

Банковская секьюритизация и мировой финансовый кризис

секьюритизация как фактор, повлиявший
на развитие финансового кризиса 2007–2008 гг.

Аннотация

В статье рассматривается взаимосвязь между макроэкономической политикой, которую проводили монетарные власти США с начала 80-х годов XX века до настоящего времени, и рисками финансовой системы, которые и в итоге привели к кризису. Автор анализирует суть инновационных инструментов и их влияние на развитие кризиса.

Ключевые слова: макроэкономика, процентная ставка, инфляция, дегривативы, секьюритизация, ликвидность, ФРС¹.

Экономическая рецессия 2007–2008 гг. стала завершением периода стабильности, длившегося с 80-х годов XX века. В течение десятилетий американские денежные власти проводили политику, направленную на либерализацию и глобализацию финансовых рынков. Сложилось впечатление, что стабильный экономический рост, сопровождаемый низкими уровнями инфляции и процентных ставок, не зависит более от колебаний деловых циклов. Однако сформировавшаяся экономическая среда имела значительные финансовые дисбалансы.

Под действием макроэкономических факторов значительные изменения претерпела традиционная банковская модель. «Институт банковского кредитования начинает «работать» как генератор перепроизводства. Облегченный доступ к финансовым ресурсам приводит к формированию фиктивного спроса, стимулируя избыточное предложение и генерируя не обеспеченное доходами равновесие – равновесие «в долг» [3]. Если раньше банки предоставляли займы и ипотечные кредиты, отражая

¹ ФРС – сокращение от «финансово-расчетная система» – *прим. ред.*

Архиповская А.В.

аспирантка
экономического
факультета
Государственного
университета –
Высшая школа
экономики,
специалист
отдела договоров
ГК «Росатом»,
г. Москва
simonami003@gmail.com

если раньше банки предоставляли займы и ипотечные кредиты, отражая их на своих балансах, то сегодня они могут перемещать кредитные риски в другие финансовые институты, используя секьюритизацию

их на своих балансах, то сегодня они могут перемещать кредитные риски в другие финансовые институты, используя секьюритизацию. Таким образом, сформировалась теневая банковская система, основанная на различных внебалансовых инструментах.

Всеобщая секьюритизация

Секьюритизация представляет собой способ привлечения финансирования, связанный с выпуском ценных бумаг, обеспеченных активами, которые генерируют стабильные денежные потоки. Так, например, после выдачи займа или покупки корпоративной облигации банк может застраховать свои потери приобретением свопа на дефолт по кредиту (*CDS*). Возможность получения выгоды от кредитных операций с одновременной передачей кредитного риска очень привлекательна для банков и других финансовых посредников, которые для получения адекватной рентабельности капитала вынуждены перегружать баланс заемными средствами, принимая депозиты и/или долговые обязательства. Другой возможностью для банков секьюритизировать риски стали структурные финансовые продукты, представляющие собой ценные бумаги, выпущенные под залог сгруппированных по уровням риска кредитов (ипотечных закладных, займов, корпоративных облигаций, дебиторской задолженности по кредитным картам и т.д.). К примеру, инвестиционный банк покупает портфель ипотечных кредитов у банка и группирует их по уровню риска (надежные или «старшие транши», «мезонинные транши» и «токсичные транши»). Если ему затем удастся выпустить и продать на рынке облигации разной доходности, обеспеченные группами (пулами) кредитов, то банк может полностью избавиться от рисков низкокачественной ипотеки. Наиболее популярный вид структурных продуктов – *CDO* (*Collateralized debt obligation*), или долговое обязательство, обеспеченное залогом (таким, например, как облигации, кредиты, ипотечные ссуды). *CDO* позволяют структурировать долговые обязательства по уровням риска и доходности и делать их более безопасными и привлекательными для инвесторов. Основной недостаток секьюритизации состоит в том, что перемещение кредитного риска отдаляет заемщика от кредитора. Благодаря появлению

финансовых инноваций возникла проблема снижения уровня ответственности, или форма отрицательной экстерналии: в погоне за прибылью финансовые институты накапливают риски, негативные последствия от которых испытывает общество в целом.

Популярность структурных продуктов

Популярности структурных инвестиционных инструментов во многом содействовала политика, проводимая регулирующими органами, и недобросовестное поведение рейтинговых агентств.

Основной причиной создания *CDS* было стремление банков уйти от кредитных рисков, которые ограничивали их деятельность из-за существования норматива достаточности капитала. Согласно международному соглашению Базель II, капитал банка должен быть не менее 8% от величины активов, что эквивалентно кредитному рычагу 12,5:1. Кроме того, выданные кредиты или купленные облигации обязывают банк резервировать часть средств на возможные потери.

Идея создания *CDS* заключалась в том, что, перекладывая риски на другое лицо, можно высвободить резервы и продолжать наращивать масштабы деятельности. Сторона, страхующая банк, берет на себя риск дефолта заемщика или эмитента облигаций за небольшую плату, при этом обязательства по выплате компенсации ущерба от дефолта не отражаются на ее балансе. Таким образом, обе стороны не получают ограничений по масштабу своей дальнейшей деятельности.

Регулирующие органы не смогли должным образом оценить риски, возникшие в банковской сфере. Как выяснилось позже, кредитный рычаг банков в разгар кризиса составлял значительно больше, чем 12,5:1. Банкротство банка *Lehman Brothers* – активного игрока *CDS* – и убытки финансового гиганта *Citi*, норматив достаточности которого снизился до 1,5%, обратили, наконец, на эту ситуацию внимание правительств США и Европы.

Инвестирование в структурные продукты получило популярность у пенсионных фондов – наиболее консервативных институциональных инвесторов. Если раньше регулирующие органы позволяли им приобретать только ценные бумаги с фиксированной доходностью риск-класса AAA, то с появлением

***основной недостаток
секьюритизации
состоит в том,
что перемещение
кредитного риска
отдаляет заемщика
от кредитора***

секьюритизации пенсионные фонды, как и другие инвесторы, получили возможность инвестировать в транши обеспеченных ценных бумаг с аналогичным уровнем риска.

Риски и проблемы

Таким образом, политика монетарных властей и регулирующих органов, нацеленная на создание благоприятных условий для развития финансовых рынков, в итоге обернулась возможностью для некоторых участников рыночных отношений расширить масштабы своей деятельности, закрывая глаза на связанные с этой деятельностью риски. Так, эмитенты закладных не принимали на себя риск дефолта, банки обходили нормативы достаточности собственного капитала, а рейтинговые агентства отказывались быть ответственными за анализ первичных данных.

Проблемой, связанной с использованием структурных продуктов и усложнившей финансовое положение многих банков, стала плохая сбалансированность активов и пассивов по срочности.

Принимая во внимание интерес инвесторов к краткосрочным активам, банки создали инструменты, сократившие срок погашения долгосрочных структурных продуктов. Инвестируя средства в неликвидные активы с длительным сроком погашения (например, ипотечные кредиты), банки выпускали краткосрочные бумаги, обеспеченные этими активами. Очевидно, что подобная стратегия использования внебалансовых инструментов несет в себе высокий риск ликвидности.

Проблема несбалансированности проявилась также при финансировании банками своих активов краткосрочными сделками типа РЕПО. В 2007 году доля операций РЕПО «овернайт» составила 25% всех активов банков США по сравнению с 12,5% в 2000 году. Таким образом, используя краткосрочные инструменты привлечения средств, банки усиливают риск ликвидности: в случае снижения стоимости активов, они будут вынуждены искать альтернативные источники реинвестирования фондов.

Заключение

За последние десятилетия в экономиках как развитых, так и развивающихся стран произошли значи-

***...в погоне за прибылью
финансовые
институты
накапливают
риски, негативные
последствия
от которых
испытывает
общество в целом***

тельные изменения. Сокращение государственного вмешательства в экономическую политику, либерализация финансовых рынков, активная приватизация государственной собственности совпали с развитием новых информационных технологий, появлением инновационных финансовых продуктов.

Стратегия максимизации прибыли финансовыми институтами путем использования кредитного плеча и осознанного принятия рисков в отношении структуры срочности стала классической. Однако нынешний кризис позволил по-новому взглянуть на возможные последствия использования этой стратегии. Благодаря популярности секьюритизации, снижению ответственности со стороны регуляторов, финансовых институтов, рейтинговых агентств и невозможности адекватно оценить возросшие риски, кризис распространился по всей финансовой системе.

По мнению некоторых экспертов, восстановление доверия к финансовым рынкам возможно в том случае, если правительства возьмут на себя более строгое регулирование финансовых учреждений, финансовых продуктов и движения капитала. Однако представляется также интересной точка зрения небольшого круга специалистов, которые рассматривают кризис с позиции недостаточности общей теории рынка. Они исходят из того, что нынешний кризис свидетельствует об «интеллектуальном банкротстве» теории динамического общего равновесия, при этом утверждая, что кейнсианство не является решением существующих проблем.

Как бы то ни было, эксперты сходятся во мнении, что необходимо формирование новой модели экономики, в основе которой будут лежать иные принципы, основанные, в первую очередь, на прозрачности стимулов контрагентов, уменьшении поля для конфликта интересов, а также на безопасности и стабильности финансовых рынков.

Литература

1. Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы. – М.: СКОЛКОВО, 2008.
2. Здоровин В.В. Хедж-фонды. Инвестиционная деятельность и оценка ее эффективности. – М.: ИД ГУ ВШЭ.

***...эмитенты
закладных
не принимали на себя
риск дефолта, банки
обходили нормативы
достаточности
собственного
капитала,
а рейтинговые
агентства
отказывались быть
ответственными
за анализ первичных
данных***

**...используя
краткосрочные
инструменты
привлечения средств,
банки усиливают
риск ликвидности...**

3. Рубинштейн А.Я. Некоторые теоретические соображения о природе нынешнего кризиса // Журнал новой экономической ассоциации. – М.: Ин-т экономики РАН, 2009. – №1-2.
4. Brunnermeier M. Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08 // Journal of Economic Perspectives. 2009. Vol. 23(1).
5. Crouhy M.G., Jarrow R.A., Turnbull S.M. The Subprime credit crisis of 07 // SSRN. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467 (дата обращения: 11.02.2010).
6. Improving Counterparty Risk Management Practices // Counterparty Risk Management Policy Group. 1999. June. URL: <http://financialservices.house.gov/banking/62499crm.pdf> (дата обращения: 17.01.2010).
7. Michael Mah-Hui Lim. Old wine in new bottles: subprime mortgage crisis – causes and consequences // Journal of Applied Research in Accounting and Finance. 2008. Vol. 3(1).
8. Minsky H. Securitization // Policy Note. 2008. Vol. 2.
9. Tobias A., Hyun S. Liquidity and financial cycles // IMF. URL: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2008/fincycl/pdf/adsh.pdf> (дата обращения: 17.01.2010).

pn

Arkhipovskaya A.V.

Postgraduate Student, Department of Economics State University – Higher School of Economics, Specialist of Contract Department, Rosatom SC, Moscow

Securitisation as a Factor Which Influenced the Development of the Financial Crisis of 2007–2008

Abstract

The article examines the correlation between macroeconomic policies pursued by the monetary authorities in the USA since the early 80-ies of the XX century to the present time, and risks of the financial system, which eventually led to the crisis. The author analyzes the essence of innovative tools and their impact on the development of the crisis.

Keywords: macroeconomics, interest rate, inflation, derivatives, securitization, liquidity, financial accounting system