«МНОГИЕ НЕ ДО КОНЦА ПОНИМАЮТ, ЧТО МЫ РЕАЛЬНО ОЦЕНИВАЕМ»

КРИЗИС НА РЫНКЕ АМЕРИКАНСКИХ ИПОТЕЧНЫХ БУМАГ, ИМЕВШИХ ВЫСШИЕ РЕЙТИНГИ НАДЕЖНОСТИ, ЗАСТАВИЛ ИНВЕСТОРОВ НАЧАТЬ ПЕРЕСМОТР РИСКОВ СВОИХ ВЛОЖЕНИЙ. О ТОМ, НАСКОЛЬКО АКТУАЛЬНА ТАКАЯ ПЕРЕОЦЕНКА И ЧТО В ДЕЙСТВИТЕЛЬНОСТИ ИМЕЮТ В ВИДУ РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА, ОЦЕНИВАЯ РАЗЛИЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ, КОРРЕСПОНДЕНТУ BG ПЕТРУ РУШАЙЛО РАССКАЗАЛ ГЛАВА ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА STANDARD & POOR'S В РОССИИ И СНГ АЛЕКСЕЙ НОВИКОВ.

«БУМАГИ НЕ МОГУТ ПОКУПАТЬСЯ НА ОСНОВЕ ОДНОГО ТОЛЬКО РЕЙТИНГА»

АЛЕКСЕЙ НОВИКОВ, ГЛАВА ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА STANDARD & POOR'S В РОССИИ И СНГ

BUSINESS GUIDE: Кризис на ипотечном рынке США вызвал большое количество упреков в адрес рейтинговых агентств — от обвинений в том, что они прозевали кризис, до претензий, связанных с тем, что они сами его спровоцировали, понизив рейтинги ряда выпусков ипотечных облигаций. Вам есть что сказать в ответ?

АЛЕКСЕЙ НОВИКОВ: Мы сталкиваемся с такой ситуацией не в первый раз. И есть классическая английская поговорка, которая перекочевала в свое время от Софокла к Шекспиру: Don't kill the Messenger — «Не убивай гонца, приносящего плохие вести». Мы в данном случае исполняем роль именно «мессенджера», то есть независимого оценщика кредитного риска, который сообщает о том, какова ситуация. В данном случае ситуация на ипотечном рынке США.

Проблема же заключается в том, что многие не до конца понимают, что мы реально оцениваем. На самом деле мы оцениваем только вероятность дефолта, то есть надежность ценных бумаг с точки зрения погашения выпуска в срок и в полном объеме. Мы не оцениваем рыночные риски и риски, связанные с ликвидностью. А в данном случае то, что произошло на ипотечном рынке, в основном было связано именно с этими двумя параметрами — с рыночным риском и с риском ликвидности.

Что касается того, что наши «плохие новости» якобы спровоцировали падение на рынке, я с этим не согласен. Мы в данном случае просто сформулировали свое отношение к тем процессам, которые уже волновали инвесторов. Мы выразили его в рамках наших критериев, оценили кредитный риск и по нашей методологии понизили рейтинги ряда выпусков рейтингов ценных бумаг. Причем, во-первых, речь шла о выпусках далеко не высших рейтинговых категорий надежности, то есть в основном о спекулятивных ценных бумагах, которым в принципе присуща значительная вероятность дефолта — выше, чем по бумагам с рейтингами высокого качества. Что, безусловно, изначально было известно инвесторам. А во-вторых, проблемы на первичном рынке, на котором идут дефолты по кредитам категории subprime, начались раньше. Происходит это в промышленных районах типа Детройта, где прошли довольно серьезные сокращения рабочей силы в связи с реструктуризацией крупных автомобильных компаний. Одновременно идет снижение цен на недвижимость, что тоже важно, поскольку банки в случае обращения взыскания не могут реализовать залог по той цене, на которую они рассчитывали. Но это все рыночные факторы.

Кроме того, отмечу, что сама история с ипотечным кризисом еще далеко не закончена, ситуация на этом рынке продолжает оставаться напряженной. И мы, разумеется, смотрим на то, насколько справедливы оценки, которые мы дали ипотечным ценным бумагам по так называемым рисковым выпускам. Окончательно об этом судить рано — хотя бы потому, что первоначально изменены рейтинги довольно небольшого количества ипотечных бумаг, представляющих примерно 1% всего сегмента subprime. А количество дефолтов по ценным бумагам, которые обеспечены ипотечными кредитами, очень невелико — единицы на фоне десятков тысяч самих выпусков. Но в данном случае мониторинг нас интересует с чисто профессиональной точки зрения — мы отслеживаем вероятность дефолта по каждому отрейтингованному выпуску, по каждой категории нашего рейтинга. И всегда потому публикуем эти данные. И для того чтобы критиковать нас, нужно посмотреть, в какой степени итоговая статистика дефолтов будет соответствовать тому, что мы обещаем согласно рейтинговым категориям. Пока мы не видим по ценным бумагам этой категории какое-то число дефолтов, которое бы переходило за рамки вероятностей, определенных для соответствующих категорий рейтингов.

BG: Но инвесторы говорят о том, что достаточно большому количеству бумаг были присвоены высшие категории надежности, они покупали эти бумаги, ориентируясь на рейтинги, и в итоге понесли потери.

А. Н.: Бумаги не могут покупаться на основе одного только рейтинга. Рейтинг измеряет только вероятность дефолта. А у инвестора всегда очень много соображений, исходя из которых он принимает решение. Есть, например, инвесторы, которые охочи до высокой доходности, а есть те, которые размещают свои активы исключительно в бумаги высокой надежности и т. п.

BG: Насколько я понимаю, одна из главных причин сложностей американского ипотечного рынка, проявившихся в начале этого года,— увеличение выплат по закладным. Что, в свою очередь, связано с существенным ростом уровня процентных ставок в США. Но этот процесс начался довольно давно. Не кажется ли вам, что реакция рейтинговых агентств была довольно запоздалой?

А. Н.: Дело в том, что ставка не является главным критерием нашей оценки, речь идет о комплексе факторов. Во-первых, кризис имеет разное географическое происхождение. Это рабочие районы Приозерья, это очень хорошо развитые рынки недвижимости, такие как калифорнийский, флоридский, вашингтонский, нью-йоркский, где рынок сильно ушел вверх, достиг своего потолка и начал падать. Вся комбинация этих факторов привела к изменению собственно рыночной ситуации. И мы должны ее зафиксировать. Если она имеет фундаментальный характер, если мы видим, что в перспективе нескольких лет вперед риск дефолта повышается, мы об этом свидетельствуем. Но мы не говорим о том, что эти бумаги обязательно будут в дефолте, мы говорим о том, что риск повышается. И, как мы видим сейчас, риск повышается, но пока уровень дефолтов по бумагам низкий.

Во-вторых, если вести речь именно о реакции на изменение макроэкономических параметров, таких как ставка ФРС, необходимо учитывать следующее. Чтобы изменить определенным образом наш подход, чтобы скорректировать те допущения, которые мы применяем при рейтинговании, нам необходимы факты. Например, случились дефолты по первичным ипотечным кредитам. Это и стало тем фактом, на основании которого мы изменили свой подход к рейтингам бумаг, ими обеспеченных.

BG: То есть пересмотр возможен только в том случае, если факты начинают противоречить до сих пор существовавшей практике?

А. Н.: Да. Если же говорить о наблюдении за рынком, мы с высокой периодичностью выпускаем специализированные обзоры. Так что говорить, что мы не информировали инвесторов о том, что происходит на рынке, будет не совсем справедливо.

BG: Я немного не об этом. Вашим конечным продуктом является рейтинг, и в массовом сознании именно рейтинг — то, на что должны ориентироваться инвесторы. Если воспринять это как факт, не имеет ли смысл рейтинговым агентствам немного изменить свой продукт? Например, обуславливать рейтинг побочными рыночными факторами или анализировать волатильность рынка. Иными словами, не устарело ли с точки зрения интересов инвесторов в нынешнем быстро меняющемся мире ваше традиционное рейтингование?

А. Н.: Ни в коем случае не устарело. Дело в том, что мы как раз все время подчеркиваем: рейтинг — это очень узкопрофессиональный продукт. Коэффициент вероятности дефолта — это то, что мы реально можем оценить и взять на себя ответственность за данную оценку. Оценить же ликвидность чрезвычайно тяжело, и я не думаю, что кто-то вообще возьмет на себя ответственность всерьез давать оценку уровня ликвидности на годы вперед; в краткосрочном плане — возможно, но это не наш продукт.

Ликвидность связана с колоссальным количеством сугубо психологических факторов. Нужно отдавать себе отчет, что это в значительной степени спонтанная материя, которая не поддается в данном случае контролю, оценке и т. д. Возможно, когда-нибудь родится какой-нибудь продукт, связанный с оценкой ликвидности. Но сейчас, если смотреть на вещи реалистично, он не будет иметь ценности для инвесторов, поскольку в данном случае все понимают, что это невозможно сделать корректно. Бывает, конечно, что положение дел на рынке меняется, появляются новые факторы. Понятное дело, что и рейтинговые агентства их учитывают, меняют методологию, собирают инвесторов, все им рассказывают, показывают и т. д. Но это касается только таких параметров, которые мы реально можем оценить.

Вообще же говоря, за каждой категорией кредитного рейтинга у нас закреплена определенная вероятность дефолта. Соблюдение соответствующих статистических закономерностей S&P отслеживает начиная с 1978 года. Причем по десяткам тысяч эмитентов. И если есть сильные отклонения наблюдаемых показателей от теоретических, тогда это действительно для нас звонок и свидетельство того, что мы должны пересматривать свои критерии, анализировать методологию. Мы проводим анализ данной статистики ежегодно.

BG: Приводит ли такой анализ к пересмотру рейтингов?

А. Н.: Нет. Анализируются не конкретные рейтинги, а именно статистика дефолтов. В чем причина, например, понижения числа дефолтов в одной категории рейтинга или увеличения в другой. У нас проводятся специальные сессии по методологии оценки, и мы иногда меняем наши предположения относительно значимости факторов, учитываемых при определении вероятности дефолта. И такой подход оправдывается на практике. Если вы посмотрите на статистику начиная с 1978 года, то увидите, что для самой высокой категории рейтинга — AAA — кумулятивная вероятность дефолта меньше 1%, конкретно 0,04%. И это примерно соответствует нашим расчетам. Если же мы возьмем спекулятивные категории рейтингов, то там эта кумулятивная (накопленная) вероятность дефолта порядка 15%. Есть и более детальная статистика по каждой категории. Кроме того, существуют наши оценки и статистика не только по кумулятивной вероятности, но и по вероятностям дефолта, скажем, в первый или пятый год жизни бумаги, то есть проверка действенности наших подходов идет по целому ряду ключевых индикаторов.

«МЫ ДЕЛАЕМ СТРЕСС-ТЕСТИРОВАНИЕ ПО КАЖДОЙ ЦЕННОЙ БУМАГЕ»

BG: Вы все время ведете речь о вероятности дефолта. Скажите, а зачем тогда в принципе нужна дискретная рейтинговая шкала? Не проще ли выдавать математические ожидания неплатежеспособности в виде конкретных цифр — точнее будет?

А. Н.: Рейтинг — это не результат только какого-то расчета, мы используем весь инструментарий финансового аналитика. А огромное количество факторов, влияющих на кредитоспособность, имеет качественный характер (например, страновые риски). Если, скажем, вести речь о тех же ипотечных ценных бумагах, нам важно знать, какой период времени потребуется для обращения взыскания на заложенную недвижимость, справится ли с потоком таких обращений судебная система, будет ли государство, желая спа-

«БЫВАЮТ СЛУЧАИ, КОГДА ОРГАНЫ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ВЛАСТИ ИСПОЛЬЗУЮТ НАШИ РЕЙТИНГИ НЕ ПО НАЗНАЧЕНИЮ. И ЭТО СКОРЕЕ МЕШАЕТ В РАБОТЕ»

КАК УСТРОЕНА ШКАЛА РЕЙТИНГОВ S&P

Долгосрочный рейтинг Standard & Poor's оценивает способность эмитента своевременно исполнять свои долговые обязательства. Долгосрочные рейтинги варьируются от наивысшей категории — AAA до самой низкой — D. Рейтинги в интервале от AA до CCC могут быть дополнены знаком «плюс» (+) или «минус» (–), обозначающими промежуточные рейтинговые категории по отношению к основным категориям.

Краткосрочный рейтинг представляет собой оценку вероятности своевременного погашения обязательств, считающихся краткосрочными на соответствующих рынках. Краткосрочные рейтинги также имеют диапазон — от A-1 для обязательств наивысшего качества до D для обязательств самого низкого качества. Рейтинги внутри категории A-1 могут содержать знак «плюс» (+) для выделения более надежных обязательств в данной категории.

Помимо долгосрочных рейтингов у Standard & Poor's имеются специальные определения рейтингов привилегированных акций, фондов денежного рынка, паевых облигационных фондов, платежеспособности страховых компаний и компаний, работающих с производными инструментами.

Кроме самого рейтинга компания указывает и его прогнозы — возможное направление движения рейтинга в ближайшие два-три года. Прогноз может быть «позитивный» (рейтинг может повыситься), «негативный» (рейтинг может понизиться), «стабильный» (изменение маловероятно), а также «развивающийся» (возможно повышение или понижение рейтинга).