

Влияние мирового финансового кризиса на инвестиционные банки: развитие отрасли в посткризисный период

© 2013 А.В. Соколов

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
г. Москва
E-mail: lvls@mail.ru

Проведен анализ мирового финансового кризиса, его влияния на инвестиционный банковский сектор. Причины сложившейся экономической ситуации рассмотрены как на региональном, так и на международном уровне, что позволило оценить действия правительства, а также инвестиционных банков для преодоления негативных явлений в сфере бизнеса. Даны рекомендации по оптимизации управления инвестиционными структурами в посткризисный период.

Ключевые слова: инвестиционная банковская деятельность, финансовые инструменты, финансовые институты, экономический кризис, рынок недвижимости.

На церемонии вручения премии Peabody корреспонденты Национального общественного радио США отметили, что “огромный денежный пул” (представленный 70 трлн долл. в виде вложений по всему миру в инструменты с фиксированной доходностью) рассчитывал на большие доходности, чем те, которые предлагало Федеральное казначейство в начале десятилетия. К 2007 г. этот объем денежных средств увеличился примерно вдвое, в то время как предложение относительно безопасных, приносящих доход инвестиций не выросло так быстро. Инвестиционные банки Уолл Стрит ответили на этот спрос с помощью облигаций, обеспеченных пулом закладных и прочих активов (MBS и CDO)*, которым были присвоены безопасные рейтинги со стороны кредитных рейтинговых агентств¹.

В сущности, Уолл Стрит соединил данный денежный пул с рынком закладных США, накапливая огромные комиссии на всем протяжении цепи предложения закладной - от закладного брокера, продающего займы, через небольшие банки, финансирующие брокеров, до огромных инвестиционных банков за ними.

Продолжившийся сильный спрос на MBS и CDO начал снижать стандарты кредитования до тех пор, пока закладные все еще могли быть проданы “по конвейеру”.

В конце концов спекулятивный пузырь лопнул.

Низкие процентные ставки и большой приток иностранных инвестиций обеспечили благоприятные условия для кредитования за несколько лет до кризиса, финансируя строительный бум

* Mortgage Backed Securities (MBS), Collateralized Debt Obligation (CDO).

и поощряя заемное потребление. Сочетание легкого доступа к кредитам и больших поступлений иностранных средств привело к образованию пузыря в сфере недвижимости США.

Возможность брать разные виды кредитов без достаточных к тому ограничений обусловила чрезмерную долговую нагрузку. Развитие сложных финансовых инструментов, таких как MBS и CDO, предоставило возможность более широкому кругу лиц получить доступ к финансированию, к которому при других обстоятельствах он был ограничен. Разумеется, данный шаг доброй воли не мог существовать вечно - разрыв в платежах рано или поздно необходимо было закрыть: либо за счет улучшения качества плохого заемщика, либо за счет дополнительно роста заимствований.

Мультиуровневая структура инструментов, обеспеченных пулом активов, позволяла приобретать данные инструменты инвесторам с различным аппетитом к риску. Таким образом, некоторые части облигаций считались практически безрисковыми и в то же время приносили существенную доходность, что значительно расширило круг инвесторов по всему миру.

Когда цена залоговых активов стала снижаться, финансовые институты, значительно инвестированные в структурные залоговые продукты (MBS), вынуждены были отразить существенные убытки. А продолжившееся падение цен на недвижимость привело к стоимости активов ниже займа, что обосновало требования к досрочному погашению кредитов.

Цепной реакцией стало массовое неисполнение обязательств, существенное ухудшение экономической ситуации и снижение совокупного

потребления, сопровождавшееся ослаблением банковской системы.

Истоки произошедшего финансового кризиса лежат не в плоскости экономики, а в психологии людей: чрезмерная алчность, соединенная с необдуманностью, в конечном счете ведет к деградации системы, ее краху, если даже последствия ее сказываются не на текущем, а на будущем поколении.

Между 1997 и 2006 гг. средняя цена дома в США выросла на 124 %. За два десятилетия, оканчивающихся в 2001 г., средняя стоимость дома варьировалась от 2,9 до 3 годовых доходов семьи. Этот показатель вырос до 4 в 2004 г. и 4,6 в 2006 г. В результате образования пузыря на рынке недвижимости лишь небольшая часть собственников смогла рефинансировать свои дома по более низким процентным ставкам.

Понижившиеся процентные ставки стимулировали рост заимствований. В период с 2000 по 2003 г. ставка рефинансирования была уменьшена с 6,5 до 1 %. Это было сделано для смягчения негативного эффекта пузыря “Дот.ком” с целью борьбы с возможным риском дефляции. Давление на процентные ставки происходило по причине существенного дефицита торгового счета США. Данный дефицит согласно принципу идентичности платежного баланса должен быть перекрыт профицитом инвестиционного счета. Следовательно, страна превращается в нетто-импортера финансового капитала для финансирования своего потребления или поддержания роста цен на недвижимость. Важно отметить, что правительства стран-кредиторов частично смогли избежать кризиса, так как вкладывали свои средства в казначейские облигации США. Финансовые институты, а также сами потребители, приобретавшие недвижимость по завышенным ценам, напротив, оказались в самой тяжелой ситуации из-за участия в ипотечных залоговых ценных бумагах (MBS).

Несмотря на колоссальные списания и убытки, понесенные финансовыми корпорациями, наибольший ущерб от текущего финансового кризиса причинен потребителям. Американская мечта о собственном доме превратилась для многих в настоящую трагедию, виной которой стали недобросовестные действия отдельных участников финансового рынка. Классическую схему “захвата и переключения” (*bait-and-switch method*) использовало подразделение Bank of America под названием Countrywide Financial, рекламировавшее низкие процентные ставки по ипотеке. Выдаваемые по данной схеме кредиты были прописаны в тщательно оформленных договорах и автоматически заменялись на более дорогостоящие

продукты в день истечения контракта. В то время как реклама может утверждать 1 или 1,5 % взимаемого процента, потребитель становится должником по ипотечному займу с повышаемой процентной ставкой (*adjustable rate mortgage, ARM*), при котором следующий взимаемый процентный платеж будет выше ранее уплаченного². Countrywide подверглась судебному иску со стороны генерального прокурора Калифорнии Дж. Брауна за “недобросовестную конкуренцию” и выдачу высокозатратных ипотечных займов домовладельцам со слабой способностью к выплатам кредита.

Роль ипотечных брокеров и инвестиционных банков в данной схеме очень важна. Брокер собирал ипотечные займы, а инвестиционный банк секьюритизировал их и продавал на финансовый рынок. Главной целью такой стратегии было получение краткосрочной прибыли. Ипотечное мошенничество стало одной из ключевых причин образования и глубокого развития кризиса современности.

Но современный финансовый кризис повлиял прежде всего на крупные финансовые институты, среди которых наибольшему негативному влиянию подверглись сами инвестиционные банки. Фактором, наиболее существенно пошатнувшим финансовую стабильность крупных инвестиционных структур, стала дерегуляция в сфере управления и регулирования инвестиционной банковской деятельности.

В 2004 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам ослабила правило “чистого капитала” для крупнейших брокерско-дилерских компаний, при котором они могли рассчитывать уровень своего собственного капитала на основе своих исторических математических моделей и тестировать полученные результаты в соответствии с “Базельскими стандартами” для коммерческих банков³. Данное правило охватило Bear Stearns, четыре самые крупные инвестиционные банковские фирмы (Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley и Goldman Sachs), а также коммерческие банковские гиганты, такие как Citigroup и JP Morgan Chase. Стоит отметить, что было нарушено основное правило инвестиционного банка - размещать бумаги без непосредственного участия в их реализации.

С 2003 по 2007 г. пять крупнейших инвестиционных банковских фирм существенно увеличили уровень своей долговой нагрузки, что стало основной причиной их уязвимости во время рецессии (см. рисунок). Данные пять институтов отразили 4,1 трлн долл. долга на балансах в 2007 г., около 30 % номинального ВВП США за тот год. Lehman Brothers был ликвидирован,

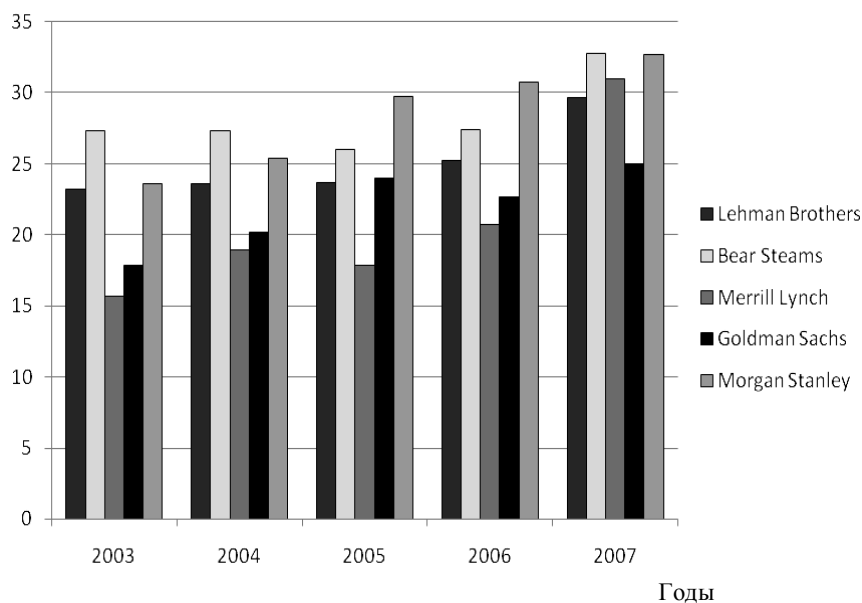


Рис. Финансовый рычаг инвестбанков в 2003 - 2007 гг.

Bear Stearns и Merrill Lynch проданы по бросовым ценам, а Goldman Sachs и Morgan Stanley стали коммерческими банками, подвергнув себя более строгому регулированию. За исключением Lehman данные компании получили правительственную поддержку.

Главным недостатком действий, предпринятых правительством США, был отказ от предоставления помощи крупному инвестиционному банку. В данном случае уничтожение крупной финансовой структуры, считавшейся абсолютно непотопляемой, привело к необоснованной панике на финансовых рынках и усугубило без того сложную ситуацию в экономике.

Термин “теньевая банковская система” относится к финансовой системе, функционирующей в экономике США в секторе, не имеющем банковского регулирования. Небанковские финансовые организации, такие как, например, инвестиционные банки, обеспечивали свободными денежными средствами многие компании финансового и реального сектора. Финансирование осуществлялось на основе сложившегося краткосрочного денежного рынка и более долгосрочного рынка под залог обращающихся ценных бумаг. Зачастую такими ценными бумагами выступали облигации, обеспеченные пулом заложных (MBS).

Теньевая банковская система стала сильным негативным фактором для предотвращения кризиса в первые дни после банкротства Lehman Brothers: паника на рынках привела к остановке в финансировании компаний в теньевом секторе и вызвала цепную реакцию неисполнения обязательств по краткосрочным кредитам. Многие

компании оказались неспособны закрыть кредиты из-за значительного финансового рычага и структуры, аналогичной банковской, при которой краткосрочное ликвидное финансирование используется для фондирования долгосрочных, менее ликвидных, но более доходных вложений.

История доказала простое правило: все, что имеет отношение к банковским операциям, все, что должно быть спасено в периоды кризиса так, как банки, должно регулироваться как банк.

Во вторник 16 сентября 2008 г. инвестиционный банк “Барклайс” анонсировал покупку “очищенной части” компании Lehman Brothers за 1,75 млрд долл., включая операции банка в Северной Америке. 17 сентября 2008 г. Нью-Йоркская фондовая биржа произвела делистинг Lehman Brothers.

Федеральная резервная система, а также центральные банки по всему миру предприняли шаги к расширению денежного предложения с целью избежать риска дефляции, при котором высокая безработица и низкий уровень заработной платы ведут к самоусиливающемуся снижению в потреблении. Дополнительно правительства увеличили стимулирующие налоговые меры и государственные расходы для уменьшения эффекта снижения в частном секторе. США реализовали два стимулирующих пакета общей суммой примерно 1 трлн долл. за 2008 и 2009 гг.

Инвестиционный банковский бизнес понес существенные потери и вынужден был в срочном порядке закрывать сделки по неисполненным обязательствам. Инвестиционным банкам, таким как Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch и др., предстояло в краткие сроки найти

финансирование для выплат по обесценившимся кредитным ценным бумагам. 21 сентября 2008 г. Morgan Stanley и Goldman Sachs получили поддержку от правительства в обмен на потерю статуса инвестиционных банков и жесткой последующий контроль со стороны Федеральной резервной системы. В этот день официальные термины “инвестиционный банк” и “инвестиционная банковская деятельность” перестали существовать⁴.

Остановка кредитного рынка привела мировую финансовую систему на грань краха. Ответ ФРС, ЕЦБ и прочих центральных банков был незамедлительным и драматичным. За последний квартал 2008 г. они приобрели 2,5 трлн долл. государственного долга и проблемных активов у частного сектора. Это вливание стало самым большим в истории кредитного рынка и самой крупной денежной мерой во всемирной истории. Правительства США и еврозоны также увеличили свой собственный капитал на 1,5 трлн долл. за счет участия в привилегированных акциях их крупнейших банков⁵.

Сами инвестиционные банки были вынуждены списать существенные активы со своих балансов и зафиксировать рекордный убыток. Так, Morgan Stanley зафиксировал 1,1 млрд долл. в виде списаний ценных бумаг и связанных вложений с рейтингом ниже инвестиционного. Чистый убыток за IV квартал 2008 г. швейцарской группы UBS составил 1,8 млрд долл., а Goldman Sachs отразил потери в размере 2,12 млрд долл.⁶

Реакцией на столь значительные потери стало сокращение персонала, отмена выплат вознаграждений и режим жесткой экономии с целью снижения издержек и плавного выхода на уровень безубыточности.

ВВП Соединенных Штатов Америки снизился на 6 % за IV квартал 2008 г. и I квартал 2009 г. Уровень безработицы возрос до 10,2 % к октябрю 2009 г. - наивысший показатель, зарегистрированный с 1983 г. и почти в два раза больше докризисного уровня. Средняя продолжительность рабочей недели упала до 33 часов, низший показатель с 1964 г. Снизились также и экспорт высокотехнологичных товаров, оказывающий весомое значение как на промышленный экспорт, так и на экономику США в целом⁷.

Только в конце 2009 г. намечились первые признаки улучшения как экономики, так и инвестиционной банковской сферы. За 2009 г. компании зарегистрировали чистую прибыль на своих балансах, в отличие от убытков в прошлом году. Во многих структурах “токсичные” активы были выведены на балансы специализированных институтов и больше не влияют негативно на

стоимость основного бизнеса. Также заметна перестановка в силах, определяющих движение рынка. Ведущим игроком стал Barclays Capital, получивший контроль над американским подразделением Lehman Brothers. Компании успешно удалось потеснить некогда незабываемые авторитеты Morgan Stanley и Goldman Sachs. Безусловно, с кризисом наряду с трудностями расширились также и горизонты бизнеса: волна консолидаций, слияний и поглощений прошла по многим отраслям промышленности, предоставляя возможности для крупных инвестбанковских структур по использованию своего опыта и навыков.

По прошествии волны паники и после анализа произошедших действий перед ведущими экономистами мира встала задача дальнейшего развития отрасли и экономики в целом по такому сценарию, который бы смог предотвратить возникновение подобной рецессии в будущем. Среди предложений, высказываемых разными сторонами, - варианты защиты потребителей, установление уровней компенсаций менеджмента, дополнительная ликвидность для банковских структур, а также усиленный контроль за теневой банковской системой и регулирование в сфере торговли производными финансовыми инструментами.

Какими бы ни были дальнейшие действия правительства в отношении развития экономик в целом, ясно следующее:

- Инвестиционная банковская деятельность требует не меньшего регулирования, чем обыкновенные коммерческие банки.

- Уровень долговой нагрузки, которую может взять на себя инвестиционный банк, относительно к его размерам должен быть ограничен.

Способность инвестиционного банка осуществлять сделки на собственные позиции также должна быть ограничена в таких пределах, чтобы не повлиять на функционирование всей структуры в целом в случае последующих негативных событий.

Относительно же рынка структурных ипотечных продуктов верным является предложение Уоррена Баффета о минимальном авансовом платеже по ипотеке: установление 10 % первоначального взноса резко ограничивает возможность привлечения некачественных клиентов и не является существенным платежом для большинства платежеспособных⁸. Также эффективной мерой распределения прав и обязанностей может стать субординированная долговая система, при которой владельцы долга автоматически становятся частично акционерами должника в случае его несостоятельности. Данная мера по-

может сократить до минимума число судебных разбирательств и в то же время сможет стать мощным инструментом для кредиторов по возвращению предоставленных средств.

Таким образом, развитие инвестиционной банковской отрасли в посткризисный период должно проходить, с одной стороны, в режиме большей регуляции и большего контроля с целью избежания повторения произошедших событий, а с другой стороны, с большей интенсивностью для достижения результатов докризисных уровней на рациональной и честной основе ведения бизнеса.

¹ This American Life. NPR-The Giant Pool of Money. Pri. org.

² BofA Modifies 64,000 Home Loans as Part of Predatory Lending Settlement | Thinkdebtrelief.com. 2009-05-25.

³ Labaton S. SEC Concedes Oversight Flaws // The New York Times. 2008. 27 Sept.

⁴ Goldman D. CNNMoney.com's bailout tracker // CNNMoney.com. 4 May.

⁵ Altman R.C. Altman - The Great Crash. Foreign Affairs.

⁶ Данные компаний.

⁷ Лукьянович Н.В., Левченко Л.В. Таможенный союз и Единое экономическое пространство России, Беларуси и Казахстана: проблемы и перспективы развития // Экономические науки. 2012. □ 9 (94). С. 202.

⁸ Warren Buffet-2008 Shareholder's Letter Summary // Reuters.com.

Поступила в редакцию 04.01.2013 г.