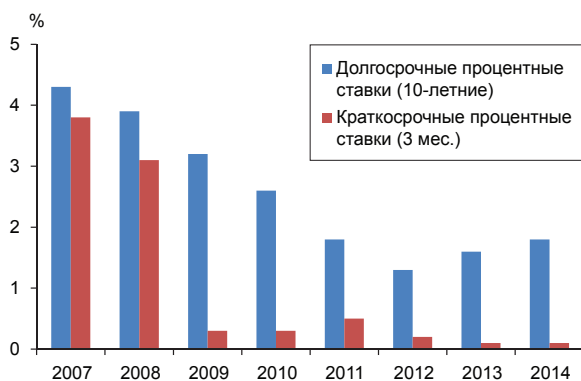
В июле в своем выступлении глава ФРС Дж. Йеллен отметила, что *низкие процентные ставки могут стимулировать некоторых инвесторов к использованию высокодоходных инструментов, а это может увеличить подверженность финансовой системы негативным событиям*¹.

Укажем, что данная проблема регулярно возникает в мировой финансовой системе с разной степенью остроты (например, все помнят о мусорных облигациях – *junk bonds* и др.). Так, еще в 2009 г. глава Банка Японии М. Сиракава, указывая на рост высокорисковых инструментов, который начал отмечаться после острой фазы кризиса, давал объяснение указанному явлению и подчеркивал, что «большинство участников рынка вряд ли смогут противодействовать давлению со стороны акционеров относительно необходимости

повышения доходности операций»², что в условиях низких ставок делало неизбежным расширение высокорисковых инструментов.

Действительно, отмечающаяся в настоящее время низкая доходность, которая преобладает на рынке, подталкивает инвесторов к позициям с большим кредитным плечом (*leverage*), а также к активам низкого качества (в частности, *junk bonds*) и с низкой ликвидностью, что в целом увеличивает риски финансовой системы. В результате объемы выпуска и использования многих высокорисковых инструментов вновь возвращаются к предкризисному уровню (рис. 3–4).

Аналогичная картина отмечается на рынке производных финансовых инструментов. Стремление участников рынка к оптимизации балансов (в том числе «переупаковка» обязательств, унаследованных от кризиса) при одновременном поиске новых источников доходности и страховании рисков привело к росту общего объема только внебиржевых производных инструментов в мире до более чем 700 трлн дол. (рис. 5) (BIS, June 2014 г.). Из них более 30% приходится на банки и сберегательные ассоциации США. При этом такой высокорисковый компонент, как валютные деривативы, по сравнению с докризисным 2006 г. вырос в 2,5 раза.



Источник: BIS, May 2014.

Рис. 1. Уровень процентных ставок, %

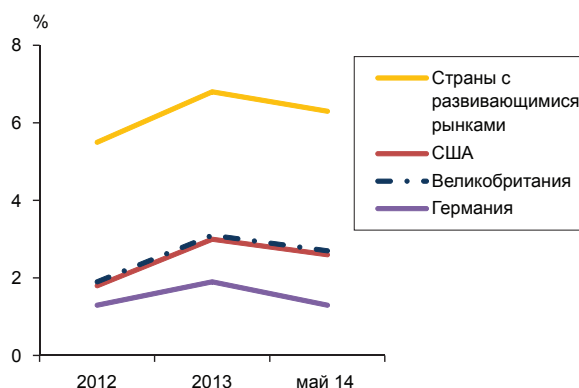
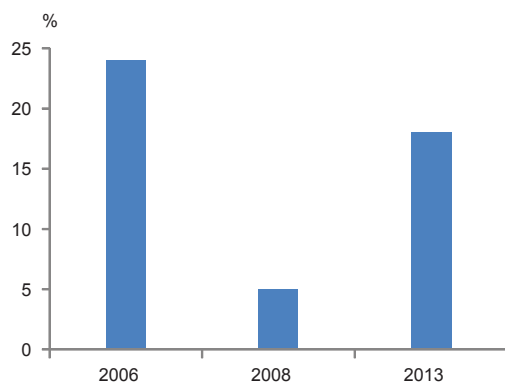


Рис. 2. Доходность 10-летних облигаций

¹ Yellen J. L. Semiannual Monetary Policy Report to the Congress. July, 15. 2014; <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/yellen20140715a.htm>

² Shirakawa M. Some thoughts on incentives at micro and macro level for crisis prevention. BIS. Papers № 53. June 2009. P. 25–26.



Источники: Dealogic; расчеты Банка международных расчетов; S&P Capital IQ/LCD.

Рис. 3. Доля высокодоходных облигаций в общем объеме выпуска в мире, %

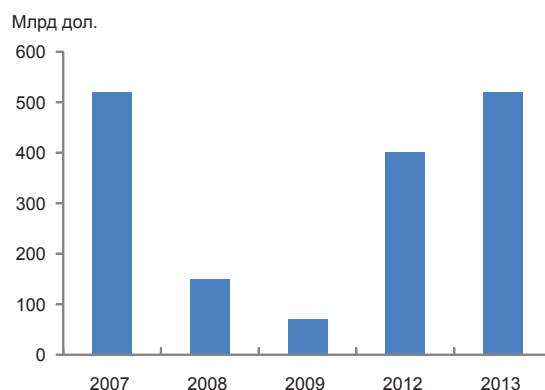
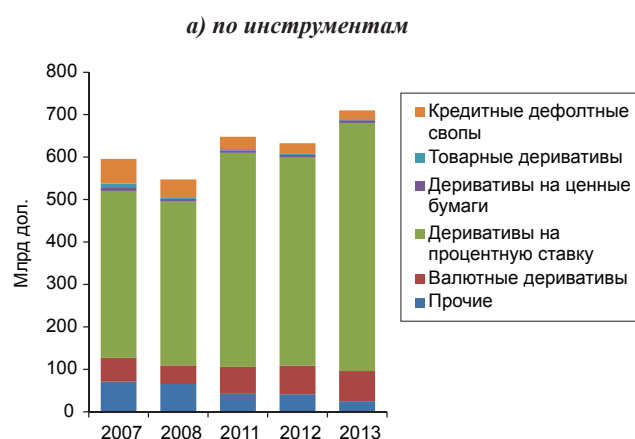


Рис. 4. Объем кредитования с кредитным плечом, млрд дол.



Источник: BIS, May 2014.

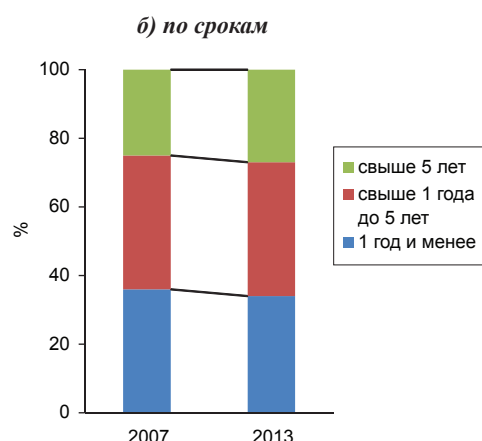
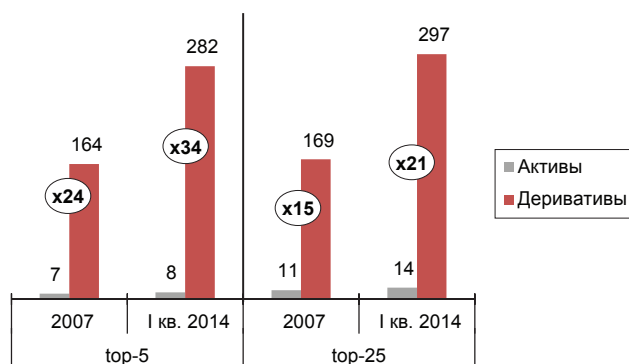


Рис. 5. Объемы рынка внебиржевых деривативов в мире по инструментам и срокам (млрд дол., %)



Источник: Office of the Comptroller of the Currency. July 2014.

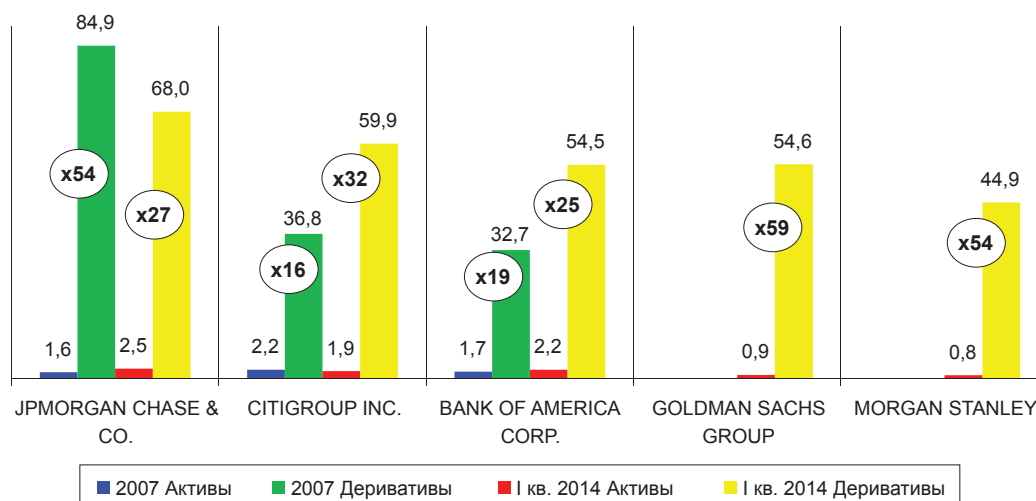
Рис. 6. Крупнейшие (top-5 и top-25) американские финансовые холдинги – держатели деривативов: объем деривативов, активов (трлн дол.) и их соотношение (раз)

Пять крупнейших американских держателей деривативов (на 01.04.2014) – финансовые холдинги (на банки которых приходится 34,7% совокупных активов американской банковской системы) на 72% увеличили у себя объемы производных инструментов (отно-

сительно предкризисного максимума 2007 г.) при росте их активов лишь на 23%.

В целом для американских top-5 соотношение «деривативы/активы» составило 34 раза (рис. 6), что фактически более чем на 40% превышает предкризисный максимум указанного соотношения. При этом для top-25 соотношение «деривативы/активы» составляет 21 раз и также превышает предкризисный уровень на 40%. У отдельных банковских холдингов этот разрыв часто составляет свыше 50 раз (рис. 7), что заставляет со всей тщательностью подойти к оценке устойчивости их балансов и уровня рисков финансовой системы в целом.

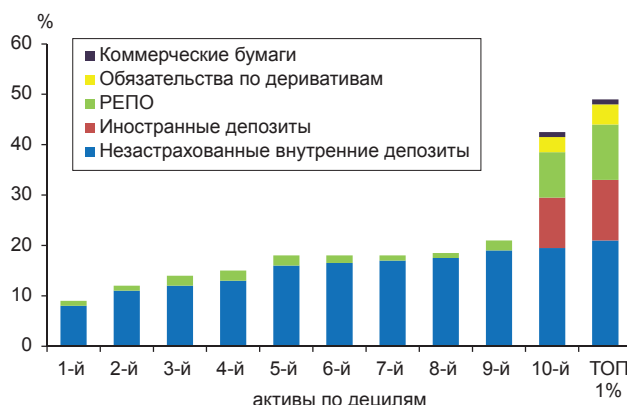
Действительно, рост объемов деривативов у банков может быть следствием «оптимизации» балансов, попыток минимизировать риски и т. д. Однако следует помнить, что подобные аргументы, обосновывающие быстрый рост деривативов, приводились и до кризиса, но в итоге именно деривативы усилили развитие кризисных процессов. Напомним, что известный американский инвестор Уоррен Баффет еще в 2002 г. заметил, что деривативы являются бомбой замедленного действия и позже назвал их финансовым оружием массового поражения.



Источник: Office of the Comptroller of the Currency, July 2014.

Рис. 7. Крупнейшие американские финансовые холдинги – держатели деривативов: объем деривативов, активов (трлн дол.) и их соотношение (раз)

Кроме того, фактором нестабильности является также значительный объем незастрахованных обязательств банковских холдингов. Незастрахованные обязательства составляют более 40% обязательств у 10% самых крупных американских банковских холдингов (по активам) и менее 22% обязательств у остальных (рис. 8). Указанная структура пассивов делает их крайне неустойчивыми и усиливает риски массового изъятия вкладов, что в этом случае будет вынуждать банки распродавать свои активы, усилит падение цен и усугубит развитие кризисной ситуации.

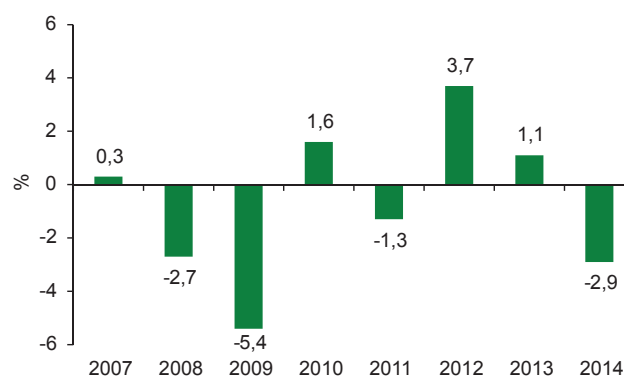


Источник: FRB of NY. 2014.

Рис. 8. Незастрахованные обязательства американских банковских холдингов (% от обязательств)

Об усиливающихся рисках финансовой системы говорится и в недавних материалах Федеральной резервной системы (ФРС) США и Европейского центрального банка (ЕЦБ). В частности, в последнем докладе ФРС по денежной политике (от 15 июля 2014 г.) указывается на отмечающиеся признаки обострения, что может привести к увеличению уровня дефолтов и потерям в таких секторах, как спекулятивные корпоратив-

ные облигации и кредиты с высоким кредитным плечом (leveraged loans)¹. Согласно недавним оценкам ЕЦБ (май 2014 г.), резко возобновился поиск доходности в мире на фоне накопленной неликвидности и перекосов в уровнях цен активов. При этом растущий поиск доходности стал повсеместным в регионах и сегментах рынка².



Источник: US BEA.

Рис. 9. Прирост реального ВВП США в I кв. (год к году, %)

Несмотря на тот существенный объем работы, который провели национальные и международные регуляторы по нормализации положения в финансовой сфере, накопленные проблемы пока до конца не устранены, и связанные с ними риски приобретают еще большую актуальность, особенно с учетом неустойчивого роста американской экономики, которая в I квартале 2014 г. продемонстрировала даже абсолютное снижение реального ВВП (-3%, рис. 9). Будем надеяться, что вновь формируемые риски не станут «спусковым крючком», который даст старт новым масштабным обострениям. ■

¹ Monetary Policy Report. FRS. July 2014.

² Financial Stability Review. ECB. May 2014. P. 8.