

## 10. БИЗНЕС-РЕИНЖИНИРИНГ

### 10.1. АНАЛИЗ УСЛОВИЙ И ПРИЧИН ИПОТЕЧНОГО КРИЗИСА В США

Бадырханов А.М., аспирант

*Всероссийская государственная налоговая академия Минфина РФ*

Данная статья посвящена ипотечному кризису в США, в ней рассматриваются причины возникновения кризиса ликвидности, выделяются этапы его развития вплоть до настоящего момента. Автор определяет основные финансовые характеристики данного кризиса, позволяющие оценить его последствия для экономики США и мирового сообщества.

Кризис ликвидности в США связан с событиями, происходящими на одном из сегментов рынка ипотечного кредитования – нестандартного кредитования («subprime market»). Данный сегмент обслуживает клиентов, которые не могут получить стандартные ипотечные кредиты в основном по причине своей низкой надежности при оценке рисков по возврату кредитных средств. Как правило, группа ненадежных заемщиков характеризуется наличием просрочек платежа по ранее взятым кредитам, прохождением в прошлом процедуры банкротства, отсутствием документов, подтверждающих доход. В 2006 г. нестандартные кредиты составили 20% от всего объема выданных кредитов, в то время как в 2002 г. – только 6%. Наибольшее распространение среди нестандартных кредитов в США получили кредиты с плавающей процентной ставкой, корректируемой каждый год, начиная с третьего. Большинство кредиторов, работающих на нестандартном рынке, осуществляют кредитование с последующей продажей кредитов инвесторам, практически не имея собственных средств, а привлекая краткосрочные банковские кредиты. При этом снижение контроля за соблюдением классических принципов кредитования, таких как срочность, платность, возвратность и обеспеченность (гарантированность), сочеталось с необоснованным ростом цен на жилую недвижимость. В 2001-2005 гг. во многих частях страны наблюдался быстрый рост цен на недвижимость, вызванный низкими процентными ставками по кредитам, «мягким» подходом кредиторов к оценке платежеспособности заемщиков и высокой склонностью домохозяйств к приобретению жилья в собственность. В этот период в два раза выросли объемы строительства домов (по сравнению с 1990-1995 гг.), под залог имеющегося жилья американцы взяли кредитов на 750 млрд. долл. (в 2005 г.) [2]. В ситуации роста цен на недвижимость заемщики получали доход за счет многократного закладывания одной и той же квартиры и после переоценки получали кредит на большие суммы, тем самым могли погашать ранее взятый кредит [3]. В 2005 г. начинается падение цен на рынке жилой недвижимости, что существенно осложняет рынок ипотечного кредитования, так как незадолго до этого было выдано значительное число кредитов неблагонадежным заемщикам по более дорогим ценам на жилую недвижимость, падение же цен в данном сегменте рынка стало важным аргументом для непогашения в срок задолженности по ним. Следует отметить, что существенная часть креди-

тов выдавалась с минимальным первоначальным взносом, таким образом, размер кредита достигал практически 100% от стоимости жилья. По оценкам рейтингового центра Standard&Poor's, падение цен на сегодняшний день достигло порядка 20%. В результате невыплаты кредитов рынок еще более насыщается объектами недвижимости, что приводит к еще большему падению цен на них, при этом ужесточаются условия кредитования. Это стало первой причиной кризиса ликвидности, по нашему мнению.

Второй причиной стало изменение в используемых на рынке ипотечного кредитования инструментах конкурентной борьбы: вместо снижения ставок по кредитам компании стали упрощать условия их предоставления. Снижение ставок способствовало бы привлечению клиентов, которые могли взять и стандартные ипотечные кредиты, что способно укрепить портфель компаний нестандартного кредитования, но это существенно и снизило доходность таких кредитов, поэтому ставки по кредитам были увеличены. В результате кредитный портфель стал более рискованным, так как доля ненадежных заемщиков увеличилась. Помимо этого, усиление конкуренции привело к сокращению спреда между доходностью и рискованностью, что привело к недооцениванию кредитного риска, это стало третьей причиной кризиса.

В кризисе ликвидности, отмечаемом в настоящее время в США, можно выделить несколько этапов.

#### Этап 1

В 2005 г. отмечается начало кризиса ликвидности. В октябре этого года средняя стоимость по нестандартным ипотечным кредитам выросла сразу на 2,25%, что значительно при ставке по стандартным ипотечным кредитам в докризисном состоянии для 30-летнего кредита в 5,34% и 15-летнего – 4,84% [5]. В ноябре существенно ужесточаются условия по выдаче нестандартных кредитов и происходит переоценка возможностей нестандартных заемщиков в погашении ипотечных кредитов. Следует отметить, что в США рынок ипотечного кредитования и сам по себе переживает определенные трудности, так как, по оценкам ведущих ипотечных компаний США «Фредди Мак» и «Фанни Мэй», в стране нет так называемого жилищного кризиса, то есть население довольно обеспечено жильем, в отличие от Российской Федерации. В связи с этим рост ипотечных ставок привел к снижению спроса на кредиты.

#### Этап 2

В январе 2006 г. некоторые компании, осуществлявшие кредитование нестандартных ипотечных ссуд, заявили о своем банкротстве или закрытии в связи с убытками, вызванными дефолтами по кредитам и требованиями инвесторов о выкупе таких кредитов. В феврале 2007 г. подобные кредиты уже оценивались в 60% от своей номинальной стоимости. В марте этого же года крупнейший нестандартный кредитор Countrywide объявил, что просроченными на срок более 30 дней является почти 20% кредитов. Далее в течение всего 2007 г. отмечается падение котировок акций различных компаний нестандартного ипотечного кредитования и рост доли просроченных кредитов в их общем количестве. Конец второго этапа завершается тем, что президент рейтинговой компании Standard&Poor's подает в отстав-

ку из-за ошибок рейтинговой компании в оценке рисков, связанных с нестандартными кредитами. Рейтинги ценных бумаг, обеспеченных нестандартными кредитами, были снижены только после того, как рыночная стоимость ценных бумаг упала реально вдвое.

### **Этап 3**

Данный этап связан со значительным ухудшением ведущих компаний ипотечного кредитования в США, таких как «Фредди Мак» и «Фанни Мэй». Данные компании были учреждены Конгрессом США для поддержки жилищного рынка, то есть рассматривались как государственные агентства, что позволяло им получать кредиты на более выгодных условиях, хотя по сути они являются стандартными коммерческими структурами. На долю лидеров ипотечного рынка в США приходится порядка 20% всех кредитов. В сентябре 2007 г. компания «Фредди Мак» объявила о сокращении прибыли во втором квартале 2007 г. на 45% по сравнению с аналогичным периодом 2006 г., что свидетельствовало о влиянии падения ликвидности нестандартных ипотечных кредитов даже на компании, поддерживаемые правительством США. Следует отметить, что данные компании не участвовали напрямую на рынке нестандартного ипотечного кредитования, однако операции компании пострадали от общего кризиса, охватившего рынок жилой недвижимости США. Рост просроченных платежей, достигающий 40% рынка ипотечного кредитования США (20% нестандартных кредитов и 20% кредитов, выданных «Фанни Мэй» и «Фредди Мак»), и дефолт ипотечных заемщиков привел к делистингу акций крупнейших компаний США на Нью-Йоркской фондовой бирже. Как следствие, это спровоцировало масштабное падение фондовых индексов в США. Таким образом, невозврат кредитов по нестандартным ссудам оказал влияние и на компании, не практикующие кредитование данной группы заемщиков. Президент США предложил в качестве меры по спасению рынка ипотечного кредитования в частности и экономики США в целом заморозить ставки по ипотечным кредитам на пять лет, для того чтобы дать возможность погашать заемщикам ипотечные кредиты. Однако, по мнению автора, эффект от данной меры сомнителен. Замораживание ставок не гарантирует их приемлемость для заемщиков, это во-первых. Во-вторых, в США отмечается увеличение уровня безработицы, что является следствием кризиса, но это же означает и сокращение доходов заемщиков – в США большая часть недвижимости приобреталась с использованием ипотечных схем, как уже отмечалось нами ранее, размер кредита достигал практически 100% от стоимости объекта недвижимости. Помимо этого, Дж. Буш оговорил ряд ограничений по праву воспользоваться замороженным уровнем процентной ставки, что вызвало негативную реакцию на его предложение, так как данные перемены коснутся только 240 тыс. высокорискованных кредитов, хотя таких кредитов выдано 2,9 миллиона.

### **Этап 4**

На данном этапе влияние американского ипотечного кризиса на мировое сообщество становится слишком сильным. Начинается данный этап, по мнению автора, со второй половины 2007 г., когда вопреки заверениям экспертов кризис распространяется на Германию (21 августа). В сентябре 2007 г. Британский ипотечный

банк Northern Rock получил финансовые вливания в размере 25 млрд. евро от английского центрального банка для поддержания ликвидности. В ноябре 2007 г. крупнейший банк Европы – британский HSBN – вынужден списать 3,4 млрд. долл. убытков. Банк земли Баден-Вюртемберг (LBBW) имеет 800 млн. евро задолженности. В феврале 2008 г. Центральный Банк РФ признает, что ипотечный кризис в США распространил свое влияние и на российский рынок.

В начале сентября министр финансов США объявил о переводе «Фредди Мак» и «Фанни Мэй» на прямое государственное управление, которое осуществляет федеральное Агентство по финансированию жилья (FHFA). Фирмы останутся под руководством FHFA до тех пор, пока ситуация на рынке не стабилизируется. Ожидается, что подобная мера предотвратит возникновение паники среди инвесторов. Правительство США готово оказывать финансовую помощь «Фредди Мак» и «Фанни Мэй» вплоть до декабря 2009 г., если это будет необходимо [7]. Следует заметить, что по состоянию на 1 января 2008 г. РФ вложила 100,8 млрд. долл. в облигации «Фредди Мак» и «Фанни Мэй», что составляет порядка 20% российской казны.

Следует отметить, что дефолт США невыгоден и мировому сообществу. Основная причина этого кроется в том, что многие государства переводили свои сбережения в государственные облигации США, котировки которых могут существенно снизиться в результате возникновения кассового разрыва в стране, а он уже спровоцирован тратой государственных средств на выход из кризиса. В сентябре 2008 г. в США был принят «план Полсона», предполагающий скорую финансовую помощь в размере 700 млрд. долл. Конгресс выделяет 250 млрд. долл. на выкуп «плохих» ценных бумаг, порядка 100 млрд. долл. по решению президента могут быть направлены на выкуп облигаций. Остальные же средства могут быть потрачены на поддержание экономики США только по решению Конгресса [4].

Но не только экономика США получает вливания государственных финансовых ресурсов. РФ, Франция, Германия, Великобритания и другие страны уже предпринимают ряд действий по спасению своих финансовых систем.

В сентябре несколько европейских и японских банков получили экстренную поддержку со стороны правительств. Европа в общей сложности за неделю влила в банковскую систему порядка 50 млрд. евро, Япония добавила 2 трлн. иен (19 млрд. долл.) [8].

При анализе причин глобализации финансового кризиса, можно выделить основную – перенос кредитного риска на кредитные свопы.

Основной смысл использования кредитных деривативов – перенос кредитного риска с кредитора на стороннего инвестора или группу инвесторов. Например, если банк выдал кредит заемщику и хочет захеджировать риск невозврата, он может при помощи кредитных деривативов получить у третьей стороны гарантию платежа всей суммы кредита в случае банкротства заемщика. В этом случае банк перекладывает риск невозврата на третью сторону, которая будет платить, если заемщик не вернет кредит. При этом у самого банка риск невозврата по данному кредиту пропадает, и он может не беспокоиться о последующем ухудшении финансового состояния заемщика. В свою очередь, покупатель кредитного риска, то есть гарант по кредиту, может заключить аналогичный контракт с другим инвестором, пере-

дав риск дальше. Такая цепочка может насчитывать не один десяток рыночных игроков.

В целом кредитные деривативы можно определить как двусторонние контракты, в соответствии с которыми одна из сторон (продавец) обязуется выплатить другой (покупателю) заранее оговоренную сумму в случае наступления так называемого кредитного события, то есть неплатежеспособности третьей стороны.

По своей сути кредитный дериватив очень похож на обычный договор страхования. Главное и самое существенное отличие состоит в том, что покупатель кредитного дериватива, в отличие от страхователя, не обладает правами собственности на страхуемое имущество, в данном случае – правами требования по кредиту. Более того, третья сторона, на чьи активы заключается деривативный контракт, чаще всего вообще не знает о его существовании.

Таким образом, в самом простом виде кредитный дериватив – это пари на дефолт какой угодно корпорации. Продавец кредитного дериватива может быть никак не связан с этой корпорацией, но при этом он привлекает деньги под обещание выплатить определенную сумму в случае возникновения у нее проблем. В итоге продажа кредитных деривативов превращается в самый легкий способ быстрого заработка для множества финансовых институтов, причем в большинстве случаев без последующих гарантийных платежей, поскольку «кредитные события» наступают не так часто.

Простота деривативных контрактов, возможность быстрого привлечения денежных средств, отсутствие государственного регулирования и стандартизации, высокая ликвидность способствовали широкому распространению кредитных деривативов во всем мире.

По данным Bank of International Settlements, по состоянию на 1 июля 2007 г. номинальный объем рынка кредитных деривативов составил 51 трлн. долл., причем 88% пришлось на долю кредитных свопов. Как уже было сказано выше, кредитные деривативы торгуются только на внебиржевом рынке, при этом около 40% всего рыночного оборота сосредоточено в Лондоне. Основными участниками рынка кредитных деривативов являются банки, страховые компании, хедж-фонды, пенсионные фонды. Крупнейшие брокеры – Creditex, Tullett-Prebon, GFI Group и ICAP.

Поскольку основной объем рынка кредитных деривативов приходится на кредитный своп, рассмотрим его более подробно.

Кредитный своп, своп кредитного дефолта, credit default swap, или **CDS**, как мы его будем называть дальше, – это двусторонний контракт, в соответствии с которым кредитный риск отделяется от своего субъекта и становится самостоятельным торгуемым товаром.

Принцип **CDS** состоит в том, что покупатель и продавец контракта по сути заключают пари на финансовую устойчивость третьей стороны, как правило, никак не связанной с контрагентами по сделке и не знающей о ее заключении. Другими словами, банк, выдавший кредит, продает риск по этому кредиту путем покупки **CDS**, при этом продолжая получать проценты по кредиту. В результате для банка кредитного риска больше нет, его платежи гарантированы вне зависимости от финансового положения заемщика.

Стоимость **CDS** зависит от следующих факторов:

- кредитного качества предмета контракта (вероятность дефолта и ожидаемая глубина дефолта);

- волатильности кредитного качества;
- срока контракта;
- финансовой устойчивости продавца **CDS**;
- вероятности одновременного дефолта продавца **CDS** и предмета контракта;
- способа расчета (денежный или физический).

Основной принцип оценки **CDS** заключается в том, что сумма дисконтированных периодических платежей (премии) должна быть равна дисконтированной выплате в случае дефолта. Из этого соотношения рассчитывается премия по **CDS**. Для годового контракта (считаем, что номинал контракта равен 1):

$$CDS_{premium} = p(1 - RR) / (1 + r),$$

где

**p** – вероятность дефолта;

**RR** – стоимость обязательства после дефолта, % от номинала;

**r** – ставка дисконтирования [6].

Таким образом, одним из ключевых факторов является вычисление вероятности дефолта, что обеспечивается информационной базой рейтинговых агентств, которые, как мы отмечали ранее, предоставляли искаженную информацию.

В конце 2007 г. объем ипотечных кредитов с высоким уровнем риска (subprime lending) составлял всего 13% от общей величины выданных в США ссуд, однако 50% этих кредитов были секьюритизированы, то есть обращались на рынке в виде ценных бумаг и охотно покупались крупнейшими мировыми инвестиционными банками, которые затем размещали их среди своих клиентов – пенсионных фондов, страховых компаний и более мелких специализированных коммерческих банков.

Учитывая глобальный характер мирового финансового рынка, а также то, что покупатели высокорискованных ипотечных ценных бумаг повсеместно хеджировали кредитный риск с помощью **CDS** и других кредитных деривативов, можно сделать вывод о том, что подавляющее большинство финансовых игроков так или иначе оказались зависимыми от платежеспособности американских ипотечных заемщиков. Более того, общая сумма хеджа по ипотечным кредитам во много раз превышала величину самих этих кредитов и до сих пор не поддается окончательной оценке из-за непрозрачности рынка кредитных деривативов.

Таким образом, инструменты переноса кредитного риска не только серьезно мультиплицировали убытки от ипотечного кризиса, но и способствовали их распространению среди максимально широкого круга финансовых институтов.

Интуитивно понятно, что перераспределение кредитного риска не ведет к уменьшению общего уровня риска в системе, а, скорее, наоборот, увеличивает вероятность неблагоприятного исхода кредитных отношений: когда банк покупает **CDS**, у него вместо риска неплатежа заемщика возникает риск неисполнения своих обязательств продавцом кредитного свопа, который в отличие от заемщика является гораздо менее прозрачной финансовой структурой и может подвергаться множеству неучтенных банковских рисков.

В условиях бурного развития кредитных деривативов банки, оперирующие в этом сегменте, сталкиваются с ранее не существовавшими видами рисков, не успевая при этом пересматривать свою систему риск-менеджмента с точки зрения ее соответствия новым финансовым инструментам. Кроме того, банки, работающие с

кредитными деривативами, в большинстве случаев сталкиваются с непрозрачностью ценообразования на эти активы, отсутствием репрезентативных цен и низкой ликвидностью данного рынка. Важная проблема – отсутствие единой методики оценки кредитных деривативов у банков – участников этого рынка.

У. Баффет [6] как-то назвал кредитные деривативы «финансовым оружием массового поражения». По его мнению, основная опасность этого финансового инструмента заключается в его виртуальном характере: обладая крайне слабой связью с реальным активом (банковским кредитом), кредитный дериватив существует и «размножается» сам по себе, не требуя никакого физического движения денег, никаких платежей и расчетов и при этом многократно увеличивая потенциальную прибыль или убыток от операций с реальным активом.

Финансовый результат от сделок с кредитными деривативами может долгое время оставаться на бумаге, но в случае малейших признаков нестабильности именно кредитные деривативы первыми реагируют на изменение рыночной конъюнктуры. И тогда виртуальные цифры с легкостью могут материализоваться в реальные убытки финансовой системы.

Другим существенным недостатком кредитных деривативов является их крайняя непрозрачность, позволяющая широко практиковать инсайдерскую торговлю и договорные сделки. Наибольшую выгоду от операций с кредитными деривативами получает тот, кто обладает непубличной информацией о реальном финансовом положении заемщика, против которого выписан кредитный своп.

Таковыми инсайдерами, как правило, являются крупные инвестиционные банки, осуществляющие активное кредитование всего спектра участников рынка и в силу этого лучше других осведомленные о положении дел в данных финансовых институтах. Статус основных участников рынка кредитных деривативов позволяет этим же инвестиционным банкам извлекать максимальную выгоду из имеющейся у них информации о заемщиках.

Наконец, бурное развитие кредитных деривативов во многом способствовало существенным ценовым искажениям и надуванию «пузыря» на американском фондовом рынке.

Инвестор, имеющий возможность при помощи кредитных деривативов застраховать любой риск любого финансового актива, гораздо менее чувствителен к негативной информации о состоянии реальной экономики, чем не использующий кредитные деривативы участник рынка. Поэтому в случае негативного прогноза цены актива он не будет его продавать, поскольку даже в случае дефолта эмитента ему гарантирована выплата страховой суммы. В итоге, когда теория требует от рационального инвестора продать акции и переждать спад в деньгах, инвестор, наоборот, будет акции покупать, надеясь на скорый дефолт и соответственно скорую выплату больших страховых сумм. Результатом такой психологии инвесторов стал затянувшийся рост цен на американские акции, не обусловленный фундаментальными макроэкономическими показателями, что и привело к кризису ликвидности в мировых масштабах.

Следует отметить, что подобная ситуация уже возникла в США в 1989-1990 гг., причем причина была та же. В то время для выхода из кризиса была увеличена го-

довая налоговая нагрузка в среднем на 1 тыс. долл. на каждое домохозяйство в течение четырех лет. При этом по итогам 1991 г., который считается последним в кризисе ссудо-сберегательной системы США тех лет, общая сумма потерь составила лишь 1,2 трлн. долл., которые и были распределены на население в виде увеличения налоговой нагрузки.

Если же последствия настоящего кризиса возложить на налогоплательщиков, как и в 1990-е гг., и распределить на четыре года уже имеющиеся потери, налоговая нагрузка на одного человека увеличится на 25%. Следует отметить, что в настоящий момент нагрузка и так значительна, по разным штатам ее значение варьируется от 40% до 50%. Итоговая величина должна будет составить около 70%, что неприемлемо.

## Литература

1. Investment Banks EYE CDS Clearing House // Financial Times. 17.04.08.
2. Ассоциация ипотечных банков США – www.mbaa.org.
3. Будущее ипотеки – за регионами // Рынок ценных бумаг. – 2007. – №21.
4. Вперед, в светлое прошлое // Московский комсомолец. – 2008. – 30 сентября.
5. Информационно-аналитический портал по зарубежным финансовым рынкам // www.k2kapital.com.
6. Корзун А. Размывание кредитного риска как фактор финансового кризиса // Международные банковские операции. М., 2008.
7. Портал Голоса Америки // www.voanews.com.
8. Российская бизнес-газета. – 2008. – 7 октября.

*Бадырханов Арсен Максумович*

## РЕЦЕНЗИЯ

Автор затронул актуальную в настоящее время тему ипотечного кризиса в США. Ипотечный кризис начался в 2005 г. и продолжает развиваться до сих пор. Автор выделил этапы его развития, описав характерные особенности каждого и выделив наиболее значимые события, такие как наиболее объявление об убытках значимых компаний различных стран, падение котировок на ценные бумаги и т.д. Это позволяет проследить наращивание негативного эффекта на мировое сообщество от кризиса ликвидности в США.

Автор довольно подробно рассматривает причины возникновения кризиса ликвидности, проводя критический анализ основных событий рынка жилой недвижимости США и ипотечного кредитования. В статье сделан однозначный вывод, что кризис спровоцирован одновременно несколькими факторами, однако, основным является снижение спреда доходности и риска по нестандартным ипотечным кредитам.

В статье анализируется возможным сценарий выхода из кризиса на основе исследования практики проведения антикризисной политики в США в 1990-е гг. Автор произвел расчет увеличения налоговой нагрузки на каждого гражданина США, так как в 1990-е гг. кризис «гасился» именно за счет средств налогоплательщиков, и выразил свое сомнение в возможности применения данной методики и в настоящее время.

Важным является то, что в статье проведен анализ причин распространения кризиса ликвидности США на мировое сообщество.

В целом статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям.

*Ишина И.В. д.э.н., зав. кафедрой «Финансы и кредит» Всероссийской государственной налоговой академии Минфина РФ*

## 10.1. ANALYZE OF CONDITIONS & REASONS OF MORTGAGE CRISIS IN USA

A.M. Badirkhanov, Post-graduated Student

*Department All-Russian State Tax Academy of the Ministry of Finance of the Russian Federation*

This article is about the mortgage crisis in USA, there was considered the reasons of liquidity crisis beginnings, also there were marked its phases until present day. By the author there were specified major financial characteristics of the crisis, it will assist to estimate the consequence for USA economy and for world community.

### Literature

1. Investment Banks EYE CDS Clearing House // Financial times. 17.04.08.
2. Mortgage banks association in USA – [www.mbaa.org](http://www.mbaa.org)
3. Feature of mortgage – beyond the regions. // Equity market. №21 (348). 2007
4. A step forward in radiant future. // MK economic Tuesday №36 (78). 30.09.08
5. Data-analytical portal about the abroad financial markets [www.k2kapital.com](http://www.k2kapital.com)
6. A. Korzun. Washing out of credit risk as financial crisis factor // International bank operations. 2008.
7. Voices of America portal [www.voanews.com](http://www.voanews.com)
8. Russian Business-paper. №674. the 7 of October 2008.