

Механізми глобальної фінансової кризи 2007–2009 рр.

Спекулятивний бум на ринку нерухомості, системна недооцінка ринкових ризиків, а також загальносвітовий дисбаланс інвестицій та заощаджень стали загальноекономічними причинами глобальної фінансової кризи. Основна проблема була пов'язана з надто великою кількістю ненадійних іпотечних кредитів (загальною вартістю 14 трлн доларів) з підвищеним ризиком, які масово видавалися особам, що не мали роботи, доходів чи інших активів. Такі кредити видавалися не тільки через хибну впевненість, що ціни на ринку нерухомості можуть лише зростати, а і з метою будь-якою ціною залучити численних нових клієнтів для іпотечних компаній. Однак крім цих явних причин були неявні фінансові механізми, які спричинили кризу. Насамперед це величезний ринок синтетичних деривативів CDO (collateralized debt obligations), створених за допомогою сек'юритизації іпотечних активів. Для емісії CDO в пули поєднували різноманітні іпотечні та інші активи, між ринковими цінами яких була слабка кореляція. Теоретично в такому диверсифікованому пакеті активів імовірність одночасного дефолту зменшується. Однак на практиці в пули активів для емісії CDO цілеспрямовано обирали найдешевші іпотечні облігації з найнижчим рейтингом (BBB), який потім рейтингові агентства за відпрацьованою схемою штучно підвищували до AAA. Таким чином ризики приховувалися, і CDO з найвищим рейтингом можна було продавати інституційним інвесторам у Японії, Німеччині та інших країнах. Для страхування CDO від зниження ціни найбільші банки і фінансові компанії випускали кредитно-дефолтні свопи CDS, ринок яких за капіталізацією (80 трлн доларів) перевищував у 2008 р. світовий ВВП. Ризикова політика випуску CDS найбільшими їх емітентами (зокрема, фінансовою компанією AIG Financial Products) призводила до того, що банки і фінансові компанії приймали на себе ризики на величезні суми, які вони у принципі не могли сплатити. До того ж, поштовхом до початку кризи стала цілеспрямована «велика гра на зниження», розпочата з метою збагачення одним з найбільших інвестиційних банків Goldman Sachs, хедж-фондом John Paulson & Co і деякими іншими учасниками ринку.

Ключові слова: глобальна фінансова криза 2007–2009 років; ринок іпотечних кредитів; сек'юритизація іпотечних активів; забезпечені боргові зобов'язання CDO; кредитно-дефолтні свопи CDS; компанія AIG Financial Products; Джо Касано.

Постановка проблеми. Загальноекономічні причини спільні для всіх фінансових криз. Вони пов'язані з циклічними періодами підйомів і спадів ринкової активності. В період підйому ціна на певні активи чи фінансові інструменти починає неадекватно зростати, виникає спекулятивний бум, який супроводжується ринковою «грою на підвищення». Після досягнення ціни на активи максимально можливого рівня вона різко падає, спричиняючи кризу і масові банкрутства. Однак крім таких загальних причин кожна криза має причини специфічні, пов'язані з певними історичними подіями, фінансовими інструментами та ринковими обставинами. Це той механізм, який визначає хід кризи. Для кризи 2007–2009 років аналіз такого механізму у вітчизняній науці автором не відомий.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Загальноекономічні причини і послідовність подій фінансової кризи 2007–2009 рр. досліджувала велика кількість авторів [1, 2, 4, 5, 8, 10, 11, 19, 20, 23, 24, 25]. Однак специфічні фінансові механізми кризи розглядалися епізодично, зокрема в статтях у фінансовій пресі [3, 6, 7, 9, 12, 13, 14, 17, 18, 21, 22, 26]. Тому проблема системного аналізу механізмів кризи 2007–2009 років у контексті загальних тенденцій розвитку світового ринку цінних паперів залишилася не вирішеною.

Постановка завдання. Об'єктом дослідження є глобальна фінансова криза 2007–2009 рр. Предметом дослідження – фінансові механізми кризи. Мета дослідження – дати системний аналіз фінансових механізмів кризи 2007–2009 рр.

Викладення основного матеріалу. Причини кризи 2007–2009 років, вплив якої світ відчуває і сьогодні, шукали і в бумі на ринку ризикованих іпотечних кредитів, і в недооцінці фінансових ризиків, і в надлишку вільних грошей, і в глобальному дисбалансі інвестицій та заощаджень. Насправді причиною стало поєднання всіх цих обставин. Головною з них була, безперечно, велика кількість ризикованих і ненадійних іпотечних кредитів загальною вартістю 14 трлн доларів, виданих через помилкову впевненість, що ціни на нерухомість будуть тільки зростати. На таку ненадійну основу спиралася величезна піраміда зі специфічних фінансових інструментів – іпотечних облігацій (collateralized debt obligation, CDO), створених за допомогою сек'юритизації іпотечних кредитів. А на вершині її була ще більш грандіозна за своєю капіталізацією конструкція з кредитно-дефолтних свопів (credit default

swap, CDS), випущених для страхування іпотечних облігацій CDO від зниження їх ринкової ціни. Коли вартість нерухомості досягла максимуму і почала знижуватися, ця нестабільна конструкція почала руйнуватися, спричинивши глобальну фінансову кризу 2007–2009 років.

Корені цієї кризи потрібно шукати у 2000 р. Тоді ФРС після краху інтернет-компаній («доткомів») за декілька місяців знизилася ставка з 6,5 до 3,5 %, а після терористичного акту в США 11 вересня 2001 р. – до 1 %. Низькі ставки означали дешевий кредит, до того ж вимоги до одержання іпотечних кредитів все більше спрощувалися, щоб активізувати ринок. Так виникли всі умови для нового спекулятивного буму на ринку житлової нерухомості, який за масштабом і тривалістю був безпрецедентним. У США ціни на нерухомість з 1997 до 2007 р. збільшилися на 124 % (хоча індекс S&P 500 за той самий час знизився на 8 %), і 50 % приросту економіки в 2005 р. були пов'язані саме з підвищенням цін на житлову нерухомість. В Англії у ті самі роки ціни на нерухомість піднялися на 97% (хоча британський індекс FTSE знизився на 10 %). Іпотечний бум почався також у Франції, Іспанії, Австралії, Індії та інших країнах. Але американський спекулятивний бум виділявся своїм масштабом [26].

З 2001 до 2005 р. характер ринку іпотечного кредитування сильно змінився – стала швидко зростати частка ризикованих кредитів. На початку 2000-х років неплатежів за іпотечними кредитами було мало. Однак з 2003 р. кредитори, вичерпавши свою потенційну клієнтуру, почали залучати зовсім інший контингент ненадійних позичальників, які часто не мали доходів і навіть роботи. Їх приваблювали можливістю одержати кредит з нульовим першим внеском і перспективою його рефінансування під заставу придбаного будинку. Така практика швидко поширювалася, і обсяг кредитів під заставу ще не сплаченого будинку виріс з 20 млрд доларів на початку 1990-х років до 600–700 млрд у середині 2000-х років. На відміну від «першосортних», рпме, ці низькоякісні кредити називали subprime. У 1996 році обсяг ризикованих кредитів становив 96,8 млрд доларів, у 2002 році – 421 млрд із 3038 млрд (загальної вартості всіх іпотечних кредитів), у 2006 році – 640 млрд із 2886 млрд [3, с. 78–79].

Приблизно 80 % іпотечних кредитів (і надійних, і ризикованих) були сек'юритизовані і перетворені на цінні папери. Спершу здавалося, що в ризикованих іпотечних кредитах проблем немає. Адже мало хто вірив, що ціни на нерухомість можуть знижуватися. До того ж, ризиковані кредити використовували і раніше, хоча раніше вони не мали масового характеру. А в 2000-і роки такими кредитами стали займатися найбільші іпотечні компанії та провідні банки, яких приваблювала перспектива знайти мільйони нових клієнтів. Для того, щоб замаскувати ризики ненадійних кредитів, банки стали поєднувати ці кредити разом з надійними в пули, випускаючи потім на їх основі за допомогою сек'юритизації нові цінні папери – облігації, забезпечені іпотечними борговими зобов'язаннями (CDO). Емісії CDO поділяли на багато траншів з різними відсотковими ставками і рівнями ризику. Усі вважали, що ціле безпечніше його частин, тому ризик дефолту за іпотечними облігаціями (які поєднали в собі багато первісних іпотечних кредитів різної надійності) був нижчим, ніж за самими кредитами. Так CDO стали тим новим фінансовим інструментом, який стимулював ринок іпотечного кредитування.

Ще більше посилювати спекулятивний ажіотаж кредитно-дефолтні свопи (CDS). Умови для їх масового поширення створив закон про модернізацію фінансових послуг 1999 року. Він не лише скасував закон Гласа-Стігола, але й дерегулював ринок кредитно-дефолтних свопів – їх тепер могли купувати всі бажаючі, незалежно від того, чи мали вони у власності цінні папери, які страхували за допомогою CDS. А це відкривало нові широкі можливості для гри на зниження. В передкризові часи деякі банки і хедж-фонди охоче цією можливістю скористалися, зробивши ставку на крах великих іпотечних компаній.

Під час випуску CDO цілеспрямовано поєднувалися в пули різнорідні активи. Це робилося для того, щоб CDO створювалися на основі інструментів, між ціною яких була слабка кореляція. Вважалося, що в цьому разі в основу CDO буде покладено диверсифікований пакет активів, імовірність одночасного дефолту за якими знижується. Зазвичай, для створення CDO обирали іпотечні облігації з найнижчим кредитним рейтингом BBB. Потім Рейтинг CDO штучно підвищувався до AAA (рейтингові агентства йшли на це за винагороду) за рахунок створення нібито диверсифікованого портфеля активів. У такий спосіб реальні ризики приховувалися і применшувалися, після чого CDO з рейтингом AAA можна було продавати у великих кількостях не дуже досвідченим інвесторам, особливо в Європі. Коли бум став максимальним, найвищий рейтинг AAA мали 60 % CDO, що саме по собі було дивним – зазвичай такий рейтинг мають менше 1 % найнадійніших корпоративних облігацій [12, с. 248].

Парадокс полягав у тому, що раніше, у 1980-і роки, нечисленні облігації, забезпечені іпотечними кредитами, випускалися для переносу ризиків на облігаційний ринок і зменшення їх. А в 2000-і роки масовий випуск CDO відбувався вже не для переносу ризиків на інший ринок, а для їх приховування через ускладнення і маскуванню. Сек'юритизація іпотечних кредитів і випуск CDO настільки поширилися, що напередодні кризи ці синтетичні фінансові продукти становили майже половину всіх цінних паперів, що перебували в обігу [14, с. 20].

Ринок CDO у 2000–2006 рр. зріс з 275 млрд до 4,7 трлн доларів, але ринок CDS зростав у чотири рази швидше – з 920 млрд доларів у 2001 р. до 62 трлн наприкінці 2007 р. (при тому, що капіталізація всього

американського ринку цінних паперів у 2007 р. становила 18,5 трлн доларів, з них ринку державних облігацій – 4,5 трлн [13, с. 29]. У 2008 р. обсяг ринку кредитно-дефолтних свопів досяг 80 трлн доларів. Це був величезний ринок з величезним ризиком. Якщо один з його учасників не міг виконати свої зобов'язання перед іншим, той втрачав мільярди. Коли одна компанія чи банк давала іншій кредит у мільярд доларів під 13 % річних, вона купувала в банку-посереднику кредитно-дефолтні свопи для страхування ризику неповернення цього кредиту (зазвичай за ціною 8 % від суми кредиту), і банк одержував 80 млн доларів комісійних за рік. Про те, що у разі виникнення проблем, банк повинен буде сплатити мільярд доларів, намагалися не думати. Або пропонували взяти іншому банку на себе частину ризиків (наприклад, 90 %). Тоді перший банк одержував 8 млн комісійних на рік і ніс відповідальність за 10 % ризику, а банк-партнер – 72 млн з відповідальністю за 90 % кредитного ризику.

Обсяг ринку CDS швидко зростав з 800 млрд доларів у 2001 р. до 26 трлн у 2006 р. і 80 трлн у 2008 р., значно перевищуючи вартість застрахованих цінних паперів (переважно це були іпотечні облігації CDO). Більше половини кредитно-дефолтних свопів було випущено зі спекулятивною метою, для гри на зниження – у їх власників не було жодної іпотечної облігації. Меж росту в цього ринку не було – клієнти купували в банків CDS на будь-яку суму, а банки одержували свій прибуток, не задаючи питання, чи є взагалі в клієнтів облігації, для страхування яких вони купують CDS. З кредитно-дефолтними свопами працювало тільки 17 банків, найбільшими з яких були Bank of America, Barclays, Citigroup, Credit Suisse, HSBC, Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Lehman Brothers, Royal Bank of Scotland, UBS. Для того, щоб мати можливість виплатити суми, застраховані кредитно-дефолтними свопами, кожному з цих банків потрібно було б мати резерви по 5–10 трильйонів доларів, що було нереально.

Так напередодні кризи на ринку іпотечних паперів утворилася величезна спекулятивна піраміда з синтетичних фінансових інструментів – CDO і CDS. Більшість учасників цього ринку вірила, що покупці нерухомості завжди зможуть одержати новий іпотечний кредит зі сплатою низьких відсотків у перші два роки, тому немає підстав для хвилювання. Але з червня 2004 по липень 2006 р. ФРС стала піднімати ставку, підвищивши її за два роки з 1 % до 5,25 % і утримуючи на такому рівні до серпня 2007 р. Подорожчання кредитів мало на меті загальмувати ажіотаж на ринку. Однак це призвело до зовсім іншого результату – до падіння цін на нерухомість з середини 2006 р. і збільшення кількості неплатежів за іпотечними кредитами.

Спершу зниження цін було невеликим – у другому кварталі 2007 р. лише на 3 %, однак у другому кварталі 2008 р. ціни впали на 15 %. Саме в цей час закінчилися два роки низьких відсотків за іпотечними кредитами, і багато ненадійних позичальників не змогли продовжувати сплати за іпотечними кредитами. На ринку іпотечного кредитування почалася стагнація – пропозиції з продажу нерухомості значно перевищили попит. А з середини 2008 р. ціни на житло стали швидко знижуватися. В цілому з 2006 по 2008 р. продаж житлової нерухомості зменшився на 30 %, ринок нерухомості значно скоротився, і кредитування на ньому повернулося до своєї традиційної форми. А ціни на низькоякісні ризиковані CDO впали до 10 % номіналу.

Спад на ринку іпотечного кредитування став помітним з початку серпня 2007 р. коли American Home Mortgage – одна з найбільших компаній, що видавали іпотечні кредити, – 6 серпня оголосила про припинення діяльності і звільнення більшості співробітників через скорочення ринку. А 9 серпня керівництво найбільшого французького банку BNP Paribas заявило про припинення виплат у трьох фондах грошового ринку (із сумарним капіталом 2,2 млрд євро), що належали банку. Причина – падіння ліквідності на американському ринку CDO. Керівництво французького банку драматично, але по суті вірно заявило, що ринок, на якому перебували в обігу активи цих трьох фондів, фактично перестав існувати, і тому Paribas не має змоги оцінити вартість активів фондів.

Це був сигнал до масової паніки. Щоб уникнути її, Європейському центральному банку довелося 9 серпня терміново вкласти 95 млрд євро в банківську систему країн євросони. Це допомогло уникнути загального обвалу через падіння цін американських іпотечних паперів. Подібну фінансову допомогу виділили ФРС США і Банк Японії. А 10 серпня 2007 року Європейський центральний банк надав банкам додатково 61 млрд євро, 13 серпня – ще 47,7 млрд [17].

Швидко знижувалися ціни і на акції найбільших американських іпотечних агентств Fannie Mae і Freddie Mac, які опинилися на грані банкрутства. Не допомогли ані постійна допомога з боку держави, ані могутня підтримка в урядових колах, ані тривалий досвід роботи, набутий за декілька десятиліть. Агентства були власниками приблизно половини (5,2 трлн доларів) з усіх іпотечних кредитів на загальну суму 12 трлн доларів. Після банкрутств іпотечних позичальників збитки агентств (із середини 2007 по середину 2008 р.) досягли 14,9 млрд доларів. А 15 липня 2008 р. на фінансових ринках швидко поширилася тривожна новина про майже повний крах найбільшого іпотечного агентства Fannie Mae – менше ніж за добу ціна його акцій з 12,87 до 6,82 долара, хоча ще недавно, у 2007 р. їх звична ціна була близько 70 доларів. У серпні 2008 р. ціна цих акцій знизилася ще більше – у Fannie Mae до 3,53 доларів, у Freddie Mac до 2,26 (з 67 доларів у 2007 р.)

У передкризові роки Fannie Mae, так само як Freddie Mac, відійшли від первісної мети свого створення – допомагати небагатим клієнтам одержувати іпотечні кредити. Ці два агентства, підтримувані державою, стали масово скуповувати іпотечні заставні, і з 2002 до 2007 р. кількість заставних на балансах обох компаній зросла на 100 %. Під забезпечення іпотечних заставних обидві компанії набрали величезні кредити, після чого їх сукупні борги перевищували 5 трлн доларів (у 65 разів більше власного капіталу). Кредити їм надавав уряд на вигідних умовах (0,2 %), після чого агентства самі давали ці капітали в борг під 1,8 % річних. Так ці дві компанії стали схожі на величезні підтримувані державою хедж-фонди, які заробляли на різниці відсотків.

Через можливість банкрутства іпотечних агентств 11 липня 2008 р. міністр фінансів США запропонував встановити над ними контроль держави. Однак загальний обсяг проблемних активів в агентствах досягав 2 трлн доларів, і прийняття таких боргів на баланс Казначейства США означало, що державний борг значно зростає. 30 липня 2008 р. президент Дж. Буш підписав указ, за яким Казначейство на свій розсуд могло або фінансувати обидва агентства, або ж націоналізувати їх. А 6 вересня поширилися чутки, що іпотечні агентства націоналізують – всіх менеджерів звільняють, і керування переходить у руки держави. Казначейство надало агентствам по 25 млрд доларів термінової допомоги і кредити по 100 млрд доларів.

Тим часом, 16 вересня 2008 р. на 60 % впала ціна на акції AIG (American International Group) – 18-ї за величиною страхової компанії світу і найбільшої в США. Поки AIG займалася страхуванням життя, вона одержувала стабільно високий прибуток і в неї не було проблем. Але все змінилося, коли AIG почала страхувати іпотечні облігації і там з'явився новий підрозділ – AIG Financial Products Corp (AIG FP). Там і почали займатися ризикованими операціями з кредитно-дефолтними свопами, які ледве не знищили всю компанію.

Підрозділ AIG FP виник у 1987 році, коли Говард Сосін перейшов у AIG з компанії Drexel Burnham Lambert, яка незабаром збанкрутувала після скандалу навколо «короля сміттєвих облігацій» Майкла Мілкена. Сосін вчасно відчув, що у Drexel починаються проблеми і перейшов до AIG разом з командою з тринадцяти співробітників Drexel, серед яких був і 32-річний Джо Касано. Незабаром невеликий підрозділ Сосіна почав давати такі самі високі прибутки, як і в Drexel. Сосін зробив ставку на операції з переносу ризику і процентні свопи, які у ті роки стали популярними. Тоді складних ризиків було чимало у фінансовій системі, і AIG FP у величезних кількостях приймала на себе ці ризики, спираючись на капітали і найвищий кредитний рейтинг материнської компанії – AIG. У тому, що страхова компанія страхувала фінансові ризики з низькою (як тоді здавалося) ймовірністю настання нічого дивного не було. Такими операціями займалася не лише американська AIG FP, а й багато великих страхових компаній у Європі – Zurich Re FP, Swiss Re FP, Credit Suisse FP, Gen Re FP [22].

Секрет діяльності групи Сосіна (яка, по суті, виконувала роль невеликого хедж-фонду у складі AIG) був у можливості дешевше брати кредити завдяки найвищому кредитному рейтингу AIG (AAA). Хоча команда Сосіна давала чималий прибуток, керівник AIG Моріс Грінберг з підозрою ставився до діяльності цієї групи (з огляду на банкрутство Drexel і голосний скандал навколо Майкла Мілкена). Розуміючи, що при такому ставленні Сосін незабаром може піти, Грінберг став стежити за операціями Сосіна, щоб зрозуміти, як той працює. Тому коли в 1993 р. Сосін пішов з компанії, забравши свою частку (200 млн. доларів), це ніяк не вплинуло на прибутковість підрозділу. Ніщо не вказувало на те, що ці операції можуть бути ризикованими.

Після звільнення Сосіна директором AIG FP став Джозеф Касано. Наприкінці 1997 р., коли почалася хвиля азіатських криз, Касано почав шукати способи захисту активів і дізнався про новий фінансовий інструмент, недавно створений у банку J.P. Morgan – кредитно-дефолтні свопи (CDS), які були страховкою на випадок дефолту кредитів або боргових інструментів [18].

Спершу в 1998 р. AIG FP вийшла на ринок корпоративних дефолтних свопів. Імовірність одночасного дефолту великої кількості компаній з високими рейтингами була мала, тому цей бізнес був вигідним для всіх – компанії могли бути спокійними, застрахувавши свої ризики, а AIG FP одержувала прибуток від такого страхування – 300 млн. доларів на рік, що становило 15 % від усього прибутку материнської компанії AIG. На початку 2000-х років дефолтні свопи почали все частіше використовуватися для страхування кредитів і так виникли кредитно-дефолтні свопи. А з кінця 2004 р. в центрі уваги AIG FP опинилися іпотечні кредити. Кредитно-дефолтні свопи продавалися з річною комісією 0,12 % від вартості активів, і за чотири роки їх частка в операціях страхування зросла з 2 % до 95 %. У 2005 р. за декілька місяців AIG FP застрахувала від дефолту низькоякісні іпотечні облігації з рейтингом ВВВ на 50 млрд доларів.

Оскільки одночасний дефолт за великою кількістю кредитів малоімовірний, CDS давали легкий і безпечний (як тоді здавалося) прибуток. Ще більші можливості вони давали для учасників гри на зниження, але Касано про це не думав. Так AIG FP почала все глибше занурюватися в бізнес кредитно-дефолтних свопів, потягнувши за собою і материнську компанію AIG, яка незабаром стала одним з основних у світі учасників цього ринку [21].

Коли Goldman Sachs застрахував можливі збитки за низькоякісними іпотечними облигаціями на суму 20 млрд доларів, AIG FP за декілька мільйонів доларів річного прибутку узяла на себе реальний ризик на 20 млрд доларів. Важко зрозуміти, якими мотивами керувалися люди з AIG FP. Однак у трейдерів з Goldman з'явилася можливість придбати в AIG FP кредитно-дефолтні свопи на CDO, випущені Goldman Sachs. Після чого вони спокійно почали свою гру на зниження, знаючи, що всі збитки застраховані. Не дивно, що цю схему потім назвали «великою грою на зниження».

Ухвалюючи рішення щодо продажу кредитно-дефолтних свопів, Дж. Касано чомусь вважав, що частка ризикованих кредитів не перевищує 10–20 %, хоча трейдери AIG FP добре знали, що насправді частка таких кредитів досягла 95 %. AIG FP страхувала іпотечні облигації за номіналом, беручи на себе зобов'язання виплатити мільярди доларів, якщо ціна облигацій впаде до 60–70 % номіналу. Очевидно, керівництво компанії вважало, що цього ніколи не буде, тому що воно вірило в надійність сек'юрітизації і стабільність CDO (особливо з рейтингом AAA), випущених такими відомими банками, як Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns, Citigroup. У цьому і була основна помилка. Перед кризою ніхто ще сумнівався в реальності високих рейтингів CDO, тому і не виділялися додаткові капітали на забезпечення кредитно-дефолтних свопів на той випадок, якщо вартість CDO почне знижуватися.

Коли ціни на іпотечні облигації почали падати в 2007 році, AIG опинилась у небезпечній ситуації – наближався момент, коли потрібно було сплатити за застраховані CDO величезні суми, яких AIG не мала. У такій ситуації були всі компанії, які займалися страхуванням іпотечних паперів – AMBAC Financial Group, MBIA та інші. Goldman Sachs, один з найбільших контрагентів AIG (а за ним і Merrill Lynch) стали вимагати від AIG виділення багатомільярдних сум для додаткового забезпечення кредитно-дефолтних свопів.

Після краху великого інвестиційного банку Lehman Brothers 16 вересня 2008 р. паніка охопила усі світові ринки – банки перестали видавати кредити не лише компаніям, але і один одному. А рейтингові агентства знизили рейтинги багатьох іпотечних паперів. Коли AIG не змогла надати додаткове забезпечення CDS, які страхували іпотечні папери, акції AIG відразу ж знизилися в ціні до 1,25 долара – на 95 % нижче їх звичайної ціни за останній рік. Так величезна страхова компанія опинилась на грані банкрутства. Крах цієї компанії, до того ж одразу після банкрутства Lehman Brothers, міг призвести до розвалу всієї американської фінансової системи, і уряд вирішив націоналізувати AIG, витративши на порятунок страхової компанії 85 млрд доларів щоб зупинити розвиток кризи. Однак на цьому справа не закінчилася, і загальна сума кредитів, наданих AIG державою, досягла 223 млрд доларів [6, с. 17].

З початком падіння ринків банку Goldman Sachs вдалося уникнути тих проблем, які мали Lehman Brothers, Merrill Lynch, Citi і Morgan Stanley. Хоча в банку була висока частка позичених капіталів і проблемні активи (стратегії всіх інвестиційних банків у ті роки були схожі), іпотечні трейдери банку Ден Спаркс, Майкл Свенсон і Джош Бірнбаум разом з фінансовим директором Девідом Вінеаром свідомо уникали «токсичних», ризикованих CDO. Ще в грудні 2006 р. вони заявили, що бум на ринку нерухомості незабаром закінчиться і всі іпотечні цінні папери знеціняться. А в липні 2007 р. Девід Вінеар листі до генерального директора банку Ллойда Бланкфейна вперше назвав політику банку щодо іпотечних паперів цілеспрямованою «великою грою на зниження», завдяки якій Goldman Sachs отримав у 2007 р. прибуток 4 млрд доларів [7, с. 11–12].

Завдяки цьому прибутку банк мав перевагу перед своїми основними конкурентами (Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch). Goldman Sachs також володів великим пакетом іпотечних паперів, але коли ціни на іпотечні папери стала падати, Спаркс і його група іпотечних брокерів переоцінила ці папери в травні 2007 року. Інформація щодо переоцінки швидко поширилася на ринку, спричинивши хвилю панічних настроїв. Першою жертвою цієї переоцінки стали два хедж-фонди банку Bear Stearns, що інвестували великі капітали в іпотечні папери, які були випущені Goldman Sachs і тепер знецінилися. У Merrill Lynch проблеми почалися також після того, як Goldman переоцінив іпотечні папери.

Про «велику гру на зниження», свідомо розпочату Goldman Sachs напередодні кризи, уперше заговорили 16 квітня 2010 р. Тоді Комісія з цінних паперів і бірж (SEC) висунула позов проти цього банку з обвинуваченням у шахрайстві в зв'язку з випущеними ним синтетичними CDO. Структура цього деривативу була навмисно заплутана, але її суть полягала в тому, що якщо виплати за іпотечними кредитами продовжаться, цінні папери збережуть свою вартість. А якщо виплати припиняться або їх порядок буде порушений, вартість CDO почне падати. Інвестори, що купували ці інструменти, зробили ставку на те, що виплати за іпотечними кредитами продовжаться. А Goldman Sachs свідомо зробив ставку на зниження цін. Фабрис Турре, віце-президент Goldman, що витратив близько шести місяців на створення цього випуску CDO з умовною назвою ABACUS 2007-AC1, не раз робив оптимістичні заяви щодо прибутковості цих паперів, навмисно вводячи в оману інвесторів. Хоча один з найбільших клієнтів Goldman, управляючий хедж-фондом Джон Полсон заплатив банку 15 млн. доларів за випуск цих CDO на загальну суму 2 млрд доларів, також зробивши ставку на те, що домовласники не зможуть сплачувати борги за іпотечними кредитами.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Аналіз перебігу кризи 2007–2009 років засвідчує, що крім очевидних загальноекономічних причин глобальної фінансової кризи (завищені ціни на ринку нерухомості, зростання ризикованих ненадійних іпотечних кредитів) визрівання кризи було пов'язано з величезними спекулятивними пірамідами зі специфічних фінансових інструментів. Ними були іпотечні облігації CDO (створені за допомогою сек'юритизації іпотечних активів) та кредитно-дефолтні свопи CDS, обсяг ринку яких (80 трлн доларів у 2008 році) перевищував загальносвітовий ВВП. Стрімкому зростанню ринку кредитно-дефолтних свопів сприяла ризикована політика основного їх емітента – однієї з найбільших у світі страхової компанії AIG. А безпосереднім поштовхом до кризи стала «велика гра на зниження», розпочата інвестиційним банком Goldman Sachs, хедж-фондом Джона Полсона і деякими іншими учасниками ринку.

Вивчення специфіки таких призначених для страхування ризиків фінансових інструментів, як кредитно-дефолтні свопи, є перспективним напрямом подальших досліджень автора.

Список використаної літератури:

1. Барановський О.І. Фінансові кризи: передумови, наслідки і шляхи запобігання / О.І. Барановський. – К. : Київ. нац. торг. екон. ун-т, 2009. – 754 с.
2. Бэр Х. Секьюритизация активов / Х.Бэр. – М. : Волтерс Клувер, 2006. – 624 с.
3. Вайн С. Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания / С.Вайн. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. – 302 с.
4. Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А.Гринспен. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. – 520 с.
5. Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э.Дэвидсон. – М. : Вершина, 2007. – 592 с.
6. Зингалес Л. Капитализм для народа. Либеральная революция против коррумпированной экономики / Л.Зингалес. – М. : Изд-во Института Гайдара, 2016. – 368 с.
7. Коэн У. Деньги и власть: как Goldman Sachs захватил власть в финансовом мире / У.Коэн. – М. : Альпина Паблишер, 2013. – 680 с.
8. Кругман П. Возвращение Великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата / П.Кругман. – М. : Эксмо, 2009. – 336 с.
9. Льюис М. Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы / М.Льюис. – М. : Альпина Паблишер, 2011. – 280 с.
10. Миркин Я.М. Международная практика прогнозирования мировых цен на финансовых рынках (сырье, акции, курсы валют) / Я.М. Миркин. – М. : Магистр, 2014. – 456 с.
11. Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С.З. Мошенский. – М. : Экономика, 2010. – 280 с.
12. Раджан П. Линии разлома: скрытые трещины, всё ещё угрожающие мировой экономике / П.Раджан. – М. : Изд. Института Гайдара, 2013. – 416 с.
13. Скидельски Р. Кейнс. Возвращение мастера / Р.Скидельски. – М. : Юнайтед Пресс, 2011. – 253 с.
14. Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж.Сорос. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2008. – 192 с.
15. Сорос Дж. Алхимия финансов / Дж.Сорос. – М. : Диалектика, 2011. – 347 с.
16. The Day the Mortgage Crisis Went Global. A look at the problems exposed by the events that day and what investors, bankers have learned since then // The Wall Street Journal. – 2017. – Aug. 9.
17. ECB injects 95 bn to aid markets // Financial Times. – 2007. – Aug. 10.
18. Fitzpatrick D. J.P. Morgan Commodities Chief Takes the Heat / D. J.P. Fitzpatrick // The Wall Street Journal. – 2010. – 9 Oct.
19. King M. The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy / M.King. – N.Y. : W.W. Norton & Company, 2016. – 368 p.
20. Lessons from the Financial Crisis. Causes, Consequences and Our Economic Future / Ed. R.Colb. – N.Y. : Wiley, 2010. – 667 p.
21. Morgenson G. Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk / G.Morgenson // The New York Times. – 2008. – Sept 27.
22. O'Harrow R. The Beautiful Machine / R.O'Harrow // Washington Post Staff Writers. – 2008. – Dec. 29.
23. Sorkin A. Too Big to Fail. The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System – and Themselves / A.Sorkin. – N.Y. : Penguin Books, 2010. – 618 p.
24. Tavakoli J. Collateralized Debt Obligations & Structured Finance. New Developments in Cash & Synthetic Securitization / J.Tavakoli. – L. : John Wiley & Sons, 2003. – 338 p.
25. The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission of the of the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. – Washington : Official Government Edition, 2011. – 633 p.
26. Wolf M. US House Solution is not a Good One to Follow / M.Wolf // Financial Times. – 2008. – Sept. 9.

References:

1. Baranovskiy, O.I. (2009), *Finansovi kryzy: peredumovy, naslidky i shlyahy zapobigannja*, Kyi'v. nac. torг. ekon. un-t, Kyi'v, 754 p.
2. Bjer, H. (2006), *Sek'juritizacija aktivov*, Volters Kluver, Moskva, 624 p.

3. Vajn, S. (2009), *Global'nyj finansovyj krizis: mehanizmy razvitiya i strategii vyzhivaniya*, Al'pina Biznes Buks, Moskva, 302 p.
4. Grinspen, A. (2009), *Jepoha potrjasenij. Problemy i perspektivy mirovoj finansovoj sistemy*, Al'pina Biznes Buks, Moskva, 520 p.
5. Djevidson, Je. (2007), *Sek'juritizacija ipoteki: mirovoj opyt, strukturirovanie i analiz*, Vershina, Moskva, 592 p.
6. Zingales, L. (2016), *Kapitalizm dlja naroda. Liberal'naja revoljucija protiv korrumpirovannoj jekonomiki*, Izd-vo Instituta Gajdara, Moskva, 368 p.
7. Kojen, U. (2013), *Den'gi i vlast': kak Goldman Sachs zahvatil vlast' v finansovom mire*, Al'pina Publisher, Moskva, 680 p.
8. Krugman, P. (2009), *Vozvrashhenie Velikoj depressii? Mirovoj krizis glazami nobelevskogo laureata*, Jeksmo, Moskva, 336 p.
9. L'juis, M. (2011), *Bol'shaja igra na ponizhenie. Tajnye pruzhiny finansovoj katastrofy*, Al'pina Pablsherz, Moskva, 280 p.
10. Mirkin, Ja.M. (2014), *Mezhdunarodnaja praktika prognozirovaniya mirovyh cen na finansovyh rynkah (syr'e, akcii, kursy valjut)*, Magistr, Moskva, 456 p.
11. Moshenskij, S.Z. (2010), *Rynok cennyh bumag: transformacionnye processy*, Jekonomika, Moskva, 280 p.
12. Radzhan, R. (2013), *Linii razloma: skrytye treshhiny, vsjo eshho ugrozhajushhie mirovoj jekonomike*, Izd. Instituta Gajdara, Moskva, 416 p.
13. Skidel'ski, R. (2011), *Kejns. Vozvrashhenie mastera*, Junajted Press, Moskva, 253 p.
14. Soros, Dzh. (2008), *Novaja paradigma finansovyh rynkov*, Mann, Ivanov i Ferber, Moskva, 192 p.
15. Soros, Dzh. (2011), *Alhimija finansov*, Dialektika, Moskva, 347 p.
16. «The Day the Mortgage Crisis Went Global. A look at the problems exposed by the events that day and what investors, bankers have learned since then» (2017), *The Wall Street Journal*, from Aug. 9.
17. «ECB injects 95 bn to aid markets» (2007), *Financial Times*, from Aug. 10.
18. Fitzpatrick, D. J.P. (2010), «Morgan Commodities Chief Takes the Heat», *The Wall Street Journal*, from 9 oct.
19. King, M. (2016), *The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*, W.W. Norton & Company, N.Y., 368 p.
20. Colb, R. (ed.) (2010), *Lessons from the Financial Crisis. Causes, Consequences and Our Economic Future*, Wiley, N.Y., 667 p.
21. Morgenson, G. (2008), «Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk», *The New York Times*, from sept 27.
22. O'Harrow, R. (2008), «The Beautiful Machine», *Washington Post Staff Writers*, from dec. 29.
23. Sorkin, A. (2010), *Too Big to Fail. The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System – and Themselves*, Penguin Books, N.Y., 618 p.
24. Tavakoli, J. (2003), *Collateralized Debt Obligations & Structured Finance. New Developments in Cash & Synthetic Securitization*, John Wiley & Sons, London, 338 p.
25. «The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission of the of the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States» (2011), Official Government Edition, Washington, 633 p.
26. Wolf, M. (2008), «US House Solution is not a Good One to Follow», *Financial Times*, from sept. 9.

Мошенський Сергій Захарович – доктор економічних наук, професор кафедри фінансів і кредиту Житомирського державного технологічного університету.

Наукові інтереси:

– фінансова історія.

Тел.: (044) 494–19–12.

E-mail: ec@planeta.ua.

Стаття надійшла до редакції 05.07.2018.