

## Банки на мировом финансовом рынке: новые подходы к финансовым инструментам

© 2010 А.В. Киевич

кандидат экономических наук, доцент

Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов

E-mail kievich\_av@mail.ru

Мировая экономика начала показывать первые признаки преодоления одного из самых глубоких кризисов в развитых странах со времен Великой депрессии. В статье рассмотрены причины возникновения ипотечного кризиса в США и его влияние на банковские структуры разных стран. Обоснована необходимость пересмотра подходов к операциям банков с финансовыми инструментами, показаны новые тенденции.

*Ключевые слова:* банки, мировой финансовый рынок, финансовые инструменты, регулирование банковских рисков.

В настоящее время, как представляется, еще нет серьезных оснований говорить о преодолении глобального финансового кризиса, о восстановлении мировой банковской системы и избавлении ее от токсичных активов. Более того, еще не сформировано целостное и четкое понимание своеобразия последнего кризиса и тех финансовых инструментов, которые накануне кризиса воспринимались финансовым и банковским сообществом как панацея от всех бед и рисков.

В связи с огромными масштабами последствий рассмотрим особенности активов, которые привели к интоксикации банковских систем и мирового финансового рынка.

Определимся, прежде всего, с термином *subprime mortgage loan*, который на русский язык обычно переводится как “низкокачественный ипотечный кредит”, что не всегда корректно передает сущность *subprime* рынка. Сами американские специалисты признаются, что не существует единого общепринятого определения *subprime* займов<sup>1</sup>. При этом возможно использование нескольких подходов, в частности определение рынка может быть связано с определением характеристик заемщиков, кредиторов, а также с особенностями самих ипотечных кредитов.

Например, экономисты Бостонского отделения Федеральной резервной системы США Christopher L. Foote, Kristopher Gerardi, Lorenz Goette, Paul S. Willen в своей статье “Subprime Facts: What (We Think) We Know about the Subprime Crisis and What We Don’t” утверждают, что “заемщиком на рынке *subprime* мог бы быть кто-то, кто пропустил один платеж по ипотеке в течение одного-двух последних лет, кто объявлял личное банкротство в течение нескольких последних лет, либо тот, кто обладает низким кредитным рейтингом FICO<sup>2</sup> по какой-либо

другой причине”<sup>3</sup>. Прежде всего хочется отметить существенную расплывчатость данного определения. Кроме того, сами авторы признают, что к рынку *subprime* прибегали и заемщики с высокими кредитными рейтингами, которые, например, хотели поучаствовать в спекулятивных операциях на рынке жилой недвижимости. Поэтому официальные органы обычно его конкретизируют, используя определенные значения коэффициентов FICO. Чаще всего в качестве *subprime* заемщиков рассматриваются все получатели кредитов, рейтинг которых ниже 620. Этот критерий, в частности, используется Советом управляющих Федеральной резервной системы США и Федеральной корпорацией по страхованию депозитов.

Довольно сложным также представляется разграничение *prime* и *subprime* ипотечных сделок с использованием в качестве основного критерия характеристик кредиторов. *Subprime* кредитование под высокие проценты и с взиманием существенных дополнительных комиссий в деятельности многих финансовых организаций сочеталось с кредитованием *prime* заемщиков под более умеренные процентные ставки. Примером может служить американский ипотечный брокер Countrywide. Популярность данного метода связана с тем, что существуют официальные списки кредиторов, составленные Департаментом жилищного и городского развития США (U.S. Department of Housing and Urban Development), который на основании интервью относит ту или иную финансовую структуру к категории *subprime* кредиторов.

Иногда предлагается использовать в качестве критерия характеристики самих займов. Например, относить к рынку *subprime* только те займы, которые впоследствии были секьюрити-

зированы при помощи *subprime mortgage based securities* (MBS) или ценных бумаг, обеспеченных *subprime* ипотекой. В этом случае займы могут быть квалифицированы только после того, как они продвинулись по цепочке секьюритизации, и из поля зрения выпадают те займы, которые по каким-либо причинам первоначальным кредиторам не удалось (или не захотелось) перепродать.

Отметим, что на практике в целях проведения экономического анализа большинство исследователей чаще используют весьма прагматичный подход - границы рынка определяются на основе имеющейся первичной статистической информации, собираемой признанными базами данных. В этом случае все зависит от того, кто конкретно занимался сбором данных (кредиторы и их объединения, финансовые организации - посредники вторичного рынка, регулирующие органы и т.д.). Естественно, что при данном подходе возникает некоторая погрешность, которая влияет на конкретные количественные оценки рынка. Chris Mayer и Kagen Pense подробно проанализировали основные наиболее полные статистические источники по США и пришли к выводу, что данные о рынке, действительно, "в некоторой степени чувствительны к тому, какие виды займов рассматриваются как *subprime*"<sup>4</sup>.

Как мы видим, ни один из названных вариантов не лишен недостатков. Более того, при проведении международных сравнений необходимо обращать внимание на различия в значениях используемых на национальном уровне коэффициентов обслуживания долга и дохода или соотношения размера ипотечного займа и стоимости объекта недвижимости, которые используются при оценке вероятности полного погашения долга заемщиком. Однако, на наш взгляд, погрешности в измерении рынка не меняют направление глубинных экономических процессов. Поскольку мы не ставили перед собой задачи выявления точной количественной оценки рынка *subprime* ипотеки, в данном исследовании будем пользоваться этим термином в достаточно широком понимании. В качестве "*subprime*" жилищных ипотечных кредитов мы будем рассматривать любые кредиты, которые не попадают в категорию "*prime*" в связи с их более низкой ожидаемой вероятностью полного погашения. Более высокое прогнозируемое значение риска может основываться как на кредитной истории (коэффициентах) заемщиков, на более высокой доле расходов на обслуживание кредитов в совокупных доходах заемщиков, так и на низкой величине собственных средств заемщиков, вложенных в сделку, и прочих факторах.

Обратимся теперь к теоретическому обоснованию рассматриваемой проблемы. На наш взгляд, в качестве базовой теории для анализа событий последних десятилетий, происшедших на мировом финансовом рынке, убедительно выглядит Гипотеза финансовой нестабильности (*Financial Instability Hypothesis*), сформулированная американским экономистом Хайманом Мински (*Human Minsky*). Некоторые аналитики даже называют то, как разразился последний глобальный финансовый кризис "моментом Мински"<sup>5</sup>. Данная теория базируется на двух основных теоремах. Первая утверждает, что "в экономике существуют финансовые режимы, при которых она стабильна, и финансовые режимы, при которых она [экономика] нестабильна"<sup>6</sup>. Согласно второй теореме, "в течение продолжительных периодов процветания экономика переходит от финансовых отношений, содействующих стабильной системе, к финансовым отношениям, которые поддерживают нестабильную систему"<sup>7</sup>. Таким образом, согласно Мински, финансовой системе присуща внутренняя нестабильность. Естественно направление ее развития не стремление к равновесию, как утверждает классическая экономическая наука, а переход от здорового состояния к более уязвимому. В своих работах Мински неоднократно утверждал, что "стабильность дестабилизирует".

Данный переход связан с изменением характера финансовых сделок, преобладающих на рынке. Все операции на финансовом рынке, в которые вовлечены разнообразные экономические агенты, Мински разделил на три категории - хедж, спекуляция и операции *Ponzi*<sup>8</sup>.

Мински утверждал, что финансовые позиции постепенно трансформируются от хеджа к спекуляции, а затем и к операциям *Ponzi* по мере того, как растет оптимизм участников рынка. Поэтому как раз видимость стабильности порождает завышенные ожидания относительно будущей прибыли и побуждает экономических агентов занимать все более рискованные позиции на рынке, которые не смогут быть закрыты без убытков, если реальная рыночная ситуация окажется хуже прогнозируемой. При этом каждый отдельный участник рынка ведет себя вполне рационально, принимая решения на основе имеющейся у него информации. Истинное положение вещей становится ясным только уже после того, как финансовый пузырь взорвется. Мински не пытается переложить ответственность за возникновение спекулятивных финансовых пузырей на иррациональное поведение игроков. Он подчеркивает, что, согласно Гипотезе финансовой нестабильности, финансовые кризисы - это

закономерный этап развития финансовой системы, а не результат воздействия каких-либо внешних факторов.

Рассмотрим теорию Мински на примере эволюции рынка ипотечного кредитования в США.

Развитие системы ипотечного финансирования в США всегда являлось одним из приоритетных направлений экономического развития страны. Владение собственным домом не только часть знаменитой американской мечты, но и один из реальных локомотивов экономического роста. Поэтому данному сектору финансового рынка исторически уделялось повышенное внимание регулирующих органов. В результате вложения в недвижимость рассматривались как одни из наименее рискованных, а предоставление ипотечных кредитов считалось самым простым видом деятельности финансистов.

Однако государственное регулирование осуществлялось не только нормативными, но и экономическими методами. Правительство играло существенную роль в поддержании рынка за счет организации вторичного рынка через *Federal National Mortgage Association* (Федеральную национальную ипотечную ассоциацию), известную как «Фэнни Мэй» и *Government National Mortgage Association* (Государственную национальную ипотечную ассоциацию, или «Джинни Мэй»).

Предпосылки для возникновения ипотечно-го кризиса в США начали формироваться задолго до его начала, что большинство исследователей связывают с постепенным отходом от традиционной модели банковского финансирования, хотя этапы на этом пути выделяются разные. Практически всегда упоминается дерегулирование финансовых рынков последней четверти XX в.

Однако, например, Рэндалл Рей (*Randall Wray*)<sup>9</sup> полагает, что все началось еще раньше в 1951 г., когда по соглашению между Федеральной резервной системой США и Казначейством органы денежного регулирования были избавлены от обязательства поддерживать процентные ставки на низком уровне. Поэтому Федеральный резерв получил возможность поднимать процентные ставки для управления инфляцией. В течение последующих двух десятилетий процентные ставки росли незначительно, но каждый такой подъем создавал новые сложности для коммерческих банков и сберегательных касс. Дело в том, что в соответствии с *Правилom Q* был ограничен максимальный размер банковских процентных ставок. Поэтому при росте рыночных процентных ставок наблюдался отток средств с банковских депозитов. Поскольку существовали многочисленные правила, регулирующие ставки

и по кредитам, Федеральный резерв, изменяя процентные ставки, мог произвольно сжимать и расширять объемы кредитного рынка в стране.

Постепенно регулирующие органы США начали проводить политику, направленную на ослабление ограничений и дерегулирование рынка. Потолки процентных ставок для банковских учреждений были устранены федеральным законодательством в 1980 г., а в 1982 г. кредиторам разрешили предлагать ипотеки с плавающей процентной ставкой. В 1986 г. были внесены изменения в налоговое законодательство, которые сделали жилищные ипотечные займы единственным видом кредитов населению, проценты по которым могли вычитаться из налогооблагаемой базы. В результате стало относительно более выгодно финансировать ремонт и улучшение жилья и другие потребительские расходы за счет привлечения кредитов под залог имеющейся недвижимости.

В процессе либерализации рынка не обошлось без потерь. Устранение ограничений на проценты, выплачиваемые по депозитам, конкуренция между коммерческими банками, ссудно-сберегательными учреждениями и прочими инвестиционными структурами за привлеченные ресурсы населения привели к тому, что традиционные ипотечным кредиторам приходилось финансировать имеющиеся у них на балансе 30-летние ипотеки при помощи все более дорогих краткосрочных депозитов. Кризис ликвидности фактически привел к коллапсу системы ссудо-сберегательных касс в США.

Переход от системы ссудо-сберегательных учреждений к доминированию частных инвестиционных банков на рынке США ознаменовал собой смену основного источника доходов - процентной маржи между кредитными и депозитными операциями разницей в ценах покупки и продажи обращающихся активов. В традиционной системе организации банковского дела очень важна была социальная составляющая отношений банкира и его клиента, а также постоянный и строгий контроль за рисками. Естественно, что система не была лишена недостатков. В частности, доступ к жилищным кредитам был существенно ограничен для значительных слоев населения, поскольку при принятии решения о выдаче кредита играло роль субъективное мнение банкира. Однако несомненно то, что банкиры были кровно заинтересованы в постоянном контроле за кредитными рисками.

При переходе к модели секьюритизации ипотечных активов данная заинтересованность была утеряна. Брокеры, получая свой основной доход от разницы в ценах покупки и продажи бумаг,

агенты, организующие первоначальный кредит, зная заранее, что перепродадут его, особенно не интересовались кредитоспособностью заемщиков. Их главной целью становится увеличение объемов рынка. Как отмечал Льюис Раниери<sup>10</sup>, целью секьюритизации было создание активов, которые могли бы обращаться, не требуя оценки кредитоспособности. Обратимость была важнее кредитного риска. Именно поэтому было так важно создать из набора разнообразных ипотек облигацию с фиксированным купоном и сроками, которая могла бы служить заменителем корпоративным облигациям.

Секьюритизация задумывалась как механизм распределения рисков. Будучи элементом глобализации финансов, она должна была помочь снизить риски инвестирования за счет диверсификации активов в глобальном масштабе. Действительно, например, европейским банкам было удобно использовать обеспеченные ипотекой американские облигации для поддержания определенной доли своих активов в долларах США. Однако на практике это привело не к глобальной диверсификации, а к усилению системной зависимости международных рынков, поскольку финансовые институты инвестировали в одни и те же активы. Как коммерческие, так и государственные структуры из всех регионов мира были подвержены этому групповому поведению. Даже Центральный банк Китая не избежал этой участи, разместив 9,7 млрд. долл. из своих резервов в связанные с американской ипотекой бумаги, не говоря уже о вложениях Банка России. Почему так произошло, это, скорее, вопрос к специалистам по экономической психологии. Мы же можем только еще раз подчеркнуть важность реалистичного управления рисками.

Постепенно потребности профессиональных участников рынка ипотечного кредитования в США в повышении комиссионных доходов и рост спроса на высокодоходные вторичные бумаги со стороны внутренних и иностранных инвесторов привели к тому, что рынок мог развиваться только за счет вовлечения все новых и новых заемщиков. Когда резерв первоклассных заемщиков был исчерпан, начали постепенно снижаться стандарты андеррайтинга для привлечения все более и более рискованных заемщиков.

До 2003 г. большая часть ипотечных займов представляла собой первоклассные займы, соответствующие критериям, предъявляемым агентствами Фрэдди Мак и Фанни Мэй. Однако к 2006 г. уже более половины кредитов не соответствовало этим критериям. К началу 2006 г. первоклассные кредиты составляли только 36 % рынка, 15 % приходилось на высококлассные “гиган-

тские” (jumbo) кредиты, которые превышали максимально допустимую агентствами величину кредита в 417 000 долл. США, 3 % составляли кредиты, гарантированные правительством в соответствии со специальными программами, например для ветеранов, а оставшиеся 46 % приходились на кредиты для непервоклассных заемщиков<sup>11</sup>.

Естественно, что по прошествии некоторого времени легко говорить о том, что кризис был закономерен. Для экономистов-теоретиков, вглядывающихся в фундаментальные тенденции рынка, этого может быть и достаточно. Те же, кто занимается практическим финансами, - операторы рынка, регулирующие органы - заинтересованы в том, как предсказать точное время наступления кризиса, его возможную глубину. Поэтому интересен вопрос о том, возможно ли было предсказать приближение кризиса на ипотечном рынке США. Исследователи Юлия Демьянюк и Отто Ван Хемерт (Yuliya Demyanuk, Otto Van Hemert) дают положительный ответ на этот вопрос. В своей работе<sup>12</sup> они проанализировали статистическую информацию, которая была доступна по состоянию на конец 2005 г., не учитывая никаких данных, опубликованных позднее. Они утверждают, что к концу 2005 г. близость кризиса была ясна. На тот момент качество ипотечных займов продолжало ухудшаться уже в течение 5 лет. Быстрый рост стоимости недвижимости маскировал ухудшение качества займов, а следовательно, и реальный риск непервоклассных ипотечных кредитов. Когда цены на рынке перестали расти, риск стал очевиден.

Как ни банально это звучит, но ипотечный кризис в США в очередной раз напомнил, что любое нововведение на финансовом рынке имеет не только положительные, но и отрицательные стороны. Финансовые механизмы работают не только так, как виделось при их создании. В полной мере это относится и к секьюритизации активов и глобализации рынков.

Важный урок состоит в том, что система, в которой нет адекватной оценки кредитных рисков, неизбежно придет к кризису, поскольку индивидуальные цели групп участников вступят в противоречие с интересами рынка в целом. Секьюритизация привела к тому, что, отказавшись от индивидуальной оценки рисков ипотечных заемщиков, сделки стали осуществляться инструментами, в основе которых лежали риски, никем никогда не оцениваемые. Каждый участник цепочки секьюритизации работал за комиссию и заинтересован был лишь в увеличении оборота, а инвесторы были убеждены в том, что приобретают высоконадежный инструмент. Например, глобальные инвесторы, не имея прямого доступа к ипотечному рынку США,



считали, что приобретают пакеты ценных бумаг с взвешенным риском, оцененным известными рейтинговыми агентствами.

Последние десятилетия для мировой финансовой и банковской сферы были отмечены появлением и активным внедрением в практику различных финансовых инноваций, благодаря которым банки и другие участники международных финансовых рынков смогли расширить спектр операций, экономических стратегий. В то же время часть финансовых инноваций, такие как деривативы, рассматривались также и как удобный инструмент регулирования рисков. Однако разразившийся глобальный финансовый кризис показал, что во многом применяемые стратегии и используемые финансовые инструменты оказались слишком рискованными, а адекватный противовес не был создан ни со стороны тех государственных органов, которые призваны поддерживать стабильность финансовых рынков и банковских систем, ни самим рынком.

В качестве промежуточного итога пролонгированного воздействия глобального финансового кризиса на умы официальных регуляторов можно рассматривать действия и высказывания лидеров наиболее влиятельных стран Еврзоны: Франции и Германии. Речь идет о введении запрета на финансовом рынке необеспеченных коротких продаж и операций с кредитными свопами. Основная цель - создать механизм сдерживания спекулятивных операций. В частности, в Германии уже запретили короткие продажи облигаций правительств стран зоны евро и кредитно-дефолтные свопы на облигации и на акции немецких компаний<sup>13</sup>.

Кроме того, в мае текущего года Президент Еврокомиссии Жозе Мануэл Баррозу отмечал: "Еврокомиссия пойдет на любые меры, чтобы очистить фондовые рынки от финансовых спекулянтов". Глава комиссии также предупредил финансовые институты, что в случае рискованных махинаций на торговых площадках исполнительные органы Евросоюза примут неотложные меры для регулирования торговых операций. Он сказал следующее по данному поводу: "Мы будем действовать стремительно, если возникнет соответствующая необходимость"<sup>14</sup>. Конкретные предложения по изменению регулирования на уровне всего Европейского союза должна в сентябре внести Комиссия ЕС по финансовым услугам (Financial Services Commission) под руководством Мишеля Барнье (Michel Barnier). Однако нацеленные на стабилизацию рынка изменения в регулировании не могут пренебрегать интересами участников финансового рынка и задачами поддержания его ликвиднос-

ти. Сами же участники рынка и их объединения, как, например, лондонская Association for Financial Markets, настаивают, что предполагаемые нововведения непропорционально суровы по отношению к потенциальным рискам, которым они призваны противостоять<sup>15</sup>. Поэтому, несмотря на то, что позиция регуляторов пользуется довольно широкой политической поддержкой, пока неизвестно, какие конкретные формы приобретет новое европейское законодательство.

<sup>1</sup> Demyanyk Y., Van Hemert O. Understanding the Subprime Mortgage Crisis. 2008. Aug. 12. URL: <http://ssrn.com/abstract=1020396>.

<sup>2</sup> Коэффициенты FICO - это один из наиболее распространенных способов статистической оценки кредитоспособности заемщиков, который был впервые предложен компанией Fair Isaac Corporation в 1958 г. Хотя факторы, принимаемые в расчет, и их весовые коэффициенты периодически менялись, коэффициенты FICO и методология их определения продолжают лежать в основе большинства используемых в настоящее время моделей.

<sup>3</sup> Subprime Facts: What (We Think) We Know about the Subprime Crisis and What We Don't / C.L. Foote [et al.] // Public Policy Discussion Papers. - Federal Reserve Bank of Boston. □ 08-2. P. 11. URL: <http://www.bos.frb.org/economic/ppdp/2008/ppdp0801.htm>.

<sup>4</sup> Mayer C., Pence K. Subprime Mortgages: What, Where, and to Whom? // Finance and Economics Discussion Series. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. Federal Reserve Board, Washington. 2008. □ 29. P. 2.

<sup>5</sup> Magnus G. What This Minsky Moment Means for Business // Financial Times. 2007. Aug. 23. P. 11.

<sup>6</sup> Minsky H.P. The Financial Instability Hypothesis // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper. 1992. □ 74 (May). P. 8.

<sup>7</sup> Ibid.

<sup>8</sup> Ibid. P. 6-7.

<sup>9</sup> Wray R. Lessons from the Subprime Meltdown // The Levy Economics Institute Working Paper. 2007. □ 522 (Dec.). P. 3.

<sup>10</sup> Ranieri L. The Origins of Securitization, Sources of Growth, and Future Potential // A Primer on Securitization / L.T. Kendall, M.J. Fishman (eds.). Cambridge, 2000.

<sup>11</sup> Kiff J., Mills P. Money for Nothing and Checks for Free: Recent Development in U.S. Subprime Mortgage Market // IMF Working Paper. 2007. □ 88. P. 6.

<sup>12</sup> Demyanyk Y., Van Hemert O. Understanding the Subprime Mortgage Crisis. URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1020396](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1020396).

<sup>13</sup> <http://www.bloomberg.com/news/2010-07-06/eu-pension-debate-german-short-selling-ban-gm-stock-bonuses-compliance.html>.

<sup>14</sup> Reuters. URL: <http://www.k2kapital.com/news/220848/>.

<sup>15</sup> <http://www.bloomberg.com/news/2010-07-11/short-selling-isn-t-riskier-than-other-trading-european-bank-group-says.html>.