

Особенности развития кризиса в системе ипотечного кредитования США

© 2011 П.Ф. Войтов

Академия труда и социальных отношений, г. Москва

E-mail: OET2004@yandex.ru

Статья посвящена проблеме ипотечного кредитования, которая приобрела чрезвычайную актуальность благодаря активному развитию рынка недвижимости, фондового рынка и новых инструментов на рынке ценных бумаг. Существенные коррективы в его развитие внес современный финансовый кризис, который распространился на глобальное экономическое пространство и имел определенные особенности, связанные с его вызреванием на американском рынке секьюритизированных ипотечных кредитов.

Ключевые слова: государственные институты развития, ипотечное кредитование, секьюритизация ипотечных кредитов, финансовый кризис, инструменты фондового рынка.

Начиная с середины 1980-х гг. возросли масштабы разрушений вследствие крупных финансовых шоков и число стран, ими охваченных. Произошло наращивание дисбалансов в самих процессах интеграции в мировую экономику разных по уровню экономического развития национальных хозяйств. Это было обусловлено следующими обстоятельствами.

Во-первых, укрепление структурных связей в группе промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком проходит более высокими темпами, чем общий процесс интеграции. В частности, доля торговли между странами группы в общем объеме торговли стран с формирующимся рынком почти удвоилась за прошедшие два десятилетия. Этому сопутствовало снижение доли торговли стран с формирующимся рынком с промышленно развитыми странами. Фактически объем торговли стран с формирующимся рынком с группой промышленно развитых стран в общем объеме торговли стран с формирующимся рынком сократился с 70 до 50 %.

Во-вторых, финансовые связи между странами внутри каждой группы со временем также становились прочнее. Кроме того, динамика диверсификации производства и торговли привела к сближению отраслевых структур производства между странами в каждой группе. В результате этих изменений шоки на уровне групп стран стали более важным фактором циклов деловой активности в странах с формирующимся рынком и в промышленно развитых странах.

Национальный финансовый дисбаланс на американском рынке необеспеченных ипотечных ценных бумаг был доведен до предельного уровня расширением неадекватной практики оценки платежеспособности заемщиков под залог недвижимости, выдачей рискованных ипотечных займов,

их преобразованием в обеспеченные недвижимостью ценные бумаги с включением последних в состав облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (ООД), которые после получения рейтинговой оценки продавались инвесторам¹. Мультипликация такой не вполне легитимной практики сопровождалась организацией не-обходимой инфраструктуры ("скрытой" банковской системы) и системы передачи рисков. Так, деятельность компаний структурированных инвестиций многократно расширила масштабы необеспеченных ипотечных кредитов. Именно эти внебалансовые структуры занимались преобразованием ликвидности, получая краткосрочную выручку от продажи коммерческих бумаг, обеспеченных активами (КБОА), и покупая более долгосрочные активы, аналогично традиционной балансовой деятельности банков в форме привлечения депозитов и предоставления кредитов. Находясь вне баланса, эти структуры нарушали нормативные требования по уровню капитала, предъявляемые к банкам. Неадекватная оценка рисков непервоклассных ипотек привела к тому, что примерно 97 % секьюритизированных непервоклассных кредитов было преобразовано в ценные бумаги с высшим рейтингом AAA.

Структурированное финансирование, как правило, связано с агрегированием набора различных базовых рисков (таких как рыночный или кредитный риски) путем объединения инструментов, подверженных этим рискам (например, облигаций, кредитов или ценных бумаг, обеспеченных ипотекой), и последующего разделения итоговых потоков денежных средств на "транши", или доли, выплачиваемые различным держателям. Выплаты из пула держателям этих траншей производятся в определенном порядке, начиная со "старших" траншей (наименее рис-



Рис. Структурированные кредитные продукты, разделенные на множество слоев по вертикали и горизонтали

Примечание. ООД = Облигация, обеспеченная долговыми обязательствами.

Источник. Оценки персонала МВФ (F&D. 2008. June. P. 10).

кованных) и далее вниз по различным уровням до младших субординированных траншей (наиболее рискованных) (см. рисунок).

Если часть ожидаемого притока денежных средств не поступает в пул (например, в связи с дефолтом по некоторым кредитам), то после исчерпания резерва денежного потока держатели младших субординированных траншей первыми испытывают дефицит выплат. Если платежи в пул еще больше сокращаются, полных платежей не получают держатели следующего набора траншей (“мезанинный” транш).

Как правило, самые старшие и старшие транши на вершине структуры капитала строятся таким образом, что они получают кредитные рейтинги AAA, т.е. для них вероятность неполучения обещанных платежей очень низка.

До июля 2007 г., когда разразился финансовый кризис, выпуск продуктов структурированного кредитного финансирования возрастал экспоненциальными темпами. Например, эмиссия отдельных структурированных кредитных продуктов в США и Европе увеличилась с 500 млрд. долл. в 2000 г. до 2,6 трлн. долл. в 2007 г.

Дисбаланс усугублялся ростом уровня левиреджа инвесторов, а также брокеров-дилеров, хеджевых фондов и компаний по торговле структурированными инвестициями, которые привлекали значительные заемные средства или исполь-

зовали производные инструменты в целях увеличения дохода на капитал, но были не способны обеспечить свои обязательства в случае значительных изменений рыночных цен на финансовые активы. Субъективная сторона увеличения дисбалансов в финансовой системе была связана с тем, что длительный рост цен на недвижимость и высокий рейтинг ООД и КБОА служил тем стимулом, который приводил к росту объема операций и пренебрежению соображениями качества и осторожности, поскольку все участники этого процесса получали оплату за по итогу сделки, а окончательный риск ложился не на них, а на конечных инвесторов.

Мультипликационные эффекты масштабного “сжатия” подсистемы банковского кредитования еще в 1982 г. описал Хайман Мински², выявив его механизм, реализующийся посредством роста объемов кредитования за счет предоставления займов на все более короткие сроки. Такой дисбаланс достигает пределов, когда рост предоставления кредитов начинает переориентироваться с финансирования производительных нужд на уплату процентов по предыдущим кредитам. Такая финансовая пирамида Понци, по терминологии Х. Мински, и реализует ценовой “пузырь” в результате раздвоения базовых и рыночных цен на активы, который по достижении им пределов рынка кредитных ресурсов проры-

вается под воздействием финансового шока. В этом качестве он выступает импульсом, разрывающим непрерывность. Такова формальная сторона наращивания дисбаланса и последующего шокового разрыва структурных связей в системе, однако сущность этого процесса предопределена субъективной его составляющей. На этапе наращивания дисбалансов на различных сегментах финансового рынка, обслуживающего глобальные потребности, в качестве драйверов выступают главные его игроки: сберегатели, инвесторы, финансовые посредники, институциональные игроки, рейтинговые агентства и т.п., причем вклад непрофессиональных участников финансовых спекуляций на стороне спроса на активы превалирует. Однако финансовые шоки реализуются поведением профессиональных игроков, которые, исходя из своего практического опыта на финансовом рынке, ранее других начинают действовать контрциклически, фактически создавая пример для всех остальных участников, которые массовым поведением на стороне предложения активов и доводят дисбаланс до пределов, обрушивая рынки, т.е. нарушая структурные связи на них. Эту мысль подтверждает Х. Мински, который доказывает, что, несмотря на видимость проблемы ликвидности, базовой причиной шокового сокращения доступа к кредиту является субъективный аспект, т.е. глубокая обеспокоенность финансовых посредников неплатежеспособностью контрагентов, включая другие банки³.

Каждая из названных проблем в отдельности могла бы привести к возникновению непростой, но, возможно, самокорректирующейся ситуации, которая ограничилась бы рынком непервоклассных ипотек. Прямые потери от самих непервоклассных ипотек были сравнительно небольшими, равными 2-3-процентному снижению котировок акций в США. Однако эти проблемы сплелись воедино и распространились на другие ключевые отрасли финансовой системы и экономики. В целом, по оценке МВФ, общемировые убытки достигли к началу 2009 г. 945 млрд. долл., если включить в них другие потери, например в сфере коммерческой недвижимости⁴. Последующая экономическая рецессия в миро-

вом масштабе, как ожидается, будет наиболее длительной со времен Второй мировой войны: самые значительные замедления мировой экономики наблюдались в 1975 г., когда глобальный экономический рост составил 0,95 % по сравнению с предыдущим годом, а в 1980 г. его рост приблизился к нулю (0,3 %) ⁵.

Таким образом, через механизм обратной связи подобная разбалансированность приобрела необратимый характер, поскольку финансовый сектор ужесточает кредитные условия в отношении с реальным сектором экономики, который, в свою очередь, вынужден ограничивать свои возможности привлечения кредитных ресурсов и рост производства и т.п.⁶ Роль драйвера в этой системе выполняла финансовая система, а точнее, банковская система кредитования, обслуживающая материальные и нематериальные потоки в глобальных масштабах, поскольку именно она имела кратные темпы "расширения" по сравнению с международными материальными потоками. В результате именно она первой превысила пределы емкости соответствующих сегментов финансовых и товарных рынков и сформировала главный дисбаланс с глобальным охватом стран и континентов.

¹ См., например: IMF. F&D. June. 2008. P. 14.

² *Minsky H.P.* The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy // *Financial Crises* / ed. by Charles P. Kindleberger, Jean-Pierre Laffargue. Cambridge, 1982.

³ В этом свете актуально принятое в августе 2007 г. решение банка BNP Paribas заблокировать изъятие средств из трех его взаимных фондов и о последующем банкротстве Lehman Brothers в 2008 г.

⁴ МВФ. Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности. 2008.

⁵ *Кудрин А.* Мировой кризис и его влияние на Россию // *Вопр. экономики.* 2009. □ 1. С. 12.

⁶ В условиях банкротства тысяч банков в Соединенных Штатах в 1930-е гг. Ирвинг Фишер впервые представил последовательность этапов предоставления кредитов на все более либеральных условиях, что, по его словам, потворствовало "спекуляциям и прямому мошенничеству" (*Fisher I.* The Debt-Deflation Theory of Great Depressions // *Econometrica.* 1933. Vol. 1, □ 4. P. 337-357).

Поступила в редакцию 03.11.2011 г.