

УДК 336.77 (73)

Філіп Магуаєр (Нова Зеландія)

“Неминучий крах” американської індустрії іпотечного кредитування

Стаття є розширеним варіантом промови, призначеної не для економістів та не американців, у якій обговорюється проблема того, як протягом останніх 15 з гаком років практики сек'юритизації іпотеки примусили американську індустрію іпотечного кредитування переглянути моральний ризик, який виникає з можливої несплати позичальника. Коли позичальники неодноразово відмовлялися від сплати боргу, несприятливі наслідки для комерційної та інвестиційної діяльності банків викликали головну фінансову кризу і світовий економічний спад, і найгіршу післявоєнну рецесію США.

Ключові слова: субстандартний іпотечний кредит, фінансова криза 2008 року, сек'юритизація іпотеки, кредитна криза.

Вступ

Розпочнемо з трьох метафор про тривалий світовий економічний хаос:

- ◆ Світова економіка захворіла і має високу температуру.
- ◆ Північноатлантична економіка схожа на машину, механізми якої заблоковано, оскільки масло просочується крізь коробку передач;
- ◆ Індустрія іпотечного кредитування США відчула значний “неминучий крах” (Лібовітз, 2009).

Припустимо, що кредит – це моторне масло. Як масло просочилося з економічного мотора? Коротше кажучи, як ми потрапили у такий хаос? У статті ми детально розглянемо цю метафору “неминучого краху”.

У 1970-2000 рр., понад 60% американських родин жили у власному будинку. Дорослі американці-домовласники, мали набагато меншу вірогідність бути звинуваченими у злочині, і ймовірніше за все голосували за правоцентристських політиків. Це можна пояснити почуттям здорового глузду. Темношкірі американці частіше орендували житло, ніж представники білої європеїдної раси. У зв'язку з цим адміністрації Клінтона та Буша постановили збільшити кількість домовласників, роблячи більш доступною можливість отримати право на іпотечний кредит. Отже, розвиток домоволодіння вважалось політично правильним. Тим, хто стверджували, що здоровий глузд має так чи інакше переважати при вирішенні того, хто повинен мати право на іпотечний кредит під час покупки будинку, наказали сидіти тихо і мовчати.

Бажана точка зору стосовно мирної соціальної революції проти домоволодіння досягла свого піку за часів правління колишнього президента

Джорджа В. Буша. Так, у 2006 році, 42% перших покупців будинків у США зовсім не клали гроші у банк, і середній депозит складав 2%. Такого абсурду вже немає у Великобританії, США та Новій Зеландії. Але завдано великих збитків, і ми повинні пережити негативні результати всього цього.

Іпотечні кредити потерпають від двох обмежень, що роблять їх непридатними як інвестиції. По-перше, іпотеки використовуються, щоб купити нерухомість, а кожна частина нерухомості є унікальною. По-друге, також дуже важко отримати інформацію про позичальників, від яких, на відміну від підприємницьких кредиторів, не можна очікувати на перевірені фінансові звіти. Отже, іпотеки не охоче купляються та продаються; вони є *неліквідними*. Рішенням може стати *сек'юритизація* – процес, що перетворює неліквідний фінансовий актив на ліквідний. Головні ролі у цій мелодрамі належать економічним об'єктам, створеним для сприяння сек'юритизації іпотек США¹.

Словник спеціальних термінів. Щоб зрозуміти іпотечний хаос у США, необхідно розглянути певну кількість закладів США.

GSE = підприємство, що фінансується державою (*Government Sponsored Enterprise*). Американська бюджетна організація, схожа на державні підприємства (SOEs) Нової Зеландії. Ми лише зацікавлені у тих GSE, завданням яких було купити іпотеки в іпотечних банків і продавати іпотечні цінні папери (зазначено нижче):

- ◆ *Федеральна національна іпотечна асоціація (FNMA).*

¹Див. МакДоналд та Сорнтон (2008) для початкового огляду того, як іпотеки США визначаються, оцінюються, обслуговуються та продаються. Вони також розглядають кредит під заставу житлового майна. Для порівняння практик індустрії іпотечного кредитування США з іншими країнами, див. Грін та Вахтер (2005).

http://en.wikipedia.org/wiki/Fannie_Mae;

- ◆ Федеральна корпорація житлового іпотечного кредиту (FHLMC).

http://en.wikipedia.org/wiki/Freddie_Mac;

- ◆ Державна національна асоціація іпотечного кредиту (GNMA) – державний заклад США, але його діяльність протягом останніх років не є суперечливою.

http://en.wikipedia.org/wiki/Ginnie_mae

Федеральна національна іпотечна асоціація (FNMA) і Федеральна корпорація житлового іпотечного кредиту (FHLMC) вважалися GSE, хоча обидві мали реєстрацію фондового ринку. За законом, GSE може лише купляти іпотеки, що задовольняють певні критерії; такі іпотеки називаються *стандартними*. Іпотеки, що не відповідають тим стандартам, вважаються *ненадійними*. У даній статті цей термін буде зустрічатися під назвою “Alt-A” іпотеки.

Головним героєм у цій мелодрамі є винахід США, іпотечний цінний папір.

MBS = іпотечний цінний папір (*Mortgage Backed Security*). Облігація, випущена загальним інвестиційним траст-фондом, що інвестує у житлові іпотеки. Іпотека, що фінансує MBS, вважається *сек'юритизованою*. MBS державних агентств випускаються GSE; не агентські MBS випускалися одним із п'яти приватних інвестиційних банків: Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch та Morgan Stanley. Велика кількість не агентських MBS інвестуються субстандартними кредитами.

Головною відмінністю MBS від частки у взаємному фонді є те, що останнє – капітал компанії, тоді як MBS – борг. Кожен розуміє, що вартість частки взаємного фонду змінюється, разом з ринковими цінами цінних паперів, у які інвестує фонд. Оскільки MBS державних агентств розглядалися як такі, що знаходяться під неймовірним захистом уряду США, деякі очікували значний спад у вартості не агентських MBS.

Податкове і нормативне середовище. Американський виборець хоче, щоб американська державна політика значним чином сприяла приватній власності. Отже, уряд США бере сферу фінансування житлового будівництва США під свою опіку. Це інформація 1940-х і 50-х рр.; таким чином, вона не має відношення до сучасної кризи:

- ◆ Процент на кредит, забезпечений головним місцем проживання, і процентні ставки, що сплачуються на те місце проживання, утримуються від податкового прибутку. З 1986 року, жоден інший процент, що сплачується

родиними, не підлягає оподаткуванню; тому американці створили кредит під заставу житлової нерухомості.

- ◆ Перші 500K прибутку від приросту капіталу під час продажу свого житла виключаються з податку на приріст капіталу, якщо власник оселився у будинку щонайменше на 2 із 5 років до продажу¹.

- ◆ GSE є продуктами законодавчого акту. Уряд США гарантує Державній національній асоціації іпотечного кредиту довгострокові обов'язки від невиконання платіжних зобов'язань.

- ◆ Незважаючи на розширення іпотечної банківської та брокерської справи, більшість іпотек у США надаються депозитними закладами:

- ◆ виданими і регульованими американським урядом;
- ◆ депозитні рахунки яких забезпечуються американським урядом до 250K;
- ◆ що можуть позичати на вигідних умовах у центрального банку США та інших державних організацій.

У свою чергу, американський уряд очікує взаємодії від іпотечних кредиторів стосовно великої кількості політично гострих питань, враховуючи кредитування бідного населення.

1. Емпіричні дослідження

У 2006 році у США нараховувалось 116 мільйонів родин. У 2004 році 62% родин отримали право власності на житло. Домоволодіння зростає з прибутком. У статті останнього випуску газети *Економіст*, понад 5 млн. закладених будинків почали втрачати право викупу закладеного майна за останні 3 роки, і за підрахунками більше 9 млн. будуть слідувати цьому прикладу протягом наступних 4 років. Якщо цей прогноз виявиться правдивим, сучасна криза вплине на 1 з 8 американських родин, які будуть потерпати від таких наслідків як:

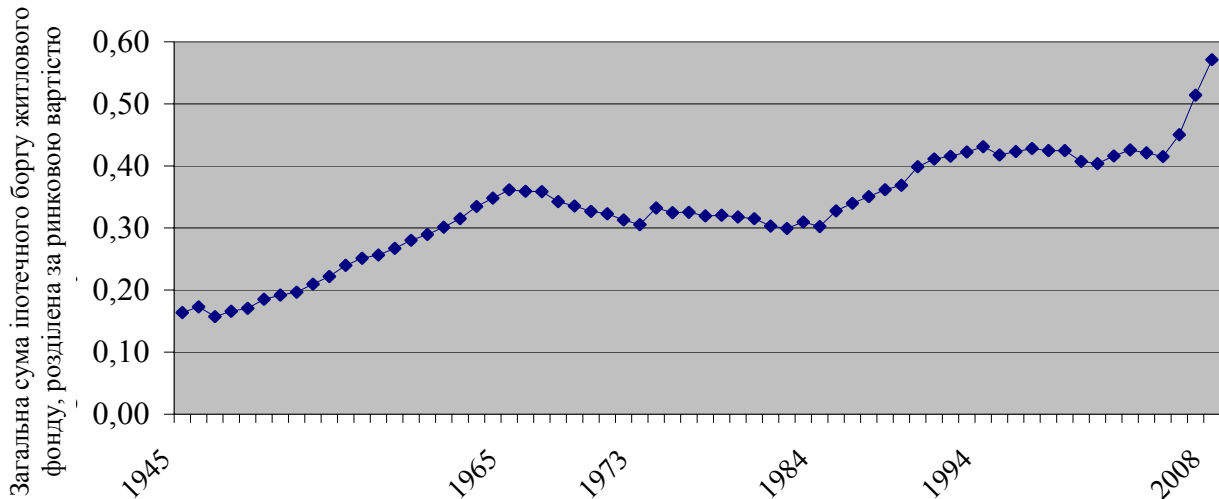
- ◆ відмова від житла, яке вони привласнили;
- ◆ вимога звільнити найману власність, оскільки власник житла не виконав обов'язків з виплати іпотеки;
- ◆ можливість утримання свого житла лише завдяки фінансовій підтримці державного сектора або благодійного закладу.

Зараз я звернуся до деяких минулих фактів стосовно еволюції індустрії іпотечного кредитування. Ці дані отримані з рахунків руху капіталу

¹ http://en.wikipedia.org/wiki/Capital_gains_tax_in_the_United_States#Primary_residence. Домовласники у Каліфорнії, де ціни на житло були високими і швидко зростали ще 2 роки тому, мали намір змінювати будинок кожні декілька років.

США. У додатку зазначено більше про ці рахунки, і також включено деякі підрахунки розділу. Рисунок 1 показує розвиток з часів Другої Вітчизняної війни загальної суми іпотек в доларах, забезпечених будинками, що здаються у найми, поділено на оцінену вартість долара таких будинків. Цей коефіцієнт зростає, коли іпотеки, які заборгували, зростають швидше, ніж ціни будинків (наприклад, 1945-65), і зменшується, коли відбувається навпаки (наприклад, 1965-84). Зростання є постійними, таким чином зміна цього

коефіцієнта підлягає інерційному ефекту. Родини США ще більше залізли у борги, щоб купити собі будинки. Зростання коефіцієнта протягом періоду 1984-94 рр. відбувається, у деякій мірі, завдяки зростанню кредитів під заставу житлової нерухомості, як форми споживчого кредиту загального призначення. Починаючи з 2006 року, після десятиліття стабільності, коефіцієнт значно та неочікувано підвищився, що відбулося завдяки неочікуваному спаду того ж року у цінах на житло.



Джерело: Рада управляючих Федеральної резервної системи США, рахунки руху капіталу, Таблиця В.100, Активи та обов'язки населення та неприбуткових секторів.

1955 рік є першим роком з ненульовим значенням для GSE фондів іпотек. На той час Федеральна національна іпотечна асоціація була єдиним іпотечним GSE, і вона утримувала 0.1% іпотек за вартістю. Перші не агентські MBS були випущені у 1984 році; перші субстандартні MBS – у 1995 році.

рік. За період 1993-2003 рр. ця частка зростає майже на 0.02 за рік. Потім з кінця 2003 до середини 2007 року, всього за 3.5 роки, частка зростає майже на 0.04 за рік. З тих пір вона дещо понизилась.

Таблиця 1. Деякі минулі факти про іпотеку США

Кінець року, якщо не зазначено по іншому	% ВВП			% усіх іпотек	
	Усі іпотеки	Іпотеки, що утримуються MBS емітентом:			
		GSE	Неагентські	GSE	Неагентські
1983	0.34	0.09	0	0.27	0
1989	0.44	0.18	0.01	0.40	0.02
1993	0.47	0.23	0.03	0.49	0.05
2003	0.66	0.34	0.06	0.52	0.09
30.6.2007	0.79	0.32	0.16	0.41	0.20
2008	0.77	0.37	0.13	0.48	0.17

Частка усіх несплачених іпотек GSE (таблиця 1, передостання колонка) зростає до 0.40 у 1989 році, була дещо більшою, ніж 0.50 у 1994-2003 рр., понизилась до 0.41 до середини 2007 року, потім підвищилась до 0.48 до кінця 2008 року. Отже, зростання 1989-2007 рр. у частці сек'юри-тизованих іпотек (таблиця 1, сума двох колонок справа) відбувалось завдяки зростанню приватної сек'юритизації. У середині 2007 року, агентські та не агентські MBS емітенти володіли 61% усіх несплачених іпотек. Цікавим фактом є те, що порівняльна кількість наприкінці 2003 року була також 61%. Дуже швидке зростання ринкової частки не агентських MBS за 2003-07 рр., відбулося повністю за рахунок ринкової частки агентських MBS. Чи намагалася адміністрація Буша приватизувати MBS індустрію таємно?

Джерело: <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>. Див. додаток. Суми іпотек отримано з рахунків руху капіталу, Таблиця L.218: усі (рядок 5); що утримуються GSE (рядки 17+18); що утримуються неагентством (рядок 19). ВВП: <http://research.stlouisfed.org/fred2/data/GDPA.txt>

Пояснення таблиці 2 вимагає наступних припущень:

Стовпчик “Усі іпотеки” таблиці 1 відображає те, що вартість долара всіх несплачених іпотек зросла набагато більше, ніж економіка в цілому. Між 1955 (не показано) і 1993 рр., іпотеки, як частка ВВП зросли дещо більше, ніж на 0.007 за

- ◆ Рядок 1: Я припускаю, що майже всі не агентські MBS фінансувались ненадійними іпотеками (я припускаю, що сек'юритизація вели-

ких іпотек була нематеріальною). “Субстандартні MBS” у подальшому мають бути майже однакові з “не агентськими MBS”.

- ◆ Рядок 2: Я припускаю, що активи “корпоративних та іноземних облігацій” “підприємств, що фінансуються державою” вважалися активами FNMA і FHLMC субстандартного MBS. А саме, я вважаю, що GNMA не тримала субстандартний MBS.
- ◆ Рядок 3: Я припускаю, що FNMA і FHLMC пояснює всі або майже всі дані цього рядка. Якщо це виявиться неправильним, сума у рядку (3) більша за чисті активи Федеральної національної іпотечної асоціації і Федеральної корпорації житлового іпотечного кредиту, що підтверджує мої докази.

Протягом 1993-2003 рр., не агентські MBS (таблиця 2, рядок 1) зросли на 13.8% за рік. Але протягом 3.5 років з кінця 2003 до середини 2007 року, темп зростання становив 35.2% на рік. У 1993 році FNMA та FHLMC розпочали купляти не агентські MBS і до кінця року отримали 7% невиконаної суми (таблиця 2, рядок 4). Кредит ненадійному позичальнику – це те, що FNMA та FHLMC не можуть купити. Але закон і внутрішні правила умовчували про те, чи можуть FNMA та FHLMC купити субстандартний MBS, тому такі практики розпочалися у 1995 році. Кожного року, починаючи з 1998, GSE привласнювали як мінімум 20% не агентських невиконаних MBS. Наприкінці 2002 та 2003 рр., цей процент складав 42%. До середини 2007 року, GSE утримували \$501 млрд. не агентських MBS, 22% невиконаної кількості. Більше того, GSE активи не агентського MBS перевищили власний капітал GSE (таблиця 2, рядок 3) кожного року, починаючи з 1995. До середини 2007 року ці активи перевищували у 5.4 разів власний капітал GSE. До кінця 2008 це число зросло до 7.4, що означає, що 14%-ий спад у вартості цих активів буде достатнім, щоб списати чисті активи GSE. Коли «ринкові ціни» субстандартного MBS почали вільно падати, 2007-08 рр., неплатоспроможність FNMA та FHLNC була неминучою.

Таблиця 2. MBS та GSE

		Кінець	Кінець	30.6.2007	Кінець
		1993 року	2003 року		2008 року
1	Неагентські MBS (L.218.19)	168	666	2287	1839
2	“Корпоративні облігації”, що утримуються GSE (L.124.10)	11	277	501	376
3	Чисті активи GSE (L.124.1–L.124.21)	19	47	93	51
4	2÷1	0.07	0.42	0.22	0.20

5	2÷3	0.6	5.9	5.4	7.4
6	MBS, випущені GSEs (L.218.18)	1334	3211	3943	4811
7	1÷(1+6)	0.11	0.17	0.37	0.28

Примітка: Дані у рядках 1, 2, 3 та 6 у млрд. \$ США.
Джерело: <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>.
Див. додаток.

2. Наближення шторму

Об’єм не агентських MBS значно зростав протягом 2003-07 рр. Спершу повертаючись до пропозиції, у 2004 році американський уряд анулював розпорядження, згідно якого інвестиційні банки повинні мати багато капіталу на кожен долар боргу. Чи є збігом те, що між кінцем 2003 і серединою 2007 рр. вартість іпотечного не агентського MBS зросла з 0.7 до 2.3 трлн. дол. США (таблиця 2, рядок 1)? Усі емітенти не агентських MBS були внесені до списку нью-йоркської фондової біржі, але не легко визначити скільки капіталу вони мали протягом цього періоду.

Інвестиційні банки збільшували попит у субстандартних MBS, недооцінюючи ризик того, що пріоритетні застави оголосять дефолт. Припустимо, наприклад, що інвестиційний банк отримав 100,000 субстандартних іпотек. Кожна іпотека включає дані стосовно вартості і розташування майна, прибутку позичальника, депозиту як частки ціни на споживчі товари, і т.д. На основі цих даних комп’ютер розподілив ці іпотеки на декілька класів великого ризику. Даний випуск MBS фінансувався іпотеками з категорії ризику під назвою “tranche” (“частка”) (французьке слово, що означає “шматок хліба”). Потім інвестиційний банк застрахував MBS інвесторів від невиконання платіжних зобов’язань у пріоритетних заставах, займаючись не дуже відомою фінансовою операцією під назвою “кредитний дефолтний своп” (CDS). Протилежною стороною CDS була страхова компанія. Кожна частка тоді була підрахована одним із двох головних американських агентств рейтингу облігацій, Standard & Poor’s та Moody’s, що внесли найкращу частку кожного субстандартного MBS випуску вищому рейтинговому агенству. Проблема полягала в тому, що ця частка премії була занадто великою, складаючи приблизно 80% у загальному пулі. Якщо 20% іпотек у пулі прострочили платіж, подальші невиконання платіжних зобов’язань відбувалися у збиток AAA¹.

Ці практики допомогли інвестиційним банкам легко продавати велику кількість субстандартних MBS по всьому світу. Інвестуючи в субстандартні MBS, GSE відправили чітке, але оманливе по-

¹Бітнер (2008: 107-09) обговорює багато інституційних деталей, згаданих у цьому розділі.

відомлення до нью-йоркської фондової біржі та інвесторам усього світу: сек'юрїтизація субстандартних іпотек отримує підтримку американської влади. Таким чином, американський уряд дав зелене світло всьому брудному бізнесу, і нью-йоркську фондову біржу ввели в оману, що ненадійні іпотеки були надійними. Але цей сигнал свідчив про власне розорення, тому що він ставив чисті активи GSE під ризик.

Усе виглядало добре, тоді як біржові курси зростали. Платіжні зобов'язання не виконувались рідко, оскільки завжди можна було звільнитись від обтяжливої застави, продавши будинок. Але біржові курси почали падати у середині 2006 року, і у 2007 році американські практики іпотечного кредитування почали повертатися до нормального стану. Позичальники, які отримали іпотечний кредит у цьому десятилітті та виплачували невеликі гроші по депозиту або зовсім їх не виплачували, зрозуміли, що вартість їх будинків менша за вартість отриманих під них іпотечних кредитів, ситуація під назвою «негативний власний капітал». Загальна сума негативного власного капіталу в США може дорівнювати або перевищувати 500 млрд. дол. Також підраховано, що протягом останніх 3 років, понад 20% родин з негативним власним капіталом втратили право викупу закладеного майна.

Негативний власний капітал не є великою проблемою. Якщо позичальник США передає свій будинок банку, єдиною штрафною санкцією для нього буде те, що протягом 7 років після несплати, він не зможе отримати іпотечний кредит, і його родина повинна буде жити в орендованому будинку. Але наприкінці 7 років, інформація про невиконання платіжних зобов'язань зникає з бази даних комп'ютера, де кредитори зазвичай перевіряють досє позичальника, перед наданням йому кредиту. Протягом останніх років кількість найманих будинків підвищилась, а їх вартість понизилась, здебільшого тому що багато домовласників вважають за краще здавати своє житло в оренду, ніж продавати його на ринку, що зменшується. Отже, пропозиція найманого житла підвищилась разом із попитом.

Подальше ускладнення полягає у тому, що багато іпотек США, випущених протягом середини цього десятиліття відрізнялись початковою низькою процентною ставкою, що піднімалась до ринкової процентної ставки після 1-3 років. Багато кредиторів затверджували іпотеки на основі спроможності позичальника здійснювати низькі щомісячні платежі початкового періоду.

2.1. Граючи з системою. Зараз я опишу як певні великі житлово-будівельні фірми можуть розумно працювати у системі і ефективно сплачувати

депозити субстандартних позичальників. Фірмі, яка має намір піти цим шляхом, спочатку потрібно створити благодійний фонд, метою якого стане надання грантів родинам невеликих достатків, покриваючи весь депозит або його частину, необхідну для надання прав на іпотеку. Усі добровільні внески до таких фондів не підлягають оподаткуванню, враховуючи внески, зроблені самою будівельною фірмою. Будівельна фірма буде встановлювати ціни на свої нові будинки таким чином, щоб компенсувати повні витрати своїх внесків для фонду.

Припустимо, що будівельна компанія може побудувати будинок за 400К, сума, що включає його "нормальний" прибуток. Далі припустимо, що звертання до субстандартної іпотеки було зазвичай успішним, якщо депозит складав до 5% або більше від ціни продажу будинку. Будівельна компанія будує будинок і оцінює його в 421К, досить мале підвищення над 400К, і малоймовірно, що оцінювач понизить цю ціну на ринку, який розвивається. Потім будівельна фірма робить внесок до свого фонду, який складає 5% із 421К, або 21.1К, таким чином понижуючи податкові зобов'язання своєї компанії. Коли малозабезпечений покупець самореалізується, будівельна фірма направляє його до фонду, що надає потенційному покупцю 21.1К, необхідних для того, щоб отримати право на іпотечний кредит. Будівельна компанія отримує 421К від продажу будинку + 7.4К податкової знижки – 21.1К внеску до фонду, або 407.3К чистого прибутку. Отже, його витрати більше ніж просто покриваються.

Головна проблема полягає в тому, що позичальник залишається без власного капіталу. Також, умовне співвідношення вартості активу до суми кредиту перевищує ефективне співвідношення вартості активу до суми кредиту. Отримуючи іпотеку, яка складає 95% від ціни продажу у 421К, ефективне співвідношення вартості активу до суми кредиту складає 100% від ринкової вартості у 400К. Якщо позичальник не виконує своїх грошових зобов'язань, ні його будівельна компанія, ні його фонд не потерпає від будь-якої втрати. Будівельна компанія, яка відмовляється грати в цю гру, буде будувати аналогічний будинок, оцінювати його в 400К і не приймати жодних дій для сприяння його продажу субстандартному позичальнику. Потенційний замовник буде сплачувати депозит, скажімо, 10% або 40К, і позичати 360К за нижчою процентною ставкою.

Якщо субстандартним позичальникам необхідно сплатити депозит більше, ніж 5%, будівельна компанія повинна буде підняти початкову ціну будинку, тим самим не заохочуючи потенційних замовників і збільшуючи ризик того, що експерт-оцінювач кредитора не схвалюватиме встанов-

лення вищої ціни. А саме, якщо метою будівельної компанії є отримати чистий прибуток 400К, тоді необхідно, щоб депозитна ставка у 5%/10%/20% отримала ціну продажу 413.4К/428К/460К. Також ефективно співвідношення вартості активу до суми кредиту 98.2%/96.3%/92% буде значно вищим, ніж умовне співвідношення, що дорівнює 100% мінус ставка по депозитам. Наприклад, якщо ставка по депозитам складала 20%, так що умовне співвідношення було 80%, лише 8% зниження у ціні будинку буде достатнім, щоб списати частину закладеного майна позичальника.

2.2. Банківська система заходить у безвихідь.

Протягом 2006-07 рр. біржові курси почали понижуватись, а іпотеки почали не виконувати грошових зобов'язань у значних кількостях. Ті, хто випустив CDS повинні були виплатити решту суми за договором. Як результат, AIG скоро стали неплатоспроможними. У 2008 році, після 12-18 місяців невиконання платіжних зобов'язань, Lehman Brothers збанкрутували, а Merrill Lynch приєдналася до Банку Америки. Goldman Sachs та Morgan Stanley, здається, витримали кризу, але уникнули банкрутства, здійснюючи суворе регулювання.

Невиконання платіжних зобов'язань зростало серед стандартних іпотечних кредитів також. До середини 2008 року, коли сучасний економічний спад був не таким помітним як зараз, більше ніж 9% американських іпотек мали заборгованість щонайменше за 3 місяці.

Зараз розглянемо вплив невиконання платіжних зобов'язань на світову банківську систему. У 1980-х рр., промислово розвинуті країни домовились, що їх комерційні банки будуть:

- ◆ класифікувати свої активи на декілька категорій великого ризику;
- ◆ утримували багато центів капіталу на долар активів у кожній категорії ризику.

Ці угоди відомі під назвою Базельські Угоди, оскільки вони були складені та приведені в дію Банком міжнародних розрахунків у Базелі, Швейцарія. Ці угоди змушують банк скорочувати запозичення або залучати більше капіталу, якщо капітал зменшується.

Не може бути й мови про фондування боргу, якщо немає вторинного ринку, який встановлює щоденну ціну на MBS. Протягом десятиліть існував активний вторинний ринок для стандартних MBS. Але субстандартні MBS обертались лише на позабіржовому ринку, який став меншим через поглиблення кредитної кризи.

Регулятивною нормою району Північної Атлантики (ймовірно, за Базельськими Угодами) було вимагати не більше, ніж 5 або 10 центів капіталу

за кожний долар, інвестований у MBS, припускаючи, що MBS були цінними паперами високої якості, застраховані CDS, і отримували підтримку уряду США. Багато покупців субстандартних MBS не купили б їх, якщо б ці цінні папери отримали менше ніж рейтинг інвестиційного рівня. У будь-якому випадку, відкладеного капіталу було недостатньо, зважаючи на те, що субстандартні MBS торгують всього лише за 25 центів за долар. Цей спад у MBS цінах скоротив банківський капітал, а отже, і спроможність банків давати позики. Таким чином, у 2007 році розпочалася кредитна криза.

Ця американська криза стала всесвітньою кризою, оскільки боргові зобов'язання, випущені американським урядом, знаходять покупців у багатьох країнах. Протягом першої половини цього десятиліття, процентні ставки на прямі зобов'язання уряду США були дуже низькими. Не лише субстандартні MBS сплачували вищу ставку процента, ніж зобов'язання міністерства фінансів, вони були переважно оцінені AAA і також вважались такими, що отримують підтримку уряду США. Отже, субстандартні MBS знайшли покупців серед фінансових закладів з усього світу, таким чином, коли ціни цих MBS понижувались, банківські баланси порушувались у всьому світі. Це головний шлях, за яким внутрішній американський бізнес і нормативні помилки розпочали світову кризу. Тут можна застосувати таку метафору як "фінансові токсичні відходи".

Слід зауважити, що занадто оптимістичні практики кредитування і підйом біржового курсу були характерні не лише для США. Британці та ірландці охоче повторили американську практику, так само як і Австралія. Канада залишилася майже осторонь цієї ситуації. Проблема була гіршою в містах:

- ◆ що були популярними центрами для багатих імігрантів;
- ◆ де значно збільшувалась кількість населення;
- ◆ де географічні умови або політики обмежували будівництво нових будинків, щоб скоротити зростаючий попит.

3. Аналіз причин невдачі

Зараз я коротко перерахую події, які згадані у цій статті:

- ◆ Позичальники погоджувались сплачувати велику суму для купівлі будинків, беручи іпотеки, місячні сплати яких вони не мали змогу здійснювати, якщо не на початку, тоді пізніше, коли ставка зростала.

- ◆ У більшості міських районів у шести розвинутих англомовних країнах, включаючи територію Північної Америки, середня ціна окремого будинку зросла до 6-12 разів. Коли коефіцієнт перевищує, скажімо 4, покупці забор'язані витримати “фінансовий стрес” або купувати дешевші будинки для початку. Для детальнішої інформації стосовно цього коефіцієнта, див. *Доступність житла* у додатку, а також Кокс і Павлетіх (2009).
- ◆ Іпотечні банки охоче видавали іпотеки, продавали сумнівні іпотеки нью-йоркській фондовій біржі.
- ◆ Нью-йоркська фондова біржа, за підтримки американських іпотечних GSE, перетворила іпотеки на MBS і продавала їх за досить вигідну ціну.

Ці події мали наступні наслідки:

- ◆ FNMA та FHLMC – банкрути. У квітні 2009 року, діючого фінансового директора FHLMC знайшли мертвим, очевидне самогубство.
- ◆ Будівельна галузь в організації економічного співробітництва і розвитку припинила свою діяльність, за винятком додаткового урядового проекту.
- ◆ У деяких околицях Каліфорнії 25%+ будинків було покинуто, оскільки їх власники не могли здійснювати платежі за іпотекою.
- ◆ Кінцеві власники субстандартного MBS зберігали їх за собівартістю, оскільки бухгалтерські норми дозволяли їм робити це безкарно.
- ◆ Протягом першої половини 2009 року, існувала думка, що два найбільших банки США, Citicorp та Банк Америки, мають бути націоналізовані. Такі балачки, однак, ущухли.
- ◆ Британська банківська система зазнала значних збитків. Королівський банк Шотландії (2^{ий} найбільший банк у Об'єднаному Королівстві, завдяки об'єднанню з NatWest у 2000 році) зазнав збитків у £28 млн. за 2008 рік, і був націоналізований¹.
- ◆ Репутації американських рейтингових агенств, Standard & Poors та Moody's, підірвані.
- ◆ Американське фінансове нововведення під назвою фондування боргу, отримало погану репутацію. Фондування боргу може значно зменшити ризик при диверсифікації. Воно також може перетворити неліквідні банківські активи на фінансові інструменти, які швидко реалізуються, з активним вторинним ринком. Але в умовах сучасної кризи кредитори піддаються постійній спокусі видавати кредити з поганим кредитним ризикам, при-

власнювати комісію банку за надання кредиту, продавати кредит третій стороні, приховуючи кредитний ризик, і дозволяти третій стороні страждати від наслідків будь-якого можливого невиконання платіжних зобов'язань.

- ◆ Центральний банк США став найбільшим фінансовим закладом у США, скупивши 800 млрд. дол. приватних боргів протягом останніх 4 місяців 2008 року. Наслідком стало те, що монетарна база США зросла з 875 млрд. дол. 10 вересня 2008 року до 1728 млрд. дол. до кінця 2008 року. Інтервенція монетарної політики таких масштабів є безпрецедентною у світовій економічній історії. Монетарна база складала 1787 млрд. дол. 9 вересня 2009 року.
- ◆ Щоквартальні дані для США, опубліковані наприкінці серпня 2009 року виявляють, що реальний ВВП на одиницю населення скоротився до 5.1% протягом 2008 і першої половини 2009 року¹. Таким чином, сучасна криза в США вважається найбільшою з 1947 року, а США переживає свій найгірший економічний спад з часів Великої депресії і розгортання II Світової війни. Якщо цей спад буде продовжуватись у другій половині 2009 року, то його також можна буде вважати найдовшим у щоквартальних даних.

Протягом періоду 2006-2009 рр., типовий ринок акцій, включаючи США, зменшився щонайменше на 50%. Але наступна інформація свідчить про дещо кращу ситуацію. З кінця 2008 до 9 вересня 2009 року американський Індекс S&P 500 зріс до 14.4%. Ця цифра приховує набагато важливіший факт: з 9 вересня 2009 року американський індекс S&P 500 зріс більше ніж на 50%. Безпосереднім результатом є те, що американські пенсійні фонди зробили великий внесок у кредитоспроможність. Прибутки компанії, однак, не відставали, так що коефіцієнт ціни до прибутку Індексу S&P 500 зараз складає понад 25. Ринки акцій за межами США працювали навіть краще. Серед більше ніж 40 державних ринків акцій, лише ринки Великобританії та Швейцарії, разом із США, не працювали з кінця 2008 року. Єдині топ-G7 ринки акцій, які не зросли хоча б на 20% протягом періоду – ринки Саудівської Аравії, Південної Африки та Швейцарії.

Висновки

Американське іпотечне кредитування вважалося “занадто успішним, щоб зазнати невдачі”, і через це існувала думка, що воно знаходиться під захистом американського уряду. Спеціалісти в індустрії іпотечного кредитування припускали, що уряд або візьме на поруки своїх робітників, або

¹ http://en.wikipedia.org/wiki/Royal_Bank_of_Scotland_Group#2008-2009Financial_Crisis.

прискорить створення нових компаній, які видаватимуть іпотеки. Зважаючи на такі думки, ніхто не вірив, що описані практики індустрії іпотечного кредитування призведуть до значних персональних витрат.

Чим менший депозит як частка ціни на споживчі товари, тим більша вірогідність того, що позичальник не виконає своїх боргових зобов'язань. Цей факт пропонує простий політичний захід для запобігання повторення кризи такого характеру: покупці будинку мають сплатити готівкою щонайменше 20% ціни будинку. Протягом десятиліть це

вважається нормою для країн (наприклад, Італія, Мальта), що витримали цю банківську кризу. Центральні банки повинні також мати додаткову дискреційну владу, щоб збільшити процент у будь-який час. Ця влада має розглядатися як суттєва частина ефективної та дієвої фінансової регуляції.

Комерційна освіта потребує ґрунтовних змін. Ще 30 років тому я помітив назріваючий аморалізм серед студентів-магістрів ділового адміністрування. Їх потрібно вчити, що обов'язок довіреної особи банку перед своїми депозиторами та акціонерами передреує обов'язку отримати негайний прибуток.

Список використаних джерел

1. http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis . Many links and references.
2. http://en.wikipedia.org/wiki/Global_financial_crisis_of_2008.
3. Bernanke, Ben, "Four Questions about the Financial Crisis", Speech, 14 April 2009. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090414a.htm>.
4. Bitner, Richard (2008) *Confessions of a Subprime Lender*. Wiley & Sons.
5. Cox, Wendell, and Pavletich, Max (2009). *5th Annual Demographia Housing Affordability Survey*. <http://www.demographia.com/dhi-ix2005q3.pdf>.
6. Ely, Bert (2009). "Bad Rules Produce Bad Outcomes: Underlying Public-Policy Causes of the U.S. Financial Crisis", *Cato Journal* 29(1): <http://www.cato.org/pubs/journal/cj29n1/cj29n1-8.pdf> .
7. Green, Richard K., and Wachter, Susan M. (2005). "The American Mortgage in Historical and International Context", *Journal of Economic Perspectives* 19(4): 93-114.
8. Jones, Charles I. (2009). "The Global Financial Crisis of 2007–2009?" Unpublished mss, Graduate School of Business, Stanford University. <http://www.stanford.edu/~chadj/CurrentEvents2009.pdf> .
9. *Journal of Monetary Economics* (2009). "Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy: Distress in Credit Markets: Theory, Empirics, and Policy", November 14-15, 2008. *Journal of Monetary Economics* 56(5): 617-748. <http://www.sciencedirect.com.ezproxy.canterbury.ac.nz/science/journal/03043932>.
10. Liebowitz, Stan (2009). "Anatomy of a Train Wreck: Causes of the Mortgage Meltdown" in Randall Holcombe and B. W. Powell, eds., *Housing America: Building out of a Crisis*. Oakland CA: The Independent Institute.
11. Malanga, Steve (2009). "Obsessive Housing Disorder", *City Journal* 19(2). http://www.city-journal.org/2009/19_2_homeownership.html.
12. Mayer, Christopher, Pence, Karen, and Sherlund, Shane M. (2009). "The Rise in Mortgage Defaults," *Journal of Economic Perspectives* 23(1): 27-50.
13. McDonald, D.J., and Thornton, D.L. (2008). "A Primer on the Mortgage Market and Mortgage Finance", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 90(1): 31-45. <http://research.stlouisfed.org/publications/review/08/01/McDonald.pdf> .
14. Morris, Charles (2009). *The Two Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash*. Public Affairs.
15. New York Times, "Credit Crisis: The Essentials". Retrieved 14 September, 2009. http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/c/credit_crisis/index.html.
16. Norberg, Johan (2009) *Financial Fiasco: How America's Infatuations with Homeownership and Easy Money Created the Economic Crisis*. Cato Institute Press.
17. Posner, Richard (2009). *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*. Harvard University Press.
18. Reinhart, Carmen M., and Rogoff, Kenneth (2008). "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", Unpublished mss, Harvard University.
19. Wheelock, David C. (2008). "The Federal Response to Home Mortgage Distress: Lessons from the Great Depression", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 90(3): 133-48. <http://research.stlouisfed.org/publications/review/08/05/Wheelock.pdf>

Додаток

Рахунки руху капіталу (далі «Рахунки») підготовані Федеральним резервним банком США, і опубліковуються щоквартально у Z.1 (<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>). Рахунки включають ряд взаємно узгоджених балансових звітів для американської економіки. Щорічні дані зібрані з кінця 1945 року, щомісячні дані, з першої чверті 1952 року. Кожний балансовий звіт представлений у пронумерованій таблиці. *L.table.row*, де *table* та *row* – числа, позначає ряд *row* у таблиці *L.table*. В.100 позначає балансовий звіт для об'єднаної родини та неприбуткового сектору.

Кожна таблиця або відображає активи та пасиви сектору економіки США, або відображає дані стосовно того, скільки з даного класу фінансових активів привласнено різними секторами економіки США. Рахунки включа-

ють фонди іноземних активів якими володіють американці, та іноземні фонди американських активів. Хоча декілька таблиць включають відновну вартість основних активів, привласнених сектором, як оцінено Бюро економічного аналізу, розрахунки зосереджуються на фінансових активах та пасивах.

Житлові іпотеки – один із цих класів фінансових активів у розрахунках. Таким чином, розрахунки включають дані стосовно загального американського іпотечного ринку та відносної важливості GSEs та MBSs серед іпотекоутримувачів з часом. Розрахунки оцінюють борг за номіналом, і я припускаю, що це властиво для MBS. Таким чином, дані за 2008 рік стосовно не агентського MBS не відображають значний спад у вартості субстандартних MBS.

До 1965 року GSE трималися при майже 1% невиконаних іпотек за вартістю. До кінця 2001 (2008) року відсоток зріс до 53% (48%). Джерело: L.218.17+18 ÷ L.218.5. Наприкінці 2008 року агентські (не агентські) MBS склали 4.8 (1.8) млрд. дол. США. Джерело: L.125.2 (L.126.6). Не агентські MBS були спершу випущені у 1984 році; застави високого рангу були не субстандартні, а «великі», тобто занадто великі іпотеки для GSE, щоб їх купити. У 1992/2002/2006/2008, не агентські MBS склали 10%/15%/36%/28% від загальної вартості MBS. Джерело: Таблиця L.214.19 ÷ L.214.18+19. Наприкінці 2003 року не агентські MBS утримували лише 9% вартості невиконаних іпотек. Цей відсоток склав 20% (17%) наприкінці 2006 (2008) року. Джерело: L.218.19 ÷ L.218.5.

Доступність житла.

Кокс та Павлетіх (2009) підраховують кожний квартал року, для кожного із 265 міст у 6 англомовних країнах, включаючи 8 найбільших міст Нової Зеландії, середню ціну будинку, який був перепроданий у кварталі, поділено на середній прибуток на родину, як зазначено Бюро економічного аналізу або його іноземним аналогом. Кокс і Павлетіх називають це відношення *індексом доступності*. Його значення варіюється від 2 до 13; чим нижче значення, тим більша доступність. У їх роботі виявлено, що внутрішні райони Північної Америки є найбільш доступною частиною англомовного світу, а Каліфорнія – найменш доступною. Середні значення індексу, підраховані для всіх міських районів у державі – Австралія (6), Канада (3.5), Ірландія (5.4), Нова Зеландія (5.7), Великобританія (5.2), США (3.2). Кокс – директор американської дослідницької компанії Demographia. Павлетіх – підприємець з будівництва індивідуальних житлових будинків у Новій Зеландії.

Отримано 24.08.2009

Переклад з англ. Філатової Ю.