

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

П.А. Патрон¹,

канд. экон. наук, доцент, зам. зав. кафедрой политической экономии экономического ф-та МГУ имени М.В. Ломоносова

ПРОЦЕСС ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ КРЕДИТОВ: РЕФОРМА СТАВКИ LIBOR

Так как мы живем в эпоху кредитной экономики, определение справедливой стоимости кредитов является одной из важнейших проблем, стоящих перед мировым сообществом. На протяжении более 20 лет базовой процентной ставкой, по которой определялась стоимость как корпоративных, так и розничных кредитов, была ставка ЛИБОР. После банкротства Lehman Brothers стало очевидно, что система ЛИБОР была создана для функционирования в период спокойных рынков и финансового благоденствия, а не в период экстремальных экономических условий. Назрела необходимость внесения коренных изменений в сложившуюся систему. В связи с этим в статье рассматриваются десять направлений будущей реформы ЛИБОР, предложенных в сентябре 2012 г. надзорным органом Великобритании, и анализируются их возможные последствия для мирового финансового рынка.

Ключевые слова: реформа финансового сектора, базовая кредитная ставка, манипулирование рынком, ЛИБОР.

As we are living in the credit economy, credit pricing process becomes one of the main problems of the modern financial world. For more than 20 years LIBOR was used as a reference credit rate for both corporate and private credits. After the bankruptcy of Lehman Brothers it became obvious that LIBOR was made to function properly during the prosperous time, not during the financial crisis. Serious change became necessary. This article analyzes 10 highlights of the future LIBOR reform, proposed by the UK financial regulatory authority in September 2012 and reviews their impact on the financial markets.

Key words: financial sector reform, reference interest rate, market manipulation, LIBOR.

В современном мире никто не может помыслить свое существование без кредитов и кредитных отношений: компании наращивают долговую нагрузку, чтобы модернизировать производство и выйти на новые региональные рынки сбыта; государства наращивают долговую нагрузку для стимулирования внутреннего спроса и постоянно растущих социальных обязательств. Поэтому проблема

¹ Патрон Петр Анатольевич, e-mail: patron@econ.msu.ru

определения справедливой стоимости кредита и его ценообразования приобретает основополагающее значение.

Долгое время базовой процентной ставкой, по которой определялась стоимость как корпоративных, так и розничных кредитов, была ставка ЛИБОР (Лондонская межбанковская ставка предложения, англ. London Interbank Offered Rate — LIBOR). В 1984 г. стало очевидно, что все большее количество банков работает с новыми финансовыми инструментами, такими, как свопы и форварды по процентным ставкам, опционы на покупку иностранной валюты. Банкиры понимали, что эти инструменты увеличили емкость и ликвидность лондонского межбанковского рынка, но были обеспокоены тем фактом, что не существовало единого стандарта их составления. В октябре 1984 г. Британская банковская ассоциация (ББА) создала несколько рабочих групп совместно с Банком Англии, которые разработали единые стандарты для свопов по процентным ставкам. Данные стандарты предполагали создание механизма фиксинга процентных ставок на межбанковском рынке. Со 2 сентября 1985 г. эти правила стали всеобщими, и так появилась ЛИБОР. С 1 января 1986 г. информационное агентство Томсон-Рейтер от имени ББА стало публиковать в 11.00 по лондонскому времени агрегированные данные, полученные от департаментов управления ликвидности 16 крупнейших мировых банков. Данные представляют собой ответы на формализованный опросный лист, согласно которому банки публикуют информацию о том, на каких условиях они готовы прокредитовать друг друга без предоставления дополнительных залогов в 10 различных валютах и при 15 сроках погашения. 25% самых высоких и 25% самых низких значений исключаются. На основании остальных рассчитывается средняя величина, которая впоследствии публикуется на сайте.

В настоящее время ЛИБОР используется для определения стоимости многих производных финансовых инструментов: форвардов и фьючерсов на краткосрочные и долгосрочные процентные ставки, процентных свопов, корпоративных облигаций с плавающей процентной ставкой, ипотечных облигаций и т.д. По оценке Банка международных расчетов (Bank for International Settlements) на март 2013 г., общий объем данных инструментов составил порядка 638 трлн долл. США [BIS Quarterly Review..., BIS Website, 2013].

Так как ЛИБОР является базовой процентной ставкой, очень важно проанализировать ее роль как индикатора стабильности банковской системы. По словам А. Гриспена, бывшего председателя ФРС США, таким показателем можно считать спред между ставкой ЛИБОР и ставкой по индексированному свопу по ставке «овернайт» (Overnight Indexed Swap Rate — OIS) [Thornton, 2009]. Своповая ставка рассчитывается как средняя геометрическая от ставок

центрального банка на каждый день периода действия соглашения, т.е. оказывается де-факто почти фиксированной. Если валютой свопа является доллар США, то берется учетная ставка ФРС США, если евро, то учетная ставка ЕЦБ. Спред ставок ЛИБОР и OIS можно считать показателем ликвидности банковской системы в целом и риска дефолта контрагента. В период с 1997 по август 2007 г. указанный спред был предельно низким и относительно постоянным, однако 9 августа 2007 г. он начал расти. Это отражало беспокойство рынка о том, что неприятности на рынке субстандартных ипотечных облигаций могут иметь негативные последствия для более широкого рынка облигаций. Своего пика спред ставок ЛИБОР и OIS достиг 17 сентября 2008 г. в момент объявления банкротства банка Lehman Brothers. Только после этого он начал снижаться.

Чтобы проанализировать, какой же риск вызвал рост спреда ЛИБОР—OIS — риск нехватки ликвидности или риск дефолта контрагента, — нужно включить в анализ спред между ставкой ЛИБОР и ставкой по депозитным сертификатам, которая публикуется ФРС США и отражает динамику стоимости депозитов во времени. Финансовые институты используют данный рынок для получения дополнительной ликвидности за счет частных лиц и корпораций [Taylor, Williams, 2008]. Если разница между ЛИБОР и ставкой депозитных сертификатов значительна, то банки стремятся привлечь денежные средства в связи с отсутствием ликвидности. В период 2007—2008 гг. этот спред был незначительным, что позволяет сделать следующий вывод: проблемы состояли не в отсутствии ликвидности, а в отсутствии доверия на межбанковском рынке.

Таким образом, ставка ЛИБОР чрезвычайно важна для финансовых аналитиков, так как множество индикативных показателей, построенных на базе этой ставки, позволяют оценить кредитные риски, риски ликвидности, риски платежеспособности как отдельных секторов финансового рынка, так и всей экономики в целом.

Многие критики ЛИБОР указывают на тот факт, что публикуемые данные не являются отражением реальных сделок, а просто показывают результаты опроса, проведенного между представителями крупных банков. Тем не менее эта система работала довольно эффективно на протяжении последних 26 лет, и на то есть ряд причин. Текущие ставки процента на денежном рынке (money market rate) очень важны, но в отдельный период времени для определенной валюты и срока погашения они могут быть неликвидны и сильно варьироваться даже в течение часа. Долгосрочные средние значения не в полной мере отражают текущую ситуацию данного дня. Для этого в принципе и была придумана система ЛИБОР. Считалось, что у банков будет стимул подавать реалистичные значения: так как они являются одновременно крупными кредиторами

(которые хотят более высоких значений ставки ЛИБОР) и крупными заемщиками (которые хотят более низких значений ставки ЛИБОР), то не смогут просчитать, что им нужно больше в течение отдельно взятого дня.

Так как при составлении ЛИБОР отбрасываются предельные значения, то это делает невозможным для одного банка повлиять на средневзвешенное значение единолично. Любое манипулирование должно быть поддержано «четвертью плюс одним» банком, участвующими в опросе. Банки должны иметь одинаковые открытые позиции (быть на определенный момент нетто-кредиторами или нетто-заемщиками), а их компенсирующая позиция (крупные банки часто кредитуют друг друга) должна быть перераспределена равномерно по рынку, чтобы не вызвать ответной реакции. Другими словами, манипулирование данными ставками ради получения дополнительной прибыли оказывается очень сложной процедурой, которую тем более затруднительно осуществлять на постоянной основе.

Однако после более 20 лет эффективного функционирования этот институт начал давать сбои. В период с июня 2007 г. по июнь 2008 г., когда банки все еще предоставляли кредиты друг другу в достаточном количестве, новость о том, что какой-либо из банков указал в опросе более высокую процентную ставку, сразу же породила слухи о его финансовой несостоятельности. Эти ожидания мгновенно становились самоисполняющимися, так как банки сразу же отзывали свои кредитные линии у того финансового института, кто становился объектом данных слухов. Одним из предложений по реформе ЛИБОР со стороны Т. Гайтнера, тогда еще председателя Федерального резервного банка Нью-Йорка, было изменение процесса подачи опросных листов таким образом, чтобы они не были известны остальным участникам рынка [BoE Says Backed..., 2012]. Однако данное изменение могло еще больше расшатать рынок из-за понижения его прозрачности, поэтому было решено текущую процедуру не менять.

Банк Англии несколько раз публично отрицал тот факт, что он советовал банку Barclays и некоторым другим подавать более низкие процентные ставки. Однако такой совет, если он имел место, вполне логичен и понятен. Банк Англии был заинтересован в том, чтобы предотвратить спекулятивные атаки на один из крупнейших банков, так как это могло сильно ослабить финансовую систему Великобритании в целом. Таким образом, обеспечение финансовой стабильности на тот момент казалось более важным, чем будущие перспективы ЛИБОР.

В периоды кризиса центральные банки вынуждены принимать подобные решения, делая выбор в пользу меньшего зла. Тем не ме-

нее это подорвало позиции Лондона как банковской столицы мира. ЛИБОР является эталоном для оценки долгов общим объемом в 500 трлн долл. США.

Другой скандал с ЛИБОР начался после падения инвестиционного банка Lehman Brothers 15 сентября 2008 г. Хотя Lehman Brothers был по размеру сравнительно небольшим инвестиционным банком, его общие обязательства перед банками-партнерами оказались значительными. В момент его банкротства межбанковское финансирование прекратилось, так как банки не были уверены в кредитоспособности своих контрагентов по кредитному рынку.

ЕЦБ, Банк Англии и ФРС заполнили это пробел, давая возможность банкам получать те кредиты, которые им были так необходимы. Банки посчитали, что будет нецелесообразно иметь дело со своими обычными контрагентами, так как в кризисных ситуациях риск дефолта очень велик, и стали работать лишь с центробанками. Таким образом, рынок межбанковского кредита перестал существовать почти полностью и банки оказались перед дилеммой: не подавать ставки в систему ЛИБОР и тем самым создать хаос в системе ценообразования активов общей стоимостью 500 трлн долл. или подавать ставки, по которым они работают со своим нынешним основным контрагентом — Центральным банком. Банки предпочли последнее, и это ни для кого не было секретом.

Глава Банка Англии сэр Мэрвин Кинг в шутку говорил, что ЛИБОР — это процентная ставка, по которой банки не выдают кредиты друг другу [King Blasts Bankers..., 2012]. Тем не менее банковская система получала деньги от центробанков по близкой к нулю процентной ставке и выдавала кредиты предприятиям по ставке ЛИБОР плюс определенная маржа. Начала развиваться тенденция к завышению ставки ЛИБОР, с тем чтобы максимизировать свою прибыль.

Таким образом, тяжело судить, что же на самом деле значат эти завышенные процентные ставки — ухудшение условий кредитования или циничное стремление банков к получению максимальной прибыли? Определенно можно сказать следующее: система ЛИБОР была создана для функционирования в период спокойных рынков и финансового благоденствия, а не в период экстремальных экономических условий, когда рынок межбанковского кредита исчезает и информирование о высокой стоимости заимствования ведет к еще более высоким кредитным ставкам.

Пока эти проблемы не будут решены, репутация ЛИБОР так и останется под угрозой. Переход от опросных ставок к ставкам по реально выданным кредитам является одним из способов решения указанной проблемы. Хотя опять же цифры о ставках по реально выданным кредитам будут публиковаться не так регулярно, как

ЛИБОР, из-за того, что сделки будут происходить не постоянно по всему диапазону валют и сроков погашения. Скорее всего, подобные изменения не приведут к значительным переменам в ставках долгосрочного периода, но могут добавить волатильности в кредитных ставках в краткосрочном периоде.

Правительство Великобритании 28 сентября 2012 г. обнародовало доклад о реформе системы ставок ЛИБОР [The Wheatley Review..., 2012]. М. Уитли — исполнительный директор Службы по надзору за финансовыми рынками (главного финансового регулирующего органа Великобритании) представил план из 10 пунктов, направленный на исправление неточностей и недопущение скандалов в будущем, связанных с ЛИБОР. ЛИБОР настолько плотно вплетена в мировую финансовую систему, что она не может быть одномоментно заменена каким-либо альтернативным рыночным инструментом. Несмотря на то что ЛИБОР был нанесен серьезный репутационный удар, это никак не отразилось на уменьшении масштабов ее использования участниками рынка.

В процессе консультаций с финансовым регулятором Великобритании большинство высказалось за сохранение текущего инструмента и его реформирование, а не за его полную замену. Профессиональные участники рынка во время подготовки плана реформ просили г-на М. Уитли оставить без значительных изменений базовую формулу составления ЛИБОР с помощью пула банков, так как коренные перемены могли обесценить миллионы действующих финансовых инструментов (причем период существования некоторых из них истекает только через 50 лет). Иной, заслуживающей доверия альтернативы для определения стоимости европейских и английских свопов пока не существует.

Основные направления реформы, указанные в докладе:

1. Государственные органы должны создать комиссию, которая будет регулировать процесс подачи опросных листов, необходимых для подсчета ЛИБОР, для того чтобы обеспечить независимый надзор и соответствие всех процедур нормативам как гражданского, так и уголовного законодательства.

2. ББА должна передать ответственность за ЛИБОР новому администратору, который будет отвечать как за процесс составления и распространения данной ставки, так и за внутреннее регулирование и надзор. Процесс выбора нового администратора должен произойти с помощью тендера, который будет организован независимым комитетом, созданным под эгидой регулирующих органов.

3. Новый администратор должен будет тщательно изучать информацию, предоставляемую банками для формирования ставки, публиковать регулярно статистические сборники и проводить периодические обзоры, насколько эффективно система ЛИБОР удовлетворяет потребностям рынка.

4. Банки, участвующие в системе ЛИБОР, должны подавать информацию, руководствуясь определенными правилами, и подтвердить ее реально заключенными сделками.

5. Одним из приоритетных нововведений нового администратора станет кодекс поведения для банков, который должен включать в себя:

а) нормативы использования реальных данных при расчете размера ставки;

б) способы и сроки хранения информации банками;

в) требование регулярного внешнего аудита банков, участвующих в системе.

6. ББА должна прекратить публиковать данные ЛИБОР для тех валют и сроков погашения, объем сделок по которым незначителен.

7. ББА должна публиковать поданные опросные листы индивидуальных банков только через 3 мес., чтобы снизить вероятность сговора для манипулирования рынком и предотвратить возможную интерпретацию опросных листов как одного из сигналов кредитоспособности.

8. Количество банков, участвующих в системе формирования ставок ЛИБОР, должно быть увеличено.

9. Участники рынка, использующие ЛИБОР, должны быть информированы о существовании иных ориентиров стоимости, которые можно использовать при определении цены сделки, и стандартные контракты должны быть дополнены положением о возможной замене ЛИБОР, если она перестанет формироваться.

10. Государственные органы Великобритании должны тесно взаимодействовать с европейским и международным сообществом, чтобы совместно определить роль ЛИБОР и других глобальных ориентиров стоимости в современном мире.

Еще рано говорить о том, насколько эффективными окажутся предпринятые шаги. Очень многое будет зависеть от того, за счет каких банков будет расширена система формирования ЛИБОР. Большинство экспертов лишь сходятся на том, что в настоящее время стимулы, побуждающие банки вступать в ЛИБОР, недостаточны. Поэтому регуляторы думают о законе, который будет обязывать банки предоставлять данные о кредитных ставках.

Параллельно с этим создаются альтернативные механизмы индикации процентных ставок. Так, Европейская банковская ассоциация запустила долларовую версию EURIBOR, которая должна оценивать стоимость долларовых заимствований на европейском межбанковском рынке. В указанную систему не был включен ни один из 18 банков, которые являются членами ЛИБОР.

Увеличение количества банков, подающих свои данные в систему ЛИБОР, может привести к повышению средних значений

процентных ставок. Меньшие по размерам банки обычно кредитуются с премией к рынку, так как считаются неэффективными заемщиками.

Требование подтверждать предоставляемые данные реально проведенными сделками (ставками по операциям репо по ценным бумагам, текущей стоимостью депозитных сертификатов банков) может также привести к повышению волатильности ставок. В качестве примера можно рассмотреть ситуацию банка Barclays. В июне 2012 г. он достиг соглашения с американским финансовым регулятором — Федеральной комиссией по торговле фьючерсами, подтвердив факт манипулирования рынком в период с августа 2007 г. по начало 2009 г. и согласившись выплатить штраф в 200 млн долл. США. Помимо всего прочего банк стал предоставлять данные, основываясь на реальных сделках. Это привело к повышению волатильности его ставок [CFTC Orders Barclays..., 2012].

По словам Г. Кларка, секретаря Казначейства Великобритании, правительство поддержит предложенные меры и в течение 2013 г. внесет необходимые поправки в законодательство. Многие видные представители партии консерваторов в парламенте Великобритании также высказались за указанные изменения [Speech by Financial..., 2012].

Однако многие участники рынка сомневаются в эффективности предпринятых шагов, так как даже минутные колебания в процентных ставках могут принести значительную прибыль банкам, которые держат на своих счетах деривативы стоимостью подчас в несколько сотен миллиардов долларов. Допустим, банк должен заплатить своему торговому партнеру ежеквартальный процентный платеж по портфелю общей стоимостью в 100 млрд долл. США. В таком случае движение даже в 1/10 базового пункта трехмесячной ставки ЛИБОР, или 1/1000 процента, может означать для банка убыток или прибыль в 250 тыс. долл. Для некоторых трейдеров подобный соблазн может оказаться слишком большим.

Также возникают вопросы о точности ставки ЛИБОР. Банки обязаны подавать ставку, указывая в ней знаки до пятого числа после запятой, хотя обычно краткосрочные кредиты на рынки предоставляются по ставкам, учитывающим только три знака после запятой. Таким образом, в настоящее время банки обязаны предоставлять такую информацию, которая не является необходимой рынку и не может быть подтверждена реальными фактами сделок.

Эмпирическим путем удалось вычислить, что в период жесточайшего финансового кризиса единственной фактически работающей процентной ставкой становится ставка, по которой Центральный банк рефинансирует коммерческие банки. Возможно, необходимо

добиваться некоей унификации тех стандартов, по которым центральные банки определяют и обновляют свою ставку рефинансирования по различным срокам погашения. В таком случае можно было бы составлять коммерческие контракты, основываясь именно на данной ставке, и позволить ЛИБОР уйти в небытие.

В сентябре 2013 г. группа компаний, образованная в результате слияния крупнейшей в мире Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) и Европейской биржи Euronext — NYSE Euronext, — выиграла контракт на администрирование ставки ЛИБОР. Многие эксперты полагают, что этот шаг поможет восстановить веру в данный механизм по обе стороны Атлантики, а также даст значительный потенциал для роста. Переход должен завершиться в 2014 г. и привести к созданию новой организации — NYSE Euronext Rate Administration (NERA), которая будет контролировать и проверять функционирование механизма ЛИБОР [Could NYSE's Libor..., 2013, p. 17].

Многие в Великобритании были против того, чтобы передавать контроль над столь важным финансовым инструментом американской компании. Однако NERA будет зарегистрирована в Великобритании (Лондон). А тот факт, что конечный собственник управляющей компании будет находиться в США, должен способствовать ослаблению гневной риторики со стороны американских политиков и регуляторов, направленной против ЛИБОР.

План Euronext должен решить многие проблемы, которые связаны с реформой ЛИБОР. NERA должна сохранить существующую систему получения данных об ожидаемых уровнях заимствований, но при приеме опросных листов должна сопоставлять их со стоимостью реальных сделок. Рынки форвардных процентных ставок и депозитных сертификатов тесно связаны с ЛИБОР, поэтому NERA намерена следить за корреляциями между тем, как банк торгует на этих рынках, и теми данными, которые он подает в систему ЛИБОР.

Хотя, как уже отмечалось ранее, идея рассчитывать ЛИБОР исключительно на основании фактически исполненных сделок в теории выглядит довольно интересной, ее довольно трудно применить на практике, так как рынок кредитов в определенных валютах и сроках погашения очень ограничен и иногда вообще не существует на практике. Предложение NERA представляет собой некий компромисс, который поможет, с одной стороны, восстановить доверие финансового сообщества к ЛИБОР, делая манипуляции более сложными, а с другой — не подорвет ее жизнеспособности.

NERA получит в наследство финансовый механизм, который уже прошел значительную часть процедуры реформ. После доклада М. Уитли ББА уменьшила количество публикуемых процентных

ставок в системе ЛИБОР со 150 до 37, исключив оттуда валюты и сроки погашения с наименьшим количеством реальных ставок, а также предприняла ряд дополнительных шагов, чтобы увеличить прозрачность всего механизма в целом.

В настоящее время у ЛИБОР появляется все большее количество конкурентов: ставки РОНИА (RONIA) и СОНИА (SONIA), публикуемые Брокерской ассоциацией, индекс GCF, публикуемый Депозитарной и клиринговой корпорацией из США. Однако всем этим ставкам не хватает масштаба охвата данных, у них нет массива накопленной за почти 30 лет статистической информации и подробных кривых доходностей. Поэтому все альтернативы ЛИБОР используются лишь на нишевых рынках.

Другим интересным аспектом рассматриваемой проблемы становится получение дохода при управлении системой ЛИБОР. В докладе М. Уитли указано, что, хотя информация ЛИБОР «должна предоставляться на честных и недискриминационных условиях», администратору позволено «оценить коммерческую рентабельность системы ЛИБОР». Это будет чрезвычайно сложно, так как любая попытка получать некие дополнительные лицензионные платежи со стороны банков будет встречена рынком негативно.

Если NERA сможет подтвердить свою модель и вернуть доверие к ЛИБОР, это откроет двери к дополнительному взаимодействию с регулируемыми органами и позволит начать работу над реформированием других эталонных финансовых переменных.

Список литературы

BIS Quarterly Review, Statistical Annex — Summary Tables // Bank for International Settlements (BIS) Website. 2013. March. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1303.pdf (дата обращения: 12.04.2013).

BoE Says Backed 2008 NY Fed Libor Reform Proposals // Reuters: Website. 2012. 13 July. URL: <http://uk.reuters.com/article/2012/07/13/uk-banking-libor-boe-idUKBRE86C0NB20120713> (дата обращения: 10.02.2013).

CFTC Orders Barclays to Pay \$200 Million Penalty for Attempted Manipulation of and False Reporting Concerning LIBOR and Euribor Benchmark Interest Rates // U.S. Commodity Futures Trading Commission Website. 2012. 27 June. URL: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6289-12> (дата обращения: 20.01.2013).

Could NYSE's Libor Validation Model be a Blueprint for Other Benchmarks? // FOW: The Global Derivatives Magazine. 2013. N 487. June/July.

Frisancho-Mariscal I., Howells P. Interest Rate Pass-through and Risk. Bristol, 2009.

King Blasts Bankers over Pay, Service — and Morality // The Independent: Website. 2012. 30 June. URL: <http://www.independent.co.uk/news/uk/politics/king-blasts-bankers-over-pay-service-and-morality-7900039.html> (дата обращения: 20.01.2013).

Speech by Financial Secretary to the Treasury, Rt Hon Greg Clark MP; Wheatley Review Final Report // GOV.UK Website. 2012. 28 September. URL: http://www.hm-treasury.gov.uk/fst_speech_280912.htm (дата обращения: 25.01.2013).

Taylor J., Williams J. A Black Swan on Money Markets // NBER Working Paper. 2008. N 13943.

Thornton D.L. What the Libor-OIS Spread Says // Economic Synopses. 2009. N 24.

The Wheatley Review of LIBOR: Final Report // GOV.UK Website. 2012. September. URL: http://cdn.hm-treasury.gov.uk/wheatley_review_libor_final-report_280912.pdf (дата обращения: 25.01.2013).