

Факторы вызревания глобального финансового шока на американском рынке структурированных кредитных ценных бумаг

© 2011 О.И. Пилипенко

доктор экономических наук, профессор
Российский университет дружбы народов, г. Москва
E-mail: OET2004@yandex.ru

Крупнейший финансовый кризис со времен Великой депрессии привел экономику США в состояние глубокого спада. В статье обосновано, что, несмотря на резкое снижение ставок интервенции, кредит является исключительно дорогостоящим или труднодоступным для многих домашних хозяйств и фирм, что обусловлено серьезными затруднениями, испытываемыми финансовыми организациями.

Ключевые слова: финансовый кризис, структурированные кредитные ценные бумаги, Великая депрессия, финансовые организации.

Население страдает от крупных потерь финансовых и жилищных активов, значительного ухудшения перспектив получения доходов и повышенной неопределенности относительно сохранения рабочих мест; все эти факторы снижают потребительскую уверенность до рекордно низких уровней. Эти шоки привели к сокращению потребления; норма сбережений населения, снижавшаяся в течение двух десятилетий, резко повысилась - до более 4 % в феврале 2009 г. с примерно 1/4 % годом раньше (см. рисунок).

Реакция американской экономики демонстрировала уже сложившиеся макроэкономические зависимости:

- снижение благосостояния, узкие кредитные рынки и повышенная неопределенность относительно сохранения рабочих мест и заработков стали тормозить частный спрос;
- сокращение производства и занятости привело к сокращению выплаты кредитов;
- ущерб, причиненный банковским балансам, ограничил доступ к кредиту, воздействуя через обратную связь на частные инвестиции и потребление.

Прогресс в нормализации финансовых условий был значительно более медленным, чем представлялось несколько месяцев назад. Финансовые рынки несколько стабилизировались с момента краха Lehman Brothers и оказания экстренной помощи страховой компании American International Group (AIG) в сентябре, но они остаются в состоянии тяжелого стресса, несмотря на беспрецедентные действия правительства. Межбанковские рынки по-прежнему неустойчивы, и спрэды остаются на уровнях значительно выше нормы. Несмотря на некоторое улучшение в последние недели, фондовые рынки остаются на уровне более чем на 40 % ниже

пиковых значений, что связано с ухудшением экономических перспектив и резким снижением курсов акций финансовых компаний под влиянием крупных убытков и сомнений относительно платежеспособности. Доллар значительно укрепился в результате оттока инвестиций в более надежные государственные облигации по мере того, как другие страны оказывались все глубже втянутыми в кризис¹.

Реальный валовой внутренний продукт (ВВП) сократился на 6,3 % в IV квартале 2008 г., и последние данные свидетельствуют о дополнительном значительном сокращении в I квартале 2009 г. Наблюдалась некоторые предварительные признаки улучшения предпринимательских настроений и укрепления потребительского спроса, но занятость продолжала быстро снижаться - с декабря 2007 г. было потеряно 5,1 млн. рабочих мест, в результате чего в марте уровень безработицы повысился до более 8,5 %. Денежно-кредитная политика была быстро смягчена в ответ на ухудшающиеся экономические условия, и ставки интервенции в настоящее время близки к нулю. Но дезорганизация кредитных рынков подрывает эффективность снижения ставок. Возможности для дальнейших традиционных мер денежно-кредитной политики фактически исчерпаны, поэтому Федеральная резервная система начиная с прошлой осени решительно перешла к использованию альтернативных средств либерализации условий кредита и готова не только изменить структуру своего баланса, но и резко увеличить его размеры. Был введен широкий набор новых механизмов, с тем чтобы обеспечить потоки кредита по всей финансовой системе, в том числе в целях оживления рынков ценных бумаг, обеспеченных широким набором потребительских кредитных активов². В середине марта Федеральная резервная система

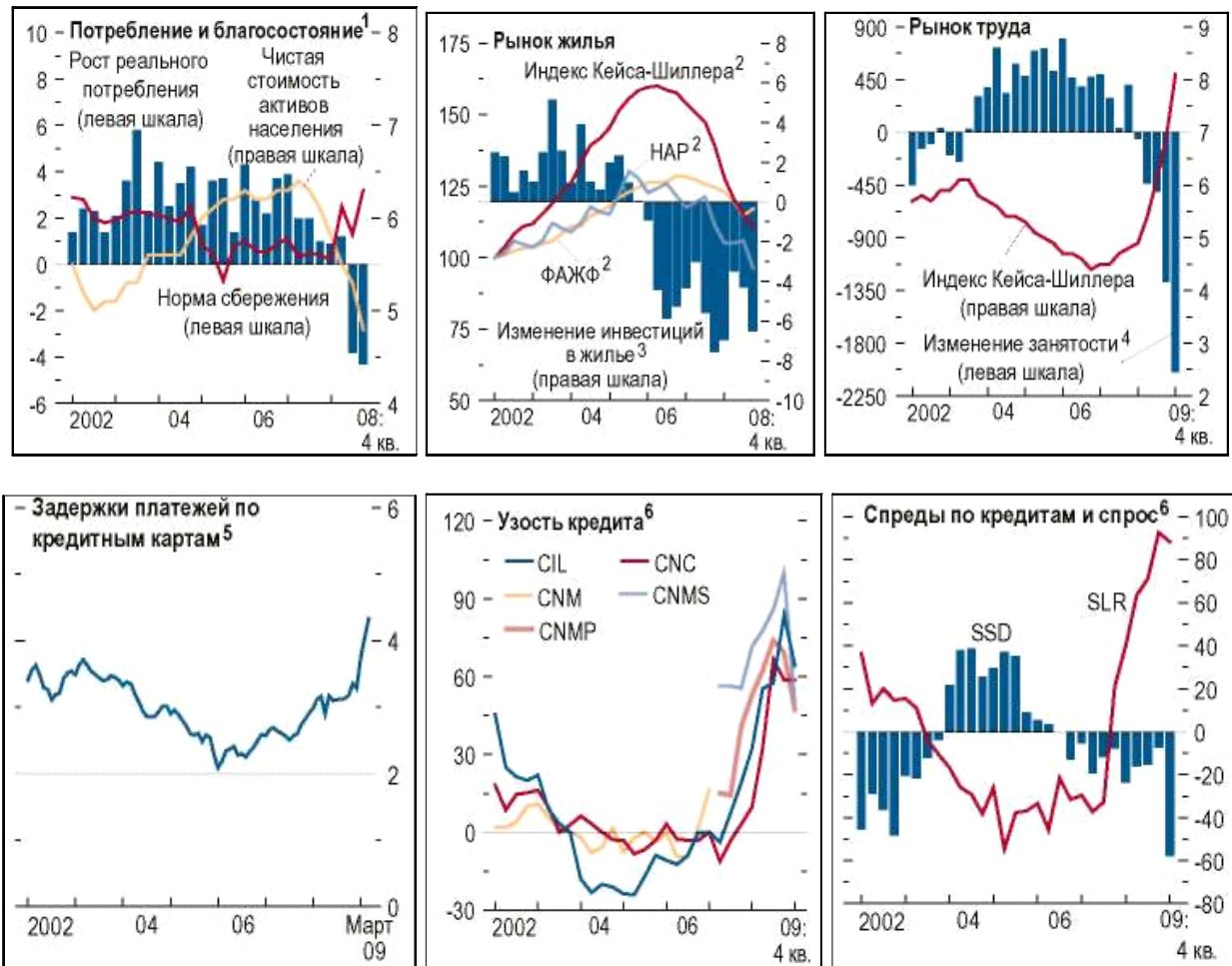


Рис. Развитие финансового кризиса в экономической системе США:

¹Рост реального потребления и норма сбережения выражены в процентах; чистая стоимость активов населения представлена в отношении к располагаемому доходу.

²Индекс: I квартал 2002 г. = 100. Национальная ассоциация риелторов (НАР): трехмесячная скользящая средняя 12-месячного процентного изменения; Федеральное агентство по жилищному финансированию (ФАЖФ).

³Квартальное изменение, %.

⁴Квартальное изменение в совокупных фондах оплаты труда в несельскохозяйственных секторах, тыс.

⁵Индекс задержки платежей по первоклассным кредитным картам агентства Fitch.

⁶Все ряды данных взяты из Обследования мнений старших сотрудников кредитных отделов. CIL: банки ужесточают коммерческие и промышленные кредиты (КПК) крупным фирмам; CNC: банки ужесточают стандарты потребительских кредитных карт; CNM: банки ужесточают стандарты ипотек физическим лицам; CNMS: банки ужесточают стандарты непервоклассных ипотек физическим лицам; CNMP: банки ужесточают стандарты первоклассных ипотек физическим лицам; SSD: чистая процентная доля внутренних респондентов, сообщающих о более высоком спросе на КПК по малым фирмам; SLR: чистая процентная доля внутренних респондентов, увеличивающих спрэды ставок по кредитам сверх стоимости средств для банков применительно к малым фирмам.

Источники: Haver Analytics; рейтинги агентства “Fitch”; совет директоров Федеральной резервной системы; оценки персонала МВФ.

объявила о планах покупки долгосрочных ценных бумаг Казначейства США и увеличения покупок гарантированных агентствами ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, и необеспеченных агентских долговых обязательств.

По предварительным подсчетам было установлено: в 2009 г. экономика США сократится на 2,8 %,

даже несмотря на ожидаемое замедление темпа этого сокращения во II квартале и в последующие периоды благодаря поддержке потребительского спроса за счет ослабления налогово-бюджетной политики и снижения темпов товарно-материальных запасов (см. таблицу). При условии предоставления бюджетных стимулов (эквивалентных примерно 5 % ВВП) в 2009-

Страны с развитой экономикой: реальный ВВП, потребительские цены и безработица (2007-2010 гг.)*
(годовое изменение в процентах и процентная доля рабочей силы)

Страна	Реальный ВВП				Потребительские цены				Безработица			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Страны с развитой экономикой	2,7	0,9	-3,8	0,0	2,2	3,4	-0,2	0,3	5,4	5,8	8,1	9,2
Соединенные Штаты	2,0	1,1	-2,8	0,0	2,9	3,8	-0,9	-0,1	4,6	5,8	8,9	10,1
Зона евро**	2,7	0,9	-4,2	-0,4	2,1	3,3	0,4	0,6	7,5	7,6	10,1	11,5
Германия	2,5	1,3	-5,6	-1,0	2,3	2,8	0,1	-0,4	8,4	7,3	9,0	10,8
Франция	2,1	0,7	-3,0	0,4	1,6	3,2	0,5	1,0	8,3	7,8	9,6	10,3
Италия	1,6	-1,0	-4,4	-0,4	2,0	3,5	0,7	0,6	6,1	6,8	8,9	10,5
Испания	3,7	1,2	-3,0	-0,7	2,8	4,1	0,0	0,9	8,3	11,3	17,7	19,3
Нидерланды	3,5	2,0	-4,8	-0,7	1,6	2,2	0,3	1,1	3,2	2,8	4,1	5,0
Бельгия	2,6	1,1	-3,8	0,3	1,8	4,5	0,5	1,0	7,5	6,8	9,5	10,5
Греция	4,0	2,9	-0,2	-0,6	3,0	4,2	1,6	2,1	8,3	7,6	9,0	10,5
Австрия	3,1	1,8	-3,0	0,2	2,2	3,2	0,5	1,3	4,4	3,8	5,4	6,2
Португалия	1,9	0,0	-4,1	-0,5	2,4	2,6	0,3	1,0	8,0	7,8	9,6	11,0
Финляндия	4,2	0,9	-5,2	-1,2	1,6	3,9	1,0	1,1	6,8	6,4	8,5	9,3
Ирландия	6,0	-2,3	-8,0	-3,0	2,9	3,1	-0,6	1,0	4,5	6,1	12,0	13,0
Словацкая Республика	10,4	6,4	-2,1	1,9	1,9	3,9	1,7	2,3	11,0	9,6	11,5	11,7
Словения	6,8	3,5	-2,7	1,4	3,6	5,7	0,5	1,5	4,9	4,5	6,2	6,1
Люксембург	5,2	0,7	-4,8	-0,2	2,3	3,4	0,2	1,8	4,4	4,4	6,8	6,0
Кипр	4,4	3,7	0,3	2,1	2,2	4,4	0,9	2,4	3,9	3,7	4,6	4,3
Мальта	3,6	1,6	-1,5	1,1	0,7	4,7	1,8	1,7	6,4	5,8	6,9	7,6
Япония	2,4	-0,6	-6,2	0,5	0,0	1,4	-1,0	-0,6	3,8	4,0	4,6	5,6
Соединенное Королевство**	3,0	0,7	-4,1	-0,4	2,3	3,6	1,5	0,8	5,4	5,5	7,4	9,2
Канада	2,7	0,5	-2,5	1,2	2,1	2,4	0,0	0,5	6,0	6,2	8,4	8,8
Корея	5,1	2,2	-4,0	1,5	2,5	4,7	1,7	3,0	3,3	3,2	3,8	3,6
Австралия	4,0	2,1	-1,4	0,6	2,3	4,4	1,6	1,3	4,4	4,3	6,8	7,8
Тайвань, провинция Китая	5,7	0,1	-7,5	0,0	1,8	3,5	-2,0	1,0	3,9	4,1	6,3	6,1
Швеция	2,6	-0,2	-4,3	0,2	1,7	3,3	-0,2	0,0	6,1	6,2	8,4	9,6
Швейцария	3,3	1,6	-3,0	-0,3	0,7	2,4	-0,6	-0,3	2,5	2,7	3,9	4,6
САР Гонконг	6,4	2,5	-4,5	0,5	2,0	4,3	1,0	1,0	4,0	3,5	6,3	7,5
Чешская Республика	6,0	3,2	-3,5	0,1	2,9	6,3	1,0	1,6	5,3	4,2	5,5	5,7
Норвегия	3,1	2,0	-1,7	0,3	0,7	3,8	1,5	1,9	2,5	2,6	3,7	4,7
Сингапур	7,8	1,1	-10,0	-0,1	2,1	6,5	0,0	1,1	2,1	3,1	7,5	8,6
Дания	1,6	-1,1	-4,0	0,4	1,7	3,4	-0,3	0,0	2,7	1,7	3,2	4,5
Израиль	5,4	3,9	-1,7	0,3	0,5	4,7	1,4	0,8	7,3	6,0	7,5	7,7
Новая Зеландия	3,2	0,3	-2,0	0,5	2,4	4,0	1,3	1,1	3,6	4,1	6,5	7,5
Исландия	5,5	0,3	-10,6	-0,2	5,0	12,4	10,6	2,4	1,0	1,7	9,7	9,3
Для справки:												
Основные страны с развитой экономикой	2,2	0,6	-3,8	0,0	2,1	3,2	-0,4	0,0	5,4	5,9	8,0	9,3
Новые индустриальные страны Азии	5,7	1,5	-5,6	0,8	2,2	4,5	0,4	2,0	3,4	3,5	4,9	4,9

* В тех случаях, когда страны приведены не в алфавитном порядке, они перечислены в зависимости от размеров их экономики.

** На основе гармонизированного индекса потребительских цен Евростата.

Источник. База данных МВФ.

2011 г., продолжающегося либерального курса денежно-кредитной политики, принятия мер по стабилизации цен на жилье и ограничения числа отчуждений заложенной недвижимости, а также новых мер политики по улучшению состояния финансового сектора прогнозируется, что возобновление подъема экономики начнется к середине 2010 г.

По прогнозу, средний темп роста ВВП в 2010 г. составит 0 % (при расчете за период между четвертыми кварталами темп роста прогнозируется на уровне 1,5 %). Этот прогноз сопряжен с рис-

ками превышения прогноза, так как финансовые условия могут восстановиться быстрее, чем предполагается.

Однако существуют значительные риски снижения темпов, связанные с возможностью дальнейшего усиления негативного взаимодействия между реальным и финансовым секторами экономики: ситуация в секторе жилья может продолжать ухудшаться, дальнейшее снижение цен на активы может усугубить проблемы неплатежеспособности банков и привести к еще большему со-

крашению доступности кредита, дефляция может увеличить бремя реального долга, а спрос со стороны других стран может ослабнуть в большей степени, чем ожидается.

Финансовый кризис уничтожил богатство населения во многих странах с развитой экономикой. Стремительное падение цен на активы на рынках акций, облигаций и жилья уменьшило стоимость финансовых и жилищных активов и чистую стоимость активов домашних хозяйств³. Например, только во время первых трех кварталов 2008 г. стоимость финансовых активов населения снизилась примерно на 8 % в США и Соединенном Королевстве, почти на 6 % в зоне евро и на 5 % в Японии. С обвалом на фондовых рынках в последнем квартале 2008 г. финансовое богатство домашних хозяйств еще больше сократилось, например, в США дополнительно на 10 %. Одновременно уменьшилась также стоимость жилищных активов в соответствии со снижающимися ценами на жилье, особенно в США и Соединенном Королевстве.

Цены на акции и жилье уже претерпели значительную корректировку, особенно в США. Но они могут продолжать снижаться и, учитывая повышенную уязвимость балансов домашних хозяйств к шокам цен на активы, привести к дальнейшему снижению чистой стоимости активов и потребления населения. Например, предположим, что стоимость финансовых активов населения снижается на 3-4 % за период с IV квартала 2008 г. по IV квартал 2009 г. (это соответствует наблюдаемому снижению конъюнктуры на фондовых рынках в I квартале 2009 г.), что не происходит никаких дальнейших изменений финансовых активов за оставшуюся часть 2009 г. и что стоимость жилищных активов снижается на 10 %⁴. Это может быть связано с дополнительным повышением нормы сбережений населения в размере примерно $\frac{3}{4}$ - $2\frac{1}{2}$ процентного пункта в США и $\frac{1}{4}$ - 4 процентных пункта в Соединенном Королевстве в предстоящие годы (см. таблицу). Как результат, в долгосрочном плане совокупное воздействие сокращения жилищных и финансовых активов на норму сбережений населения может быть в диапазоне от $3\frac{1}{4}$ до $11\frac{1}{2}$ процентного пункта в США и от $4\frac{1}{2}$ до $15\frac{1}{2}$ процентного пункта в Соединенном Королевстве. В целом, ожидается, что сбережения населения в этих странах повысятся и останутся значительно более высокими, чем в прошлом десятилетии, даже после того, как прекратится воздействие других факторов, которые в настоящее время ограничивают потребление (таких как более жесткие ограничения на доступность кредита, обеспокоенность по поводу занятости и страховые сбережения).

Хотя точный вклад данного финансового фактора оценить трудно, уничтожение богатства в пос-

леднее время, вероятно, будет способствовать повышению нормы сбережений населения и ослаблению потребления в странах с развитой экономикой, особенно в США и Соединенном Королевстве, где сокращение чистой стоимости активов до настоящего времени было наиболее значительным. Например, как показано в таблице, сокращение богатства домашних хозяйств в 2008 г. составило примерно 11 трлн. долл. в США (8,5 трлн. в виде финансовых активов и 2,5 трлн. в виде жилищных активов) и, по оценке, 1 трлн. ф. ст. в Соединенном Королевстве (0,4 трлн. в виде финансовых активов и 0,6 трлн. в виде жилищных активов)⁵. Долгосрочное воздействие нормы сбережения на это сокращение может находиться в диапазоне от $2\frac{1}{2}$ до 9 процентных пунктов в США и от $3\frac{1}{4}$ до $11\frac{1}{4}$ процентного пункта в Соединенном Королевстве, в зависимости от предполагаемой предельной склонности к потреблению⁶.

В целом же, перспективы коренным образом зависят от инициатив экономической политики, направленных на смягчение остроты рецессии и содействие подъему⁷.

Наиболее неотложным вопросом политики является оздоровление основных финансовых организаций. В то же время важно стимулировать частный спрос (не только ради прямых эффектов, но и для того, чтобы разорвать цикл, создаваемый падающими ценами на активы, растущими убытками финансовых организаций и более ограниченным кредитом); уменьшить риск чрезмерного снижения цен на активы, в особенности цен на жилье, и снизить неопределенность, с которой сталкиваются домашние хозяйства, фирмы и финансовые рынки. В этом отношении основное бремя ляжет на налогово-бюджетную политику, так как возможности денежно-кредитной политики уже почти исчерпаны по многим направлениям.

Чрезвычайно важно то, что меры политики должны быть направлены на решение проблем, занимающих центральное место в финансовой системе и связанных с растущим бременем проблемных активов и неопределенностью относительно платежеспособности банков. Необходимо восстановить балансы, как путем удаления из них безнадежных активов, так и путем пополнения капитала на прозрачной основе, с тем чтобы убедить рынки в восстановлении платежеспособности этих организаций. Стратегия для банков включает два аспекта, и оба они направлены на улучшение качества банковских балансов и создание возможности для расширения их кредитной деятельности. Во-первых, банки, активы которых составляют более 100 млрд. долл., должны будут пройти обязательный стресс-тест для оценки того, являются ли существующие уровни их капитала устойчивыми по отношению к даль-

нейшему снижению цен на активы и экономической активности. Банки, которые не могут привлечь дополнительный капитал частных инвесторов для компенсации выявленного дефицита капитала, получают дополнительные государственные средства. Во вторых, было объявлено о введении Программы государственных и частных инвестиций (ПГЧИ) для очистки балансов от проблемных активов. Этот многосторонний план предусматривает привлечение заемного частного капитала в рамках партнерств между государственным и частным сектором для покупки неблагополучных активов, потенциально создавая возможность для покупок в размере от 500 млрд. до 1 трлн. долл.

Однако участие банков в данном плане носит полностью добровольный характер, так как банки не обязаны продавать свои активы. В основе плана лежит идея о том, что если финансовые организации будут освобождены от безнадёжных активов, они с большей вероятностью смогут привлечь новый капитал частного сектора. Кроме того, создание жизнеспособного рынка активов, цену которых в настоящее время почти невозможно определить, уменьшит неопределенность относительно платежеспособности финансовых организаций. Более того, признавая, что дальнейшее снижение цен на обеспеченные ипотекой ценные бумаги также причинит ущерб банкам, администрация направляет государственные средства в размере 75 млрд. долл. на ограничение числа отчуждений заложенной недвижимости, предлагая кредиторам денежные стимулы для модификации ссуд, обеспечивая заемщикам с высокими отношениями суммы займа к стоимости залога возможность для рефинансирования с получением новых, гарантированных государством ипотек по более низким ставкам и расширяя потенциал компаний Fannie Mae и Freddie Mac для покупки ипотек.

Проблема, связанная с любой попыткой государства удалить безнадёжные активы, заключается в том, чтобы побудить банки продать их, - акционеры не захотят соглашаться с ценами срочной распродажи, - не уплачивая при этом слишком высокой цены, что представляло бы собой субсидию налогоплательщикам владельцам банков и держателям облигаций и привело бы к быстрому исчерпанию средств Программы ликвидации проблемных активов (TARP)⁸. Объявленная недавно программа ПГЧИ должна стать полезным шагом в повышении ликвидности и прозрачности на рынках базовых инструментов, но ее эффективность в плане удаления проблемных активов будет существенно зависеть от готовности банков, владеющих этими активами, продавать их по ценам, соответствующим объему ресурсов, которыми располагает эта программа. Метод рекапитализации также не ли-

шен потенциальных недостатков⁹. В настоящее время оценка долгосрочной жизнеспособности финансовых организаций представляет собой сложнейшую задачу: в ней должны учитываться перспективы их будущей прибыльности и модель ведения бизнеса, а также качество капитала и управления. После установления контрольного показателя надлежащего уровня уставного капитала, отражающего необходимость в буферных запасах для амортизации будущих потерь, должна быть быстро проведена рекапитализация жизнеспособных банков с недостаточным уровнем капитала, при необходимости с использованием средств государства. Чтобы повысить доверие и улучшить перспективы финансирования, вливание капитала должно осуществляться в форме обыкновенных акций, даже если правительство становится мажоритарным акционером. Одновременно с этим потребуются оперативные меры в отношении нежизнеспособных организаций, ведущие к их упорядоченной санации путем закрытия или слияния.

¹ Давыдов В.М., Бобровников А.В., Теперман В.А. Феномен финансовой глобализации. Универсальные процессы и реакция латиноамериканских стран. М., 2000. С. 20.

² Федеральная резервная система создала механизм кредитования инвестиций в срочные, обеспеченные активами (TALF) ценные бумаги, который позволяет ей предоставлять кредиты без права регресса инвесторам, вкладывающим средства в ценные бумаги, обеспеченные различными потребительскими ссудами (например, ссудами на покупку автомобилей и студенческими ссудами), тем самым фактически обеспечивая ликвидность и защиту от убытков по ссудам.

³ Чистая стоимость активов определяется как общая сумма активов (жилищных и финансовых) минус финансовые обязательства.

⁴ Коуз М.Э., Отрок К., Прасад И. Сколько расстыковки? Сколько конвергенции? // Finance & Development. 2008. June.

⁵ Для Соединенного Королевства показатель жилищных активов по состоянию на конец 2008 г. определяется на основе допущения о том, что стоимость жилищных активов снижается в соответствии с изменением номинальных цен на жилье (см. также сноску 1 к таблице).

⁶ Эти оценки следует рассматривать только как иллюстративные, так как их вклад характеризуется существенной неопределенностью. Кроме того, они не охватывают эффектов всех прочих факторов, которые одновременно влияют на частное сбережение.

⁷ IMF.F&D. 2009. December. P. 16.

⁸ Новый проект бюджета, представленный Конгрессу, предусматривает увеличение этих средств на 250 млрд. долл. в расчете на чистой основе.

⁹ Бузалин А., Колганов А. Мировой экономический кризис и сценарии посткризисного развития: марксистский анализ // Вопр. экономики. 2009. □ 1. С. 119, 122.