

МЕХАНИЗМ ФОРМИРОВАНИЯ “ПУЗЫРЕЙ” НА МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

© 2012 Д.В. Каменщик

кандидат экономических наук

Московский государственный институт электроники и математики

(технический университет)

E-mail: Zuslik1@rambler.ru

Новый процесс экономии на глобальных издержках, перемещая производство в планетарных масштабах, порождает длительные неравновесия между деньгами и товарной массой, усиливает вероятность возникновения крупных финансовых дисбалансов и пузырей. В ходе решения этих проблем усиливается координация деятельности правительств, центральных банков и других органов регулирования, особенно ведущих в экономическом отношении стран.

Ключевые слова: ликвидность, глобальные финансовые рынки, финансовые пузыри, инвесторы, трансграничное движение капитала, коммерческие банки, производные финансовые инструменты, финансовые активы, финансовый кризис.

В начале XXI в. мировая экономика все более формируется как единая система с интегрированными в нее разнообразными сегментами финансового рынка. На нем действует огромное число различных по масштабам финансовых потоков инвесторов с унифицированными типами поведения. Перемещая производство в планетарных масштабах, они порождают дисбалансы между деньгами и товарной массой, длительные по времени и усиливающие вероятность возникновения глобальных финансовых пузырей.

По мнению некоторых экспертов, долговременная эмиссия гигантских объемов денежной массы привела к ее избыточности, что не могло не нарушить некогда стабильные причинно-следственные связи между деньгами и товарной инфляцией¹. Феномен избыточной ликвидности явился объективным следствием политики “дешевых” денег, которая с определенными вариациями проводилась на протяжении последнего десятилетия центральными банками развитых стран мира и, прежде всего, ФРС США². Эта политика стала возможной из-за активной интеграции в систему глобальной экономики ряда азиатских стран, и в первую очередь Китая.

Сравнительно низкие издержки производства в указанных странах обусловили дешевизну экспорта в развитые экономики мира, где происходили умеренный рост и даже снижение цен на основную массу товаров. Глобальное перемещение производства в страны с низкими издержками стимулировало рост доходов в странах-экспорте-

рах, а избыточное предложение их сбережений стало фактором устойчивого неравновесия предложения и спроса на деньги в экономически развитых странах. В результате высокие темпы увеличения денежной массы в странах с развитой экономикой не вызвали развертывания инфляционных процессов на товарных рынках.

Однако если огромная денежная масса не связана с опосредованием сделок с товарами, ресурсами и реальными активами, то она устремляется в спекулятивный сегмент глобальной экономики - на финансовые рынки. Низкие ставки заимствований в связи со значительной эмиссией денег и сопровождавшими ее процессами секьюритизации активов и расширения рынков финансовых производных инструментов (financial derivatives) многократно ускорили рост стоимости финансовых активов.

Изобилие ликвидности в отсутствие объективной меры стоимости расширило доступность и снизило стоимость кредитов, а также увеличило пределы задолженности, что повлекло за собой беспрецедентный рост государственных и частных долгов³. Так, согласно оценкам “Independent Strategy”, величина задолженности всех видов в США примерно в 52 раза превысила объем денежной базы⁴. Современный рынок долгов стал постепенно формироваться за счет интеграции в оборот структурированных продуктов, включающих широкий спектр различных секьюритизированных активов (asset backed securities, ABS), начиная от “займов, обеспечен-

ных закладными” (mortgage backed securities, MBS) и кончая различного рода займами, “обеспеченными долговыми обязательствами” (ОДО) (collateralized debt obligations, CDO).

“Финансовые новации”, несомненно, улучшили возможности финансовой системы монетизировать и погашать долги. Однако аккумуляция огромных потерь и ограничения на пути кредитования заставили коммерческие банки искать способы снижения финансового рычага - пропорций между собственным капиталом и активами (долгами).

Данные явления сопровождалось во второй половине 2000-х гг. формированием низких номинальных процентных ставок, избыточной ликвидности, низкой изменчивостью финансовых рынков и общей макроэкономической стабильности, что переориентировало многих инвесторов на принятие более высоких рисков. В результате инвестиции в более рискованные активы стали нормой, ослабло понимание фундаментальных рисков и увеличился недостаток капитала для их поддержания.

К весне 2007 г. структурированные кредитные ценные бумаги, обеспеченные непервоклассными ипотеками, и мягкие условия предоставления кредитов увеличили спрос на активы за счет заемных средств. При этом модель структурированного финансирования, как правило, предполагает агрегирование набора различных базовых рисков (таких как рыночный или кредитный) пу-

тем объединения инструментов, подверженных этим рискам (например, облигаций, кредитов или ценных бумаг, обеспеченных ипотекой), и последующего разделения итоговых потоков денежных средств на “транши” (доли), выплачиваемые различным держателям этих траншей производились, начиная со “старших” траншей (наименее рискованных) и далее вниз до младших субординированных (наиболее рискованных из них) (см. рис. 1).

Если часть ожидаемого притока денежных средств не поступает в пул (например, в связи с дефолтом по некоторым кредитам), тогда, после исчерпания резерва денежного потока, держатели младших субординированных траншей первыми испытывают дефицит выплат⁵. Если платежи в пул еще больше сокращаются, полных платежей не получают держатели следующего набора траншей (“мезанинный” транш).

Как правило, самые старшие транши на вершине структуры капитала получают кредитные рейтинги AAA, что свидетельствует об очень низкой вероятности неполучения обещанных платежей, а младшим траншам присваивают самые низкие кредитные рейтинги в связи с высокими рисками дефолта.

Накануне финансового кризиса в июле 2007 г. выпуск продуктов структурированного кредитного финансирования увеличивался по экспоненте: в итоге эмиссия отдельных структурированных кредитных продуктов в США и Европе выросла

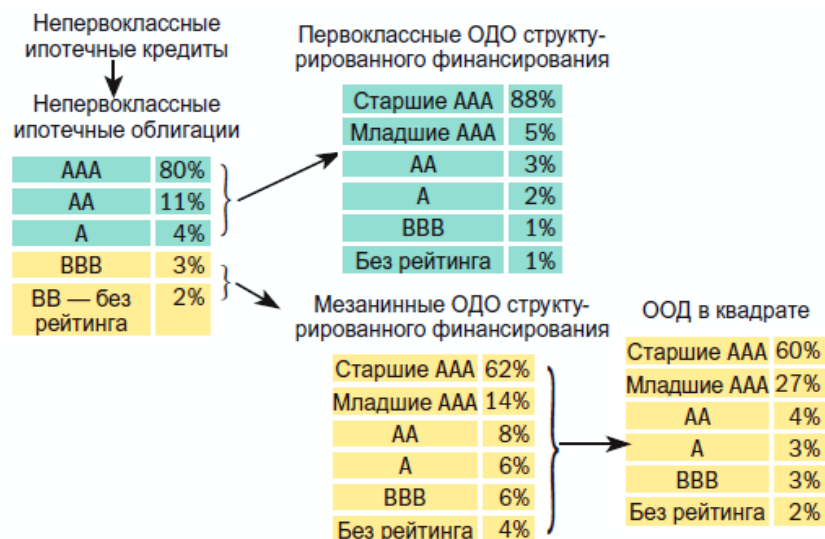


Рис. 1. Структурирование сложных финансовых инструментов на примере облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами, в процентах в соответствующем транше

Источник. Оценки персонала МВФ.

за 8 лет более чем в 5,1 раза (с 500 млрд. долл. в 2000 г. до 2,6 трлн. долл. в 2007 г.)⁶. Этому способствовал тот факт, что процентные ставки оставались низкими, а ликвидность - избыточной, в результате спрос на структурированные кредитные продукты с рейтингом AAA и высокой доходностью продолжал беспрепятственно расти вплоть до середины 2007 г. (см. рис. 2).

представителей частного сектора, что в целом даже поощрялось существующими нормативами. Спрос на ценные бумаги с рейтингом AAA, предполагающими высокие доходы, заставлял эмитентов структурированных кредитных продуктов включать в них базовые кредиты все более низкого качества. Для удовлетворения спроса на такие продукты финансовые институты делили по-

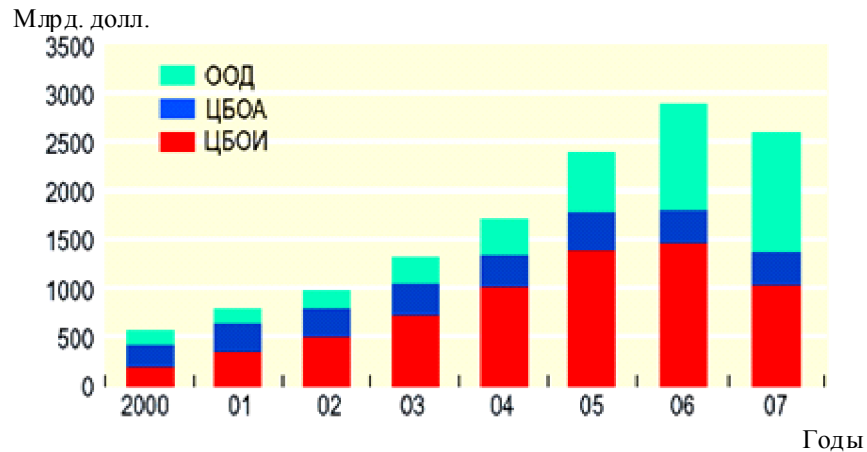


Рис. 2. Динамика эмиссии европейских и американских структурированных кредитов за период 2000-2007 гг.

Примечание. ООД - облигации, обеспеченные долговыми обязательствами; ЦБОА - ценные бумаги, обеспеченные активами, включая кредиты автовладельцам, кредитные карты и т.д. и исключая ЦБОИ; ЦБОИ - ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, включая ЦБОИ, выпущенные агентствами США.

Источник. Кодрес Л. Кризис доверия и ...многое другое // МВФ. Финансы & развитие. 2008. Июнь. С. 10.

В силу недостаточной информации и отсутствия соответствующих законодательно принятых административных рычагов органы надзора не могли корректировать развитие данного рынка и затормозить распространение ценных бумаг с завышенными ценами. В результате сложилась исключительно высокая конкуренция, обуславливающая стремление финансовых институтов выпускать и продавать такие продукты.

Подобно предшествующим финансовым кризисам причиной первой серии убытков было ослабление стандартов кредитования во время кредитного ажиотажа. Хотя это событие было вызвано ростом невозврата долгов по ипотечным ссудам в США, особенно на рынке непервоклассных ипотек, мультипликационный эффект оказался чрезвычайно негативным. Непрозрачность и сложность массы структурированных кредитных продуктов скрывали местонахождение, размеры и уровень леввериджа позиций, имевшихся у финансовых учреждений.

Другими словами, причины финансового кризиса во многом были связаны с субъективными аспектами, глубоко укоренившимися в поведении

ступающие потоки денежных средств на многочисленные транши, что позволяло некоторым инвесторам получать доходы прежде других. А это, в свою очередь, служило основанием присвоения ценным бумагам определенных траншей рейтинга AAA в связи с якобы низкими рисками по ним.

Такие ценные бумаги было нетрудно продавать многим страховым компаниям, пенсионным фондам и другим более мелким банкам, расположенным в разных странах мира. Другим инвесторам, например, хеджевым фондам и тем, кто был готов принять на себя больший риск, также представлялась привлекательной доходность тех частей этих структурированных ценных бумаг, которые имели более низкий рейтинг.

В условиях стабильной финансовой конъюнктуры и избытка ликвидности инвесторы не считали необходимым обращать большое внимание на риски, связанные со сложными структурированными продуктами, которые они приобрели. В случае необходимости они были уверены, что смогут вернуть или продать данные продукты другим участникам рынка, поскольку слишком большое значение придавалось присваиваемым

рейтингам, и слишком малое - документации по продуктам или независимой проверке лежащих в их основе инструментов. А между тем рейтинговые агентства ненадлежащим образом оценивали риски.

В итоге сложные финансовые продукты стали заложниками как ухудшения качества базового залогового обеспечения (в основном непервоклассных ипотек, предоставленных в конце подъема), так и недостаточного понимания того, как эти структуры будут работать в период экономического спада или после окончания срока действия привлекательно низких процентных ставок, которые были установлены первоначально по этим кредитам⁷. Связи между кредитами или другими видами ценных бумаг не проходили достаточного стресс-тестирования в ситуации циклического спада на рынке кредитов. Кроме того, хотя агентства кредитного рейтинга всячески пытались подчеркнуть, что они оценивали только риск фактического дефолта (т.е. кредитный риск), эти продукты заключали в себе также ликвидный и рыночный риски, зачастую игнорируемые инвесторами. Однако риск ликвидности связан с тем, что держатель инструмента может оказаться не в состоянии быстро продать его по текущей цене, а рыночный риск оценивает другие рыночные условия (например, траектория процентных ставок в более общем плане), способные оказать воздействие на стоимость ценной бумаги.

В результате инвесторы не осознавали в полной мере те риски, которые на себя принимали (и за это именно они несут ответственность), но одним из главных виновников широкого распространения структурированных кредитных продуктов выступали рейтинговые агентства, оценивавшие риски и присваивавшие рейтинги различным траншам ценных бумаг без особого на то основания. Именно рейтинговые агентства выступали тем консультативным органом, который оказывал эмитентам услуги по структурным изменениям характеристик различных траншей (например, повышенный уровень залогового обеспечения), чтобы обеспечить необходимый спрос на них. Очевидно, что такое "взаимодействие" между эмитентами структурированных продуктов, которые платили за рейтинги, и рейтинговыми агентствами, которые поставляли их, подрывали объективность процесса установления рейтингов.

Кроме того, методы финансирования, которые использовали банки для приобретения неликвидных, с трудом поддающихся стоимостной оценке структурированных кредитных продуктов, имели серьезные недостатки. Они были обусловлены тем, что многие из таких продуктов хранились внебалансовыми структурами, которые создавались крупными банками (как правило, компаниями структурированного инвестирования (КСИ) и компаниями-кондуитами), и имели явные преимущества в связи с более низкими требованиями к ним по структуре капитала. Это позволяло увеличивать долю заемных средств по другим частям банковских балансов. Компании-кондуиты финансировались за счет более краткосрочных коммерческих ценных бумаг, обеспеченных активами (КБОА), тогда как обязательства КСИ примерно на одну треть состояли из КБОА и на две трети - из более долгосрочных финансовых инструментов. Проблема заключалась главным образом в непрозрачности, поскольку точный размер авуаров этих структур был неясен инвесторам в КБОА, а стратегия финансирования в общем случае не была известна ни широкому кругу инвесторов, ни отдельным органам банковского надзора.

Когда доверие стало снижаться, многие держатели КБОА, обеспеченных неликвидными структурированными кредитными продуктами, обналичили свои авуары, сократили сроки погашения, которые они готовы были принимать, или потребовали более высокие ставки доходности в случае возникновения подозрения о связи хранимых кредитных продуктов с непервоклассной ипотекой. Многие КСИ и компании-кондуиты пользовались доступом к обусловленным кредитным линиям, которые предоставлялись им материнскими банками на случай, если покупатели КБОА решат не пролонгировать свои ценные бумаги. Истощение рынка КБОА в августе 2007 г. привело к тому, что межбанковский рынок стал в значительной мере неликвидным, так как некоторые из этих кредитных линий были полностью израсходованы или же в связи с тем, что банки принимали активы КСИ или компаний-кондуитов на свои балансы, чтобы избежать риска потери репутации в глазах инвесторов. Поскольку банки перестали точно понимать свои собственные потребности в ликвидности, они запасали ее впрок, что еще больше усугубляло неликвидность межбанковского рынка.

На начальном этапе центральные банки оказывали финансовой системе экстренную помощь в пополнении ликвидности, но потребность в ней стала хронической, и центральные банки были вынуждены разрабатывать новые способы ее предоставления. Так, в ряде случаев для поддержания функционирования межбанковского рынка центральным банкам приходилось принимать новые виды залогового обеспечения, которое иногда было более низкого качества.

Несмотря на поддержку ликвидности центральными банками и снижение в ряде случаев процентных ставок интервенции, кризис углублялся, а его негативные последствия мультиплицировались (рис. 3).

ными балансами становилось все дороже привлекать большие финансовые средства и обеспечивать их финансирование. Издержки по финансированию собственного капитала и облигаций росли по мере увеличения рыночной оценки риска неплатежеспособности. В настоящее время такие риски, измеряемые спредами по свопам кредитного дефолта, в среднем в 2,5 раза больше для крупных банков, чем в начале 2007 г. Они несколько снизились только после того, как Федеральная резервная система США стала помогать инвестиционному банку JPMorgan в поглощении фирмы Bear Stearns (см. рис. 3).

Если использовать методику, позволяющую анализировать возможность цепной реакции бан-

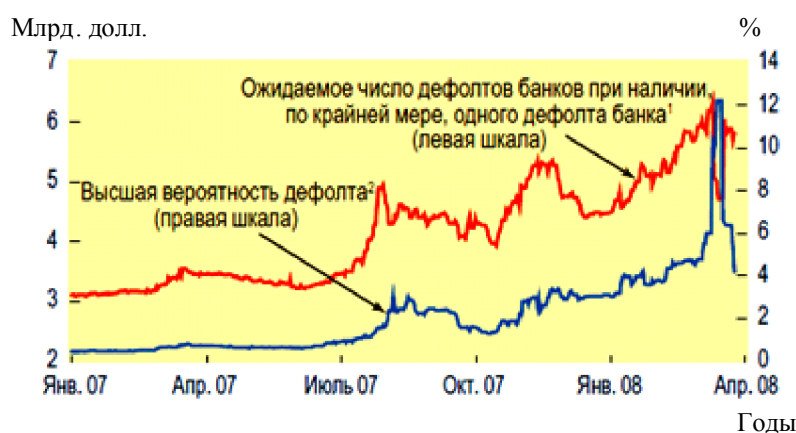


Рис. 3. Возрастание риска банкротства коммерческих банков в США за период январь 2007 - апрель 2008 гг.

Источники: Bloomberg L.P.; Оценки персонала МВФ.

¹ Среди 15 отобранных крупных и сложных финансовых учреждений (КСФУ).

² Показывает самую высокую вероятность дефолта среди 15 КСФУ, входящих в выборку, на каждый день.

Убытки крупных финансовых учреждений увеличивались не только из-за дефолта заемщиков по непервоклассным ипотечным кредитам в США (т.е. за счет убытков по этим кредитам и по связанным с ними структурированным продуктам), но и в результате потери по кредитам с высоким уровнем левиреджа и связанным с ними структурированным продуктам, другим видам ипотек в США, коммерческой недвижимости и корпоративным кредитам. Так, отсутствие кредитной дисциплины в прошлом становилось очевидным по мере ухудшения общей экономической конъюнктуры в стране. В итоге, согласно оценкам МВФ, связанные с США убытки финансовых учреждений всех видов как в США, так и за границей на начальном этапе оценивались примерно в 945 млрд. долл.⁸

В результате доверие контрагентов было подорвано, и финансовым учреждениям с ослаблен-

кротств коммерческих банков, то в сложившейся ситуации вероятность множественных дефолтов значительно повысилась и банкротство одного банка могло привести к банкротству пяти других банков. Даже среди крупных банков риск цепной реакции банкротств также возрос.

Итак, в новых условиях на стадии роста действует эффект эндогенного увеличения денежной массы, позитивный с точки зрения расширения инвестиционной деятельности в национальном хозяйстве, поскольку он приводит к изменению долговой структуры в экономике. В определенных временных пределах кредитные организации выступают в качестве эффективного механизма поддержания макроэкономического равновесия. Однако в итоге расширения кредитования и сопровождающего его роста ставок начинают доминировать «спекулятивные» единицы, резко повышаются риски заемщиков и заимодавцев в эко-

номике. В данных условиях, с одной стороны, происходит сокращение заимствований, с другой - все большая часть обязательств погашается путем продажи активов. Вследствие этого сначала снижается стоимость финансовых и капитальных активов, а затем растет количество банкротств в экономике. Резко падает объем текущих инвестиций, обуславливая сокращение совокупного дохода и переход экономики из фазы бума к спаду. Параллельно этим процессам происходит кардинальная переоценка ожиданий и рисков финансирования, и кредитные организации начинают выполнять роль мультипликатора макроэкономической нестабильности.

В 2008 г. несбалансированность, возникшая на рынке ипотечного кредитования в США, была быстро растражирована по сегментам финансовых и экономических систем, а также по странам мира. В данном случае впервые проявилось новое качество национальных и мировой экономических систем, в центре структурных связей которых оказались исключительно мобильные финансовые потоки, оторванные от их материальных носителей. В новых условиях кредитные организации продемонстрировали неспособность восстанавливать равновесие подобно тому, как это удавалось прежде относительно периодически возникавших частичных и временных макроэкономических дисбалансов. Другими словами, коммерческие банки долгое время успешно опос-

редовали механизм самоорганизации финансовых систем, достаточно эффективно возвращая национальные и глобальную экономики в равновесное состояние. Однако ко второй половине 2008 г. количественные изменения в развитии национальных финансовых систем перешли в новое качество, которое проявилось в неспособности кредитных организаций возвращать макроэкономическое равновесие, нарушенное глобальным финансовым шоком.

¹ An Inflection Point in the Debt Super Cycle / BCA Special Report. 2007. Sept. 5. URL: www.bcaresearch.

² Смирнов А.Д. Кредитный "пузырь" и перколяция финансового рынка // Вопр. экономики. 2008. № 10. С. 5-13.

³ Пилипенко З.А. Структурные особенности мировой экономики - условия вызревания глобального финансового кризиса 2007-2009 гг. // Вопр. экономики и права. 2011. № 1. С. 325-331.

⁴ New Monetarism. Independent Strategy. L., 2006.

⁵ Пилипенко З.А. Трансграничные финансовые потоки и синхронизация циклов экономического развития зарубежных стран // Экон. науки. 2011. № 1.

⁶ Кодрес Л. Кризис доверия и ...многое другое // МВФ. Финансы & развитие. 2008. Июнь. С. 10.

⁷ Тайсов Э.В. Некоторые аспекты кризиса ликвидности в российской финансовой системе // Экон. науки. 2009. № 11. С. 67-70.

⁸ См.: International Monetary Fund (IMF) // Global Financial Stability Report. 2008. April; World Economic and Financial Surveys (Washington) // Ibid.

Поступила в редакцию 05.08.2012 г.