

Идеальная буря

Мнение Оливье Бланшара о фундаментальных причинах кризиса

Ведущий экономист МВФ в своей ноябрьской лекции представил объяснение того, как кризис, начавшийся на рынке обеспеченных ипотеками ценных бумаг, перерос в сильнейший спад с 1930-х годов.

В ТЕЧЕНИЕ некоторого времени после начала финансового кризиса его влияние на экономическую активность в реальном секторе представлялось ограниченным, но это положение сохранилось недолго. Во второй половине 2007 года уже стали наблюдаться последствия снижения цен на жилье, падения фондовых цен — что сначала было спровоцировано падением фондовой стоимости финансовых учреждений, — повышения премий за риск и рационализации кредита. Однако осенью 2008 года эти эффекты неожиданно стали значительно более заметными. Опасения, что финансовый кризис усугубляется и что он может привести к новой Великой депрессии, вызывали резкое падение фондовых цен и радикальное падение доверия со стороны потребителей и корпораций во всем мире.

Это произошло в результате накопления в предшествующий благоприятный период фундаментальных условий, которые способ-

ствовали формированию кризиса, а также запуска усиливавших механизмов, качественно обостривших его последствия.

Бланшар выделил два взаимосвязанных, но различных механизма: во-первых, продажу активов для восполнения изымаемой инвесторами ликвидности и, во-вторых, продажу активов для восстановления коэффициентов достаточности капитала. В совокупности с исходными условиями эти механизмы способствовали образованию сильнейшего глобального спада за период с 1930-х годов.

Четыре начальных условия

Спусковым механизмом для кризиса послужило снижение цен на жилье в США. Однако начальные убытки вследствие кризиса на рынке непервоклассных ипотек были не столь велики в сравнении с такими показателями, как капитализация фондового рынка США, и оказались практически незаметными относительно последовавших падений цен на мировых фондовых рынках (см. рисунок). Однако с течением лет создались условия для намного более масштабного кризиса. Бланшар назвал четыре сложившихся предварительных условия: недооценка риска, содержащегося в новых выпускавшихся

активах; непрозрачность производных ценных бумаг на балансах финансовых учреждений; взаимосвязанность финансовых учреждений в пределах отдельных стран и между странами; высокие коэффициенты использования заемных средств в финансовой системе в целом.

Имело место создание, покупка и продажа активов, которые представлялись намного менее рискованными, чем они были на самом деле. В рамках ожиданий стабильных или растущих цен на жилье большинство непервоклассных ипотек представлялись относительно безрисковыми: стоимость ипотеки могла быть значительной относительно стоимости дома, но этот дисбаланс постепенно уменьшался с течением времени по мере роста цен. В ретроспективе становится понятно, что недостатком этого подхода была сама его предпосылка — если цены на жилье фактически бы снизились, стоимость многих ипотек превысила бы цену домов, что привело бы к дефолтам и принудительным выселениям должников. Почему люди, получавшие такие ипотеки, и учреждения, их выдававшие, так сильно недооценивали истинный риск? Этому давалось множество объяснений, и называлось множество потенциальных виновников. Каждое из этих объяснений содержит зерно истины, но только зерно.

По мнению Бланшара, фундаментальное объяснение является более общим. Урок истории заключается в том, что благоприятные экономические условия ведут к кредитным бумагам и созданию маргинальных активов и выдаче маргинальных ссуд. Заемщики и кредиторы наблюдают складывающееся в последнее время распределение прибыли и заряжаются оптимизмом, начинают слишком оптимистично оценивать будущие прибыли. Ситуация в 2000-х годах была благоприятной в большей части мира, где отмечался устойчивый рост и низкие процентные ставки. И, в частности, если рассмотреть цены на жилье в США, заемщики и кредиторы могли бы указать на то, что эти цены повышались каждый год с 1991 года, даже во время спада 2001 года.

Секьюритизация вела к появлению на балансах финансовых учреждений сложных и трудных для оценки активов. Секьюритизация началась значительно раньше, но стала особенно масштабной в последнее десятилетие. В середине 2008 года более 60 процентов всех ипотек в США были секьюритизованы — они объединялись в пулы для создания обеспеченных ипотеками ценных бумаг, — а потоки доходов от этих ценных бумаг разделялись («траншировались») для предложения более рискованных потоков одним инвесторам и менее рискованных другим.

Почему секьюритизация начала резко развиваться именно таким образом? Потому что она была и остается принципиальным механизмом совершенствования распределения риска и является фундаментально здоровым образованием. В самом деле,

если рассматривать ситуацию в различных странах до кризиса, многие (включая Бланшара) делали заключение, что экономика США более легко переживет снижение цен на жилье, чем большинство других стран, поскольку амортизатором потрясения будет более широкий круг инвесторов, вместо того чтобы оно пришлось лишь на несколько финансовых учреждений, а потому его будет намного легче компенсировать. Этот аргумент не учитывал два аспекта, которые оказались значимыми. Первый заключался в том, что со сложностью инструментов пришла и их непрозрачность. В то время как стоимость простых пулов ипотек оценить было просто, оценка стоимости производных траншированных ценных бумаг представляла собой более сложную задачу, а еще сложнее было оценить стоимость ценных бумаг, которые представляли собой производные инструменты, построенные на базе отдельных частей траншированных производных ценных бумаг. Таким образом, обеспокоенность состоянием исходных ипотек преобразовалась в высокую степень неопределенности относительно стоимости производных ценных бумаг. И в этих условиях тот факт, что держателями ценных бумаг выступал широкий круг финансовых учреждений, означал, что эта значительная неопределенность сказывалась на балансах большого числа экономических субъектов в стране.

Секьюритизация и глобализация вела к растущей взаимосвязанности финансовых учреждений в пределах отдельных стран и между странами. Одним из фактов, обнаружившихся на раннем этапе кризиса, была значительная величина открытых позиций некоторых региональных немецких банков на рынке непервоклассных ипотек в США. Однако реальность оказалась намного богаче этого одного примера. Внешние требования банков пяти крупнейших стран с развитой экономикой увеличились с 6,3 триллиона долларов в 2000 году до 22 триллионов долларов к июню 2008 года. В середине 2008 года требования этих банков только к странам с формирующимся рынком превысили 4 триллиона долларов. Подумайте, к чему это могло бы привести, если по той или иной причине эти банки решили бы сократить свои внешние позиции, как это происходит сейчас.

В финансовой системе повысился коэффициент использования заемных средств. Последним ключевым исходным условием было повышение левериджа. Финансовые учреждения финансировали свои портфели, используя все меньше и меньше капитала, тем самым увеличивая норму прибыли на этот капитал. Каковы были фундаментальные основания для этого? Безусловно, свою роль сыграли оптимизм и недооценка риска. Другим важным фактором было количество лазеек в нормах регулирования. Банки имели возможность снизить свои нормы достаточности капитала за счет перевода активов за баланс в так называемые компании структурированных инвестиций. В 2006 году стоимость забалансовых активов «Сити-груп» в размере 2,1 триллиона долларов превысила стоимость ее активов на балансе, составившую 1,8 триллиона долларов. Эта проблема распространилась далеко за пределы только банковской сферы. Например, на конец 2006 года узкоспециализированные страховщики, которые занимались страхованием от конкретного вида риска, например от дефолта по муниципальным облигациям, и действовали за пределами периметра регулирования, имели капитал в размере 34 миллиардов долларов, который должен был покрывать страховые требования по активам в размере более 3 триллионов долларов.

Последствия высокого левериджа для кризиса были очевидными. Если по какой-либо причине стоимость активов становится ниже или более неопределенной, то чем выше леверидж, тем больше вероятность того, что капитал будет полностью размыт и учреждения станут неплатежеспособными. Именно это и произошло.

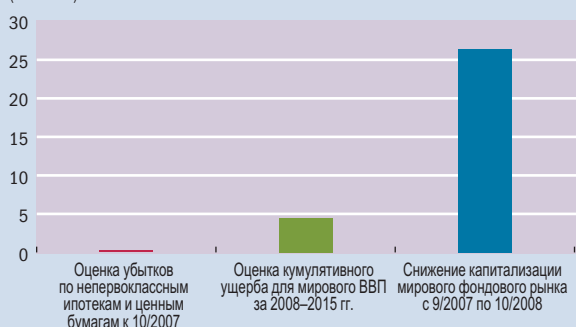
Механизмы усиления кризиса

Более крупный кризис является результатом действия двух механизмов, усиливающих исходный кризис: неспособность неко-

Углубление кризиса

Убытки по непервоклассным ипотекам были небольшими по сравнению с последующими спадами на фондовом рынке.

(1960=100)



Источники: МВФ, *Global Financial Stability Report* и «Перспективы развития мировой экономики (обновление и оценки за ноябрь)»; Всемирная федерация бирж. Оценки по состоянию на ноябрь 2008 года.

торых банков обеспечить свое финансирование и последствия норм достаточности капитала для банков.

Первый усиливающий механизм представляет собой современную версию массового изъятия средств из банков. В традиционных случаях массового изъятия средств в период Великой депрессии вкладчики снимали свои деньги со счетов в банках. С тех пор произошло два изменения. Во-первых, в большинстве стран вкладчики по большей части застрахованы, а потому у них мало стимулов в массовом порядке изымать свои средства из банка. Кроме того, банки и другие финансовые учреждения финансируются главным образом на денежных рынках за счет краткосрочного «оптового финансирования».

Поэтому современные массовые изъятия не являются буквально изъятием средств. Фактически, просто учреждения, которые считаются рискованными, оказываются не в состоянии привлечь на денежных рынках средства для финансирования своей деятельности. Результат оказывается тем же, как и в случае прошлых массовых изъятий вкладов, — столкнувшись со снижением своей способности к привлечению заемных средств, учреждения оказываются вынужденными продавать активы. Если это явление приобретает макроэкономические масштабы, может оказаться, что есть слишком мало очень богатых инвесторов, готовых покупать активы. Если, кроме того, внешним инвесторам сложно оценить стоимость предлагаемых к продаже активов, активы в большинстве случаев будут продаваться по «пожарным ценам», то есть по ценам, которые ниже ожидаемой дисконтированной стоимости будущих платежей по активам. Это, в свою очередь, ведет к тому, что продажа активов одним учреждением обуславливает снижение стоимости всех аналогичных активов, не только на балансе продавца, но и на балансах всех учреждений, которые являются держателями таких активов. Это вызывает уменьшение их капитала, заставляя и их продавать свои активы, и так далее.

Начинает работать усиливающий механизм, и нетрудно увидеть, как величина усиления зависит от исходных условий: чем более непрозрачными, а потому и сложными для оценки, являются активы, тем большим будет увеличение неопределенности, обуславливая большее повышение ощущаемого риска неплатежеспособности и потому увеличивая вероятность изъятия средств. По тем же причинам будет сложнее найти внешних инвесторов, готовых приобрести эти активы, а «пожарная скидка» с их стоимости при продаже будет больше. Когда секьюритизация ведет к расширению открытых позиций по таким активам на более широкий круг учреждений, большее число учреждений оказываются подвержены риску изъятия средств финансирования. И, наконец, если выше леверидж учреждений, то есть у них с самого начала меньше собственного капитала относительно активов, оказывается больше вероятность неплатежеспособности, что снова повышает вероятность изъятия у них средств финансирования. Как показала практика, все эти факторы весьма очевидным образом присутствовали в начале кризиса, и именно этим объясняется особая мощь, с которой проявился описанный усиливающий механизм.

Второй усиливающий механизм обусловлен тем, что финансовые учреждения должны поддерживать надлежащие коэффициенты достаточности капитала. Сталкиваясь со снижени-

ем стоимости своих активов, а следовательно, и с уменьшением своего капитала, финансовые учреждения оказываются вынуждены повысить свои коэффициенты достаточности капитала либо для удовлетворения требований регулирующих органов, либо для того, чтобы показать инвесторам, что они принимают

меры по снижению риска неплатежеспособности. В принципе здесь у них есть выбор. Они могут либо привлечь дополнительные средства у внешних инвесторов, либо снизить леверидж, уменьшив размеры своих балансов путем продажи части своих активов или уменьшения кредитной деятельности. В условиях макроэкономического кризиса найти дополнительный частный капитал обычно сложно по указанным выше причинам: может не быть достаточного количества богатых инвесторов, готовых предоставить средства. А если активы, принадлежащие финансовым учреждениям, сложно оценить, инвесторы будут несклонны помещать свои средства в учреждения, имеющие подобные активы. В такой ситуации единственным вариантом для таких учреждений будет продать часть своих активов. Тогда начинает действовать описанный выше механизм: продажа активов ведет к установлению «пожарных цен», сказываясь на балансах всех учреждений-держателей

таких активов, вызывая необходимость дальнейших продаж и так далее. И снова непрозрачность, взаимосвязанность и леверидж — все эти факторы ведут к еще большему усиливающему эффекту.

Описанные два механизма являются различными. Теоретически, изъятие средств финансирования может иметь место и без первоначального снижения стоимости активов. Это известное положение о множестве равновесий: если финансирование останавливается, требуется пожарная ликвидация активов по сильно сниженным ценам, что затем можно использовать в оправдание исходного прекращения финансирования. Однако вероятность изъятия финансирования повышается, когда имеются более значительные сомнения в отношении стоимости активов. Теоретически фирмы могут стремиться к принятию мер по восстановлению своего коэффициента достаточности капитала, даже если они не сталкиваются с проблемами финансирования в краткосрочном плане и им не угрожает изъятие средств финансирования.

Однако эти два механизма взаимодействуют по многим направлениям. Финансовое учреждение, подверженное опасности изъятия средств финансирования, может, вместо продажи своих активов, сократить кредит другому финансовому учреждению, которое, в свою очередь, окажется вынуждено продавать активы. Одним из каналов, по которому кризис распространялся из стран с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком, было сокращение кредитных линий финансовыми учреждениями в развитых странах своим иностранным филиалам, которые, вследствие этого, были вынуждены или продавать активы, или сокращать кредит заемщикам в своих странах.

Итак, недооценка риска, непрозрачность, взаимосвязанность и высокий леверидж — все эти факторы объединились и создали идеальную (финансовую) бурю. За время, прошедшее после этой лекции Бланшара, к описанным усиливающим механизмам добавились и другие, превратив финансовые вихри в еще более мощную макроэкономическую бурю. ■

«Современные массовые изъятия не являются буквально изъятием средств — просто учреждения, которые считаются рискованными, оказываются не в состоянии привлечь на денежных рынках средства для финансирования своей деятельности».