

## КРИЗИСНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ СТРУКТУРИРОВАННЫХ КРЕДИТНЫХ ПРОДУКТОВ

© 2013 Колесников Николай Юрьевич

кандидат экономических наук

Российский университет дружбы народов

117198, г. Москва, ул. Миклухо-Маклая, д. 6

E-mail; oet2004@yandex.ru

Речь идет о сложных структурированных продуктах, эмиссия и обращение которых были связаны с финансовым механизмом трансмиссии кризисных явлений в макроэкономической динамике. Обосновываются риски финансовой нестабильности, которые вызваны участниками их эмиссии и субъектами рыночных сделок с ними, намечаются основные факторы, способствовавшие расширению масштабов сделок со сложными структурированными продуктами.

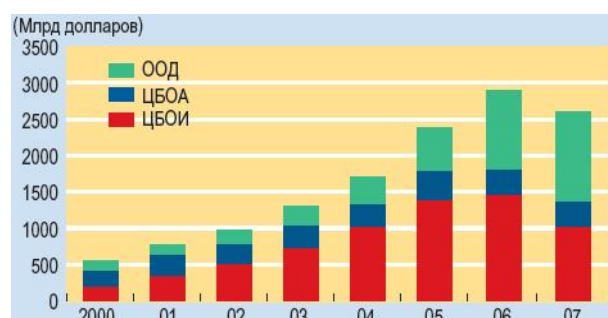
*Ключевые слова:* глобальный экономический кризис, сложные структурированные продукты, рыночный риск, кредитный риск, рейтинговые агентства, финансовые организации.

За последние три десятилетия финансовые рынки претерпели глубокие изменения: резко возросли трансграничные потоки капитала, на рынках появились новые сложные финансовые инструменты, значительно повысились скорость и простота проведения расчетных операций.

В целом, указанные изменения носили позитивный характер, повышая эффективность перераспределения капитала в рамках мировой экономики. Однако они вызвали ряд негативных последствий, к которым, в первую очередь, следует отнести финансовые шоки, проявившиеся в нарушениях работы финансовых посредников на глобальном экономическом пространстве: резкая корректировка цен на фондовых рынках США в 1987 г. (“черный понедельник”) и в 1997 г.; колебания на рынках облигаций в странах Группы десяти в 1994 г. и в США в 1996 г.; валютные кризисы в Мексике (1994-1995), в Азии (1997) и в России (1998); крушение хеджевого фонда “Long-Term Capital Management” в 1998 г.; колебания на глобальных фондовых биржах в 2000-2001 гг. В 2008 г. глобализация сыграла негативную роль, распространив кризисные явления, которые начались в американском финансовом секторе, на национальные банковские системы и фондовые рынки<sup>1</sup>.

Несмотря на неоднократные предостережения официального сектора об ущербе, который могут причинить финансовой стабильности усиленные “поиски доходности” со стороны частного сектора, последний продолжал дальнейшее принятие растущего риска. К весне 2007 г. росла обще-

ственная озабоченность относительно, во-первых, структурированных кредитных ценных бумаг, обеспеченных непервоклассными ипотеками, и, во-вторых, мягкости условий предоставления кредитов под приобретение за счет них активов<sup>2</sup>. Однако до середины 2007 г. процентные ставки оставались низкими, а ликвидность - избыточной, поэтому продолжал беспрепятственно расти спрос на структурированные кредитные продукты с рейтингом AAA, которые приносили более высокую по сравнению с обычной доходность (см. рис. 1).

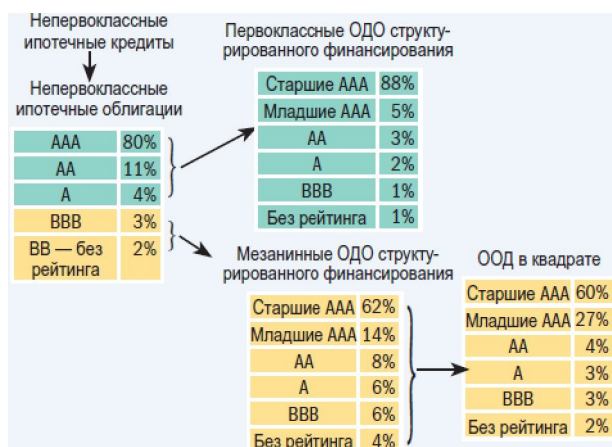


**Рис. 1. Рост эмиссии сложных финансовых продуктов на примере европейских и американских структурированных кредитов**

*Источники.* Inside MBS & ABS; JPMorgan Chase & Co.; Европейский форум по секьюритизации // F&D. 2008. June. P. 10.

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

Другими словами, финансовый механизм трансмиссии кризисных явлений в макроэкономической динамике был во многом связан с формированием целостной системы эмиссии и обращения сложных финансовых инструментов типа структурированных кредитных продуктов. Структурированное финансирование, как правило, связано с агрегированием набора различных базовых рисков (типа рыночного или кредитного) путем объединения инструментов, им подверженных (например, облигаций, кредитов или ценных бумаг, обеспеченных ипотекой). В дальнейшем итоговые потоки денежных средств разделялись на транши, или доли, которые и выплачивались различным держателям. Выплаты из пула держателям этих траншей производились в определенном порядке, начиная со “старших” траншей (наименее рискованных) и далее вниз по различным уровням до младших субординированных траншей (наиболее рискованных) (см. рис. 2).



**Рис. 2. Схема разделения структурированных кредитных продуктов на множество уровней и подуровней**

Источник. Публикации МВФ, Finance & Development. 2008. June. P. 10.

Примечания. ООД - облигация, обеспеченная долговыми обязательствами.

Проценты обозначают доли облигации в соответствующем транше.

Как только часть ожидаемого притока денежных средств переставала поступать в пул (например, в связи с дефолтом по некоторым кредитам), резервы денежного потока иссякали и держатели младших субординированных траншей начинали первыми испытывать дефицит выплат. По мере еще большего сокращения платежей в пул проблемы с выплатами испытывали держатели следующего набора траншей (“мезанинный” транш).

Как правило, самые старшие и старшие транши на вершине структуры капитала строились таким образом, чтобы для них вероятность неполучения обещанных платежей была очень низка в связи с присвоением этим финансовыми инструментам кредитных рейтингов AAA.

До июля 2007 г. к моменту вызревания финансового кризиса в США выпуск продуктов структурированного кредитного финансирования возрастал экспоненциальными темпами. К примеру, 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.<sup>3</sup>

Что же касается органов надзора в данных регионах, то они не располагали достаточной информацией, отсутствовала инфраструктура регулирования эмиссии и обращения сложных финансовых инструментов, которые были изначально предрасположены к наращиванию “финансовых пирамид”.

Другими словами, как и в примере предыдущих кредитных кризисов, причиной возникновения первой серии убытков стало ослабление стандартов кредитования, что не могло предотвратить кредитного ажиотажа. Рост случаев неуплаты в срок ипотечных ссуд в США, особенно на рынке непервоклассных ипотек, привел к генерированию “эффекта домино”, последствия которого стали чрезвычайно разрушительными. Непрозрачность и сложность разрастающегося массива структурированных кредитных продуктов вуалировали местонахождение, размеры и уровень леввериджа позиций, имевшихся у финансовых учреждений (часто даже от них самих).

Такая ситуация, когда рынок сложных структурированных кредитных продуктов подвергся испытанию в период замедления экономической активности, стала первой в истории финансовых инструментов. Спрос на ценные бумаги с рейтингом AAA, приносящие высокий доход, заставлял эмитентов структурированных кредитных продуктов включать в них базовые кредиты все более низкого качества. Подобного рода ценные бумаги с высоким рейтингом и высокой доходностью было нетрудно продавать многим страховым компаниям, пенсионным фондам и другим, более мелким, банкам, разбросанным по всему миру. Другие инвесторы, например, хеджевые фонды и те финансовые институты, которые были готовы принимать на себя больший риск, также рассматривали в качестве их привлекательного

атрибута доходность тех частей этих структурированных ценных бумаг, которые имели более низкие риски.

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<sup>4</sup>. Напротив, они полагали, что в случае необходимости смогут вернуть или продать эти продукты другим участникам рынка, будучи уверенными в том, что рейтинговые агентства надлежащим образом оценивали риски. Сегодня, по прошествии почти 5 лет, стало очевидным, что накануне кризиса на рынке необеспеченных кредитов в США его участники слишком большое значение придавали присваиваемым рейтингам и незначительное - документации по продуктам или независимой проверке лежащих в их основе инструментов.

Другими словами, сложные структурированные продукты пострадали как от ухудшения качества базового залогового обеспечения (в основном непервоклассных ипотек, предоставленных в конце экономического подъема), так и от недостаточного понимания того, как эти структуры будут работать в период экономического спада или после окончания срока действия привлекательно низких процентных ставок, которые изначально были установлены по этим кредитам. Связи между кредитами или другими видами ценных бумаг не проходили достаточного стресс-тестирования в ситуации циклического спада на рынке кредитов, когда эти связи, как правило, усиливаются, или снижения цен на жилье в США в национальном масштабе. 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, которые чаще всего игнорировались инвесторами. Ликвидный риск - риск того, что держатель инструмента может оказаться не в состоянии быстро продать его по текущей цене, а рыночный риск - риск того, что на стоимости ценной бумаги могут сказаться другие рыночные условия типа траектории процентных ставок в более общем плане.

Хотя инвесторы, скорее всего, не вполне осознавали масштабы рисков, которые они принимали (за что они и несут ответственность), в

широком распространении структурированных кредитных продуктов определенную роль сыграла также структура стимулов агентств кредитного рейтинга. Эмитенты структурированных продуктов запрашивали рейтинги для различных траншей риска в рамках конкретной структуры. Если размеры или характеристики различных траншей оказывались неадекватными, чтобы получить рейтинги, необходимые для удовлетворения предполагаемого спроса на эти транши, рейтинговые агентства предлагали структурные изменения (например, повышенный уровень залогового обеспечения), чтобы достичь желаемого. Очевидно, что такое "взаимодействие" между эмитентами структурированных продуктов, которые платили за рейтинги, и рейтинговыми агентствами, которые поставляли их, как минимум, подрывало независимость процесса установления рейтингов.

Более серьезная напряженность возникла тогда, когда обнаружилось, что методы финансирования, которые использовались банками для того, чтобы держать эти неликвидные, с трудом поддающиеся стоимостной оценке структурированные кредитные продукты, страдали серьезными недостатками. Многие из таких продуктов хранились внебалансовыми структурами, которые создавались крупными банками (как правило, компаниями структурированного инвестирования (КСИ) и компаниями-кондуитами), чтобы воспользоваться преимуществами действовавших в отношении них более низких норм капитала. Это позволяло им 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 их непрозрачности: точный размер авуаров этих структур был неясен инвесторам в КБОА, а стратегия финансирования в общем случае не была известна ни широким кругам инвесторов, ни отдельным органам банковского надзора.

Когда доверие стало падать, многие держатели КБОА, обеспеченных неликвидными структурированными кредитными продуктами, обналичили свои авуары, сократили сроки погашения, которые они готовы были принимать, или потре-

бовали более высоких ставок доходности, особенно если они подозревали, что хранимые кредитные продукты были связаны 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, поскольку 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 западных стран оказывали финансовой системе экстренную помощь в пополнении ликвидности, но потребность в ней стала хронической, и центральные банки вынуждены были разрабатывать новые способы ее предоставления. Для того чтобы адаптироваться к продолжавшемуся сокращению ликвидности, ведущие центральные банки, как правило, вносили изменения в свои операции (некоторые - в большей степени, чем другие). 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 в ряде случаев снижение процентных ставок интервенции, кризис углублялся и расширялся. Убытки крупных финансовых учреждений теперь включали не только те, которые относились к непервоклассным ипотечным кредитам в США (т.е. убытки по самим этим кредитам и по связанным с ними структурированным продуктам), но и потери по кредитам с высоким уровнем леввериджа и связанным с ними структурированным продуктам, другим видам

ипотек в США, коммерческой недвижимости и корпоративным кредитам. Это объяснялось тем, что отсутствие кредитной дисциплины в прошлом становилось очевидным по мере ухудшения экономической конъюнктуры в стране. Согласно оценкам МВФ, связанные с США убытки финансовых учреждений всех видов как в США, так и за границей могли составить примерно 945 млрд долл. США<sup>5</sup>. Хотя такие оценки неизбежно сопряжены с ошибками из-за неточности информации о рисках и из-за использования рыночных цен, которые могли завышать стоимость ценных бумаг, исходя из экономических детерминант, они позволяют судить о порядке цифр в оценке потерь от “финансовых пузырей”, в основе которых находились сложные структурированные продукты. В результате этого доверие контрагентов было подорвано и финансовым учреждениям с ослабленными балансами, которым необходимо было привлекать больше капитала и обеспечивать их финансирование, становилось все дороже делать это.

Решение данных проблем остается нелегким делом и через пять лет после глобального финансового кризиса. Это связано с тем, что стимулы, лежавшие в основе инвестиционного поведения на спекулятивных рынках, глубоко укоренились в поведении частного сектора, а мотивационные аспекты субъектов рыночных отношений требуют длительного времени, для того чтобы переориентировать их на иные нормы поведения.

<sup>1</sup> Пилипенко З.А. Шоки и механизмы их распространения в экономических системах // Вопросы экономики и права. 2010. № 11.

<sup>2</sup> Пилипенко О.И. Факторы вызревания глобального финансового шока на американском рынке структурированных кредитных ценных бумаг // Экономические науки. 2011. № 12.

<sup>3</sup> См.: IMF. Financial Stability Report. Washington, 2008.

<sup>4</sup> Пилипенко З.А. Трансграничные финансовые потоки и синхронизация циклов экономического развития зарубежных стран // Экономические науки. 2011. № 1.

<sup>5</sup> IMF. Financial Stability Report. Washington, 2008.

Поступила в редакцию 05.11.2013 г.