

Поделиться



[Facebook](#)



[Twitter](#)



[Pinterest](#)



[LinkedIn](#)

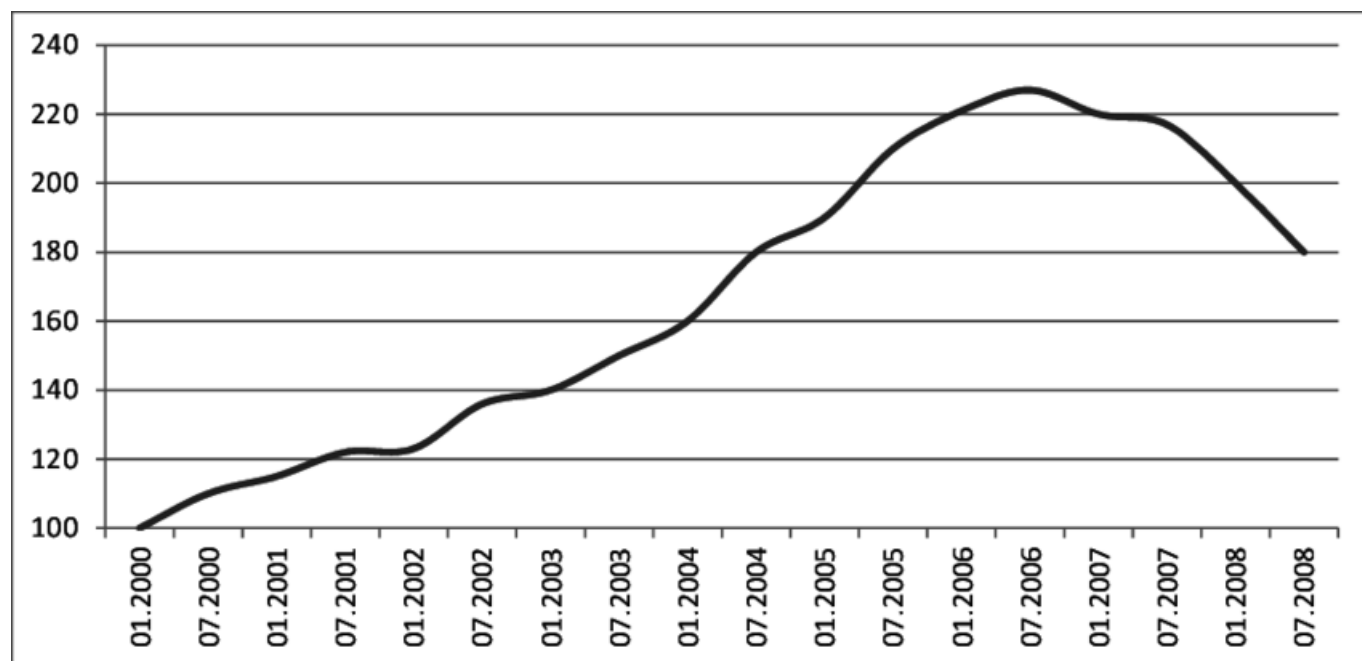
## Ипотечный крах 2008

Кризис, обваливший мировую экономику в 2008 году имеет несколько отличий от тех, которые случались до него. До 2008 года в истории США никогда не было дефолта на рынке ипотечных бумаг. Никто не верил в то, что это может произойти. По масштабу и охвату ипотечный кризис значительно превосходит последствия Великой Депрессии, хотя относительные экономические показатели, все же не так плохи, благодаря действиям наученных опытом властей. Тем не менее, падение на рынке ипотечного кредитования повлекло за собой цепь разрушительных последствий. Только в США около 10 миллионов американцев потеряли свои дома, оказавшись неспособными платить за ипотеку. Обанкротились банки, имевшие столетнюю историю. Цены на недвижимость рухнули на 30-40 процентов. Уровень безработицы достиг в июне 2009 года 10 процентов. Вместе с тем, кризис стал исключительно редкой возможностью для тех, кто оказался проницательнее толпы. Как, например, Джон Полсон, действовавший вопреки настроениям большинства и сумевший одной сделкой заработать более 20 миллиардов долларов. Это самая большая сделка в истории Уолл-Стрит за все время существования.

## Предпосылки

Авторитетные источники единогласно утверждают, что крах на рынке ипотечного кредитования был вызван сочетанием трех главных причин: ростом субстандарного кредитования, то есть выдача кредитов клиентам с высоким риском невозврата, низким уровнем надежности ипотечных облигаций и недостаточным вниманием со стороны регулирующих органов. В 2005 году инвесторы были в восторге, наблюдая стремительный рост объемов продаж на рынке жилья. Банки, ипотечные фонды,

консультационные компании зарабатывали миллиарды долларов на сделках в сфере недвижимости. Цены на жилье росли невиданными темпами и, казалось, их не остановить. С января 2000 года по июль 2008 года цены выросли почти в 2,5 раза ([по данным JUROWSKI and ZEGADŁO, 2009, p. 77](#))



Причиной такого бурного роста стало резкое снижение ставки Федеральной Резервной системой США. Начиная с января по декабрь 2001 года, ставка снижалась 11 раз с 6,75 процентов до 1,75. Логика этих действий заключалась в стремлении стимулировать экономику и преодолеть пессимистические настроения, вызванные крахом интернет-компаний на фондовом рынке в 2000 году и последовавшей серией терактов 11 сентября 2001 года, унесших жизни 3000 человек.

Кроме того, регулирующие органы существенно ослабили контроль в секторе кредитования жилья, чтобы дать возможность приобрести жилье более широкому кругу граждан. Банки первыми оценили размеры «Большого Куша», который гарантировала ставка 1,75 процентов. Но, проблема была в том, что потенциал наживы намного превышал технические возможности самих банков. Что делать и как привлечь деньги? И банки нашли выход. Они решили привлекать деньги продажей инвесторам ипотечных облигаций MBS. Нельзя сказать, что до этого эти ценные бумаги не использовались. MBS придумал Льюис Раньери, работавший в конце 1970-х на финансовую кампанию Salomon Brothers. Он устроился туда в 1968 году и работал сначала ночным оператором входящей корреспонденции, но быстро продвинулся по

службе. Интересно, что Раньери бы никогда не попал в мир финансов и не стал «отцом» облигаций MBS, если бы ему не помешала астма работать шефом в итальянском ресторане, о чем он действительно мечтал.

Что придумал Льюис Раньери? Дело в том, что в конце 70-х годов у банков существовала дилемма — выдать срочный кредит на короткий срок с высокой ставкой или ипотечный с низкой ставкой на длительный период. Очевидно, что они зарабатывали больше на «коротких» кредитах. Банки не хотели связываться с ипотекой и ограничивали количество выдаваемых кредитов на покупку жилья. Раньери придумал, как превратить долгосрочные обязательства по ипотеке длительностью 20-30 лет в 5-10- летние облигации и продавать их инвесторам. Тем самым, банки гораздо быстрее возвращали свои деньги, продавая облигации инвесторам и, таким образом, снова использовали их для выдачи кредитов. Идея гениальная, хотя, возможно, немного похожа на «пирамиду». Но, тогда это еще не было пирамидой. Это произошло позже, после того, как уполномоченные государством агентства начали манипулировать рейтингами ценных бумаг, уступая жадности банков. Изначально, ипотечные облигации представляли собой удобный инструмент, помогавший банкам эффективнее продавать свой товар — «ипотечные кредиты». Но, вскоре спрос на «надежные» ипотечные облигации значительно превысил количество выдаваемых ипотечных кредитов из которых они состояли. Чтобы выдавать большей кредитов, были снижены требования к заемщикам. Например, перед 2008 годом банки перестали требовать даже первоначальный взнос для покупки жилья. Купить дом с такими условиями мог практически любой заемщик с любой кредитной историей.

Естественно, это привело к падению надежности выдаваемых кредитов, объединявшихся в «пулы» для выпуска ипотечных облигаций. Это грозило снижением рейтинга надежности, что оттолкнуло бы инвесторов. Но и тут банки ловко вышли из затруднения. Они просто договорились с рейтинговыми агентствами, которые стали назначать высокий рейтинг новым производным ипотечным бумагам, состоящих уже не из «пулов» кредитных обязательств, а из ипотечных облигаций разного качества. Они получили название — «обеспечительные долговые обязательства» или, сокращенно, CDO (Collateralized Debt Obligation), в которых хитрые банки под транши надежных ипотечных облигаций «подсунули» транши с низкой надежностью, при этом сохранив прежний высокий рейтинг надежности.

## **CDO или финансовый «Франкенштейн»**

Спустя много лет после ипотечного кризиса 2008 года, отвечая на вопрос о MBS в

[интервью Institutional Investor](#) Льюис Раньери скажет: «Мы создали Франкенштейна.» Он признался, что не ожидал, чем это обернется: «Мы не могли представить, что рейтинговые агентства можно купить. Что деньги для них настолько важны, что они ломают свои же правила и завысят оценку (облигаций) в 2, 3 и более раз. Для меня это невозможно представить.»

Изначально принцип работы MBS заключался в следующем. Сначала банки выдавали ипотечные кредиты по договору отдельным заемщикам, после этого они объединяли, например, сотни договоров по определенным критериям в единый «пул» или пакет. Сформировав «пулы» они продавали их специальным финансовым организациям с государственным участием (GSE), например, Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) или Freddie Mac, обладавших правом выпуска, оценки и продажи облигаций. То есть, эти структуры из кредитных «пулов» формировали облигации MBS, делили их на части (транши) и продавали инвесторам. Инвесторы, купив их, имели стабильный доход через MBS в виде консолидированных платежей многочисленных ипотечных заемщиков, выплачивающих основной долг и проценты по ипотечному кредиту. Из траншей MBS состояла большая часть CDO.

В этой идее было прекрасно все: банки высвобождают капитал, увеличивают его оборачиваемость и снова пускают его в работу (при этом сложный процент делает чудеса), а инвесторы получают стабильные проценты от инвестиций в недвижимость, которая, как все были уверены до 2008 года, никогда не подведет.

Сначала объемы использования новых производных ценных бумаг были невелики — в 80-х годах, это около 100 млн в год. К началу третьего тысячелетия, через 20 лет после их внедрения, цифра несколько возросла, в 2000 году она составляла чуть больше 500 млрд долларов в год. Но, все изменилось после стремительного снижения ставки федеральной резервной системой в 2001 году. За год продажи MBS увеличились почти в три раза, а к 2004 году преодолели планку в [2,5 триллиона долларов](#).

Облигации CDO появились позже, в 1987 году, как расширенный вариант MBS. Они могли быть разных типов и включали уже не только долги по ипотечным кредитам, но и корпоративные займы, потребительские кредиты и т.д. Именно их начали широко использовать банки начиная с 2001 года, выпуская ценные бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами с высоким риском невозврата. За три года продажи CDO выросли почти в десять раз, с 30 миллиардов долларов в 2003 году до [225 миллиардов долларов в 2006](#) году. Масштабы «пузыря» можно оценить по следующему факту — в [2025 году объем рынка CDO](#) в США, спустя 20 лет составил всего 33,2 миллиарда долларов, то есть в почти в 8 раз меньше.

После снижения ставки Федеральной резервной системой в 2001 году до 1.75, и без того бурный рост жилищного строительства получил «второе дыхание». За десятилетие с 1990 по 2000 годы количество выданных разрешений для начала строительства выросло почти в 2 раза, [а к 2006 году в 3](#). Банки зарабатывали на этом дважды, как правило, давали в долг строительным компаниям для финансирования их проектов, а потом зарабатывали на продаже жилья в розницу населению. Спрос на жилье постоянно увеличивался и росли объемы продаж. Не стояли на месте и цены на жилье. Чтобы удовлетворить спрос, банки ослабили условия получения ипотечных кредитов. Банки ничего не теряли в то время. Даже если заемщик переставал платить, банки забирали у него дом и продавали его еще дороже, так как цены росли. Вследствие этого, ипотечный кредит можно было взять с очень низким первоначальным взносом и, даже, без него. Кроме того, стало необязательным даже подтверждать доход. Банки делали все, чтобы получить больше кредитных договоров. Перед кризисом появились ипотечные кредиты с плавающей процентной ставкой, она была минимальной вначале и увеличивалась в течение срока действия кредита. Вот пара примеров слоганов, использовавшихся банками в рекламе ипотечных кредитов в 2002 году:

«Zero Down Payment, Zero Hassle!»

Ноль первоначального взноса, ноль проблем!

[/su\_quote]

«Bad Credit? No Problem! We Can Help You Buy a Home Today!»

Плохая кредитная история? Не проблема! Мы поможем вам купить дом сегодня!

Спрос на недвижимость достиг такого уровня, что банкам не хватало собственной ликвидности. Именно тогда наступило время CDO, благодаря которым финансовые учреждения значительно увеличили свои возможности кредитования и получить еще больше денег. Им это было чрезвычайно выгодно, банки значительно увеличивали скорость оборота капитала за счет «превращения» ипотечных кредитов в набравшие популярность среди крупных инвесторов «надежные» облигации CDO. Довольно быстро банки поняли, что CDO для них выгоднее, чем собственно то, для чего они предназначены — ипотечные кредиты. Если пристальнее посмотреть на события с 2001 года на финансовых рынках, складывается впечатление, что в определенный момент «инструмент» (ипотечные облигации) поменялся местами с «продуктом» (кредитами), для которого он, собственно, был создан. Если в начале, CDO выпускали, чтобы продавать больше ипотечных кредитов, то перед кризисом 2008 года, банки стремились «создать» как можно больше ипотечных кредитов, не заботясь об их надежности, чтобы больше продать CDO.

Весь расчет строился на убеждении, что цены на недвижимость будут расти всегда и

что за всю предыдущую историю на американском рынке не было дефолта на ипотечном рынке. В этом были уверены все. Или, почти, все...

## Первые сомнения

Джон Полсон занимался, так называемым, арбитражем в сфере слияния и поглощения компаний. Если кратко, Полсон с партнерами находил небольшие компании, покупал их, затем объединял или делил, что изменяло стоимость акций, разница между «старыми» и «новыми» акциями составляла его прибыль. До ипотечного кризиса, он, что называется, «не хватал звезд с неба». Определенно, его инвестиционный фонд был прибыльным, но, к примеру, годовая прибыль в 2005 году составляла около 5 процентов, что можно отнести к очень средним результатам, так как в тот же период времени доходность индекса S&P [составила 4,91%](#). Другие фонды показывали куда более достойные результаты — в среднем около 9 процентов за год. На подходе к событиям, которые сделали его самым впечатляющим трейдером за всю историю, ему было 49 лет и он был старше многих 20-30 летних знакомых по бизнесу. Закончив учебу, он начал с консалтинга, но вскоре перешел работать в старейший и уважаемый инвестиционный банк **Bear Stearns**, основанный еще в 1923 году, где приобрел начальный опыт. Ему удалось сделать там карьеру, он занимал должность управляющего директора в отделе слияний и поглощений перед увольнением в 1988 году. Его увольнение было довольно странным решением на тот момент, ведь никто не мог тогда предположить, что **Bear Stearns**, отметившему 70-летний юбилей, осталось «жить» всего 20 лет и он будет уничтожен ипотечным кризисом в 2008 году.

Некоторое время Полсон был партнером в арбитражной фирме **Gruss Partners**. В 1994 году Полсон создал собственный хедж-фонд Paulson & Co, весь рабочий персонал которого состоял из двух человек и одним из них был сам Полсон. Размер капитала был под стать коллективу фонда — 2 миллиона долларов, это было очень мало для полноценной работы и заработка. Полсон стремился привлечь инвесторов. Проблема в том, что телефон не звонил. Никто не хотел вкладывать деньги в его фонд, состоявшем на тот момент из двух сотрудников — самого Полсона и помощницы Дженни Захария, позже ставшей его женой.. Первые клиенты появились почти год. Спустя некоторое время, фонд управлял капиталом несколько десятков миллионов долларов, в то время, как его коллеги управляли сотнями.

События 11 сентября, трагедия двух башен- близнецов изменили будущее Полсона и его фонда. В ответ на шок и неопределенность, Федеральная резервная система снизила процентные ставки, чтобы попытаться стимулировать экономику.

Это удешевило кредиты, в том числе и ипотеку, большее количества людей могло позволить себе жилье. Это дало толчок развитию в сфере строительства и связанных с ней производственных отраслей. Требовалось много денег. Банки и ипотечные организации ослабили свои требования к заемщикам, предлагая ипотечные кредиты даже тем, у кого не было кредитной истории. Полсон вспоминал: «Если вы были заемщиком и никогда не брали кредит или у вас был ужасный кредитный рейтинг, вы никогда не возвращали долги и у вас не было отложено денег, чтобы внести первоначальный взнос, вам бы все равно дали кредит в 110% от стоимости дома. То есть, вы, не имея денег, реально могли купить дом и даже получить 10% от стоимости сверху в ваш карман, как бы безумно это ни звучало.» Более того, например, компания Ditech Mortgage Finance, предлагала даже [125 процентов за заключение ипотечного договора](#).

В 2005 году 24% всех ипотечных кредитов было выдано без первоначального взноса, по сравнению с 3% в 2001 году. Из этих рискованных или субстандартных ипотечных кредитов, как было описано выше, составлялись блоки займов, потом их покупали такие организации, как Lehman Brothers и Merrill Lynch. Они конвертировали эти пакеты в биржевые ценные бумаги (CDO) и продавали их, как обеспеченные ипотекой, широкому кругу инвесторов по всему миру, от японских пенсионных фондов до швейцарских банков.

Явный пузырь на ипотечном рынке никто не хотел замечать. По данным рейтинговых агентств Moody's и S&P, в истории еще никогда не было дефолта на американском ипотечном рынке.

Банкиры отрицали полностью возможность дефолта.

Полсон вспоминал, что в ответ на его доводы, о том, что рынок жилья стоит на пороге дефолта, сравнимого с Великой Депрессией, он услышал смех.

Единственное, что удерживало ипотечный рынок на плаву — цены на жилье быстро росли. Если заемщик не мог выплатить ипотеку, кредитор забирал дом обратно продавал его еще дороже, поскольку стоимость недвижимости росла. Это хорошо работает, если ничто не помешает и дальнейшему росту. Очень мало людей задавали себе вопрос, что будет, если рост цен прекратится?

Паоло Пеллегрини, родившийся в Риме и получивший там образование инженера, а потом переехавший в США, попробовал найти ответ. Бывший одноклассник Полсона по Гарвардской бизнес школе, он обратился к Полсону с просьбой взять его на работу в 2004 году, когда его карьера аналитика в Mariner Investment Group в Нью-Йорке пошла под откос и он был, что называется «на мели». Он поступил на скромную (для финансовой сферы) зарплату в 45000 долларов. В то время Пеллегрини вряд ли мог

предположить, что спустя 4 года, он откроет собственную кампанию с капиталом 100 миллионов долларов.

Чтобы ответить на вопрос, что ждет ипотечный рынок, Пеллегрини изучил большой объем статистических данных о жилье и выявил тревожную тенденцию: цены на жилье росли в среднем на 1,4% в период с 1975 по 2000 год с учетом инфляции, а, начиная с 2000 средний рост составил в пять раз больше — около 7% в год. Это наводило на мысли о рыночном «пузыре».

Его анализ также показал, что цены на жилье пробили свою линию тренда, указывая на большую вероятность падения. Он и Полсон поняли, что в 2005 году «процветающий» ипотечный рынок жилья ни что иное, как картонный домик, который сохранял баланс из последних сил и непременно рухнет, когда цены на жилье начнут падать. Это был вопрос времени.

Полсон вспоминал позже: «Это стало для нас очевидно, но проблема в том, что отлаженный механизм по выдаче ипотечных кредитов и продажи их на финансовом рынке в виде ипотечных обязательств продолжал работать. Они просто не обращали внимания на то, что происходит. Они не могли остановить эту машину».

И тогда возникла идея. Пеллегрини предложил сделать Полсону ставку против ипотечного рынка путем покупки кредитно-дефолтных свопов.

Стоимость страховки, которую предоставляли свопы, составляла всего около 1% от суммы ипотечных облигаций. Банки не верили в дефолт. Они прятали улыбку и продавали Полсону свопы на миллиарды долларов так дешево, как будто это была страховка от вторжения марсиан. Поэтому эта сделка имела сильную асимметричность или «плечо». То есть, чтобы покрыть ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, на сумму 1 миллиард долларов, нужно было тратить в год за обслуживание свопов всего 10 миллионов долларов. Если дефолт не случится, убытки составят 10 миллионов долларов. Но если по ценным бумагам объявят дефолт, во что никто не верил, фонд Полсона получит 1 миллиард долларов. Именно так. Можно с помощью свопов можно застраховать ценные бумаги, не имея их в наличии, в отличие от обычной страховки, например, на недвижимость, вы не сможете застраховать дом вашего соседа от пожара.

Может показаться, что в этой сделке было мало риска для Полсона. Это не так. Нужно было оценить вероятность самого события, но период времени, когда оно произойдет. Полсон очень рисковал. Он скупил свопов на 25 миллиардов долларов и платил в год сотни миллионов за их обслуживание. Если бы дефолт немного «задержался» по времени, фонд разорился бы раньше, чем заработал.

Тем не менее, он говорил, что это того стоило: «По сути, мы рисковали 1%, чтобы

заработать 100%, если бы банки не выполнили свои обязательства в течение срока действия этих CDS (свопов), то есть, по истечении примерно двух лет. Так что это была очень перекошенная сделка, в которой мало теряешь, если сделка неуспешна, но много зарабатываешь, если все сработает».

Ни Полсон, ни Пеллегрини не работали ранее с кредитными свопами. Для понимания их нюансов требовались специальные знания. Пеллегрини получал информацию из обучающих программ, предоставленных брокерами Bear Stearns, а также получал информацию на отраслевых конференциях. Только после того, как пришло понимание, как работают свопы, фонд приступил к покупке CDS. Полсон не покупал все подряд. Его стратегия была выбрать для страхования облигации с наиболее уязвимыми траншами и большой вероятностью дефолта.

Ипотечные ценные бумаги включают в себя разные транши. Об этом говорилось выше. Каждый транш имеет разный уровень риска. Верхние транши, AAA. самые безопасные, а нижние — самые рискованные. Полсон стратегически нацелился на нижние транши BBB.

Общие годовые выплаты за обслуживание свопов были значительными, несколько сот миллионов долларов, даже по ставке всего 1%, поэтому Полсон искал инвесторов. Но найти инвесторов было сложно, потому что мало кто верил в его стратегию.

Полсон предлагал банкам и финансовым компаниям войти в «сделку всей жизни». В ответ нередко получал усмешки. В книге Грегори Цукермана, автора бестселлера «The Greatest trade ever» приведена история, когда Джеффри Таррант из хедж-фонда Protégé Partners предостерегал своих коллег в отношении предложения Полсона: «Люди из банка предупредили: «Он (Полсон) не имеет опыта в этой области» и «Он не знает, что делает». А эксперт Bear Sterns посоветовал Пеллегрини и Полсону: «Вам, ребята, нужно провести больше исследований по ценовым историческим данным». Когда Полсон возразил: «На чем же основаны ваши модели?», эксперт ответил: «С нашими моделями все в порядке. Мы занимаемся этим уже 20 лет».

Полсон был сбит с толку отсутствием интереса к сделке. Он сетовал: «Я не знаю, почему они не хотят участвовать в этой сделке всей жизни.» Ему удалось собрать 147 миллионов, в основном у друзей. Помимо ставки на падение ипотечных облигаций, Полсон купил акции крупнейших ипотечных банков, которые, очевидно, пойдут в случае дефолта в том же направлении, что и ипотечные облигации — New Century, Fannie Mae, Freddie Mac, Washington Mutual, IndymacBank, Bear Sterns, Lehman Brothers, City Bank.

Несмотря на насмешки «экспертов» из банков, Полсон был не одинок в своих предположениях. Забегая вперед, помимо Полсона, на ипотечном кризисе смогли заработать еще несколько инвесторов и трейдеров. О Майкле Бьюрри рассказывалось [здесь](#), он заработал около 100 миллионов для фонда, которым он управлял. Также, доводы Полсона показались убедительными и вдохновили на собственную сделку его друга, миллионера Джеффри Грина (Jeffrey Greene). Он заработал около 500 миллионов. Но никто из них и других инвесторов, не имел даже близко сравнимых с Джоном Полсоном размеров вложений.

К 2006 году цены рынке недвижимости несколько просели, но никаких заметных признаков надвигающегося дефолта еще не было. Полсон сохранял уверенность: » Это всего лишь вопрос времени.»

Понимание того, что он выиграл свою ставку пришло к Полсону в феврале 2007 года. Дело в том, что до начала 2007 года было трудно понять, сколько ипотечные облигации стоят в конкретный момент и что с ними происходит. Но, незадолго до нового 2007 года, появился индекс ABX, который отслеживал стоимость корзины из облигаций субстандартного (мусорного) кредитования. Этот индекс позволял точно определить состояние ипотечного рынка. В феврале с помощью этого индекса был поставлен ему ясный диагноз. Графики индекса ABX пошли вертикально вниз. Это стало первым свидетельством падения. Позже, в марте 2007 года крупнейший оператор субстандартных ипотечных кредитов в США New Century вдруг объявил о гигантских убытках, а затем и о банкротстве. Это была первая «крупная рыба», которая потянула за собой остальных.

После падения индекса, инвестиционные банки, продавшие Полсону свопы (CDS), признали дефолт и начали перечислять первые сотни миллионов долларов в качестве гарантии будущих выплат. Банки, которые смеялись над Полсоном в 2006 году, теперь сами пытались купить у него свопы назад, чтобы закрыть свои дыры. Цена свопов взлетела в десятки раз.

Это стало моментом истины. Полсон доказал, что он был прав. Если в 2006 году он выглядел как сумасшедший, который платит миллионы за «страховку от марсиан», то в феврале 2007-го он стал человеком, предсказавшем финансовое цунами и наблюдавшим за ним со стороны.

Полсон не праздновал свой успех и не собирал всех на вечеринку. В тот день, когда он понял, что заработал миллиарды, он вышел с офиса и отправился на пробежку в Центральный парк.

В одном из интервью Джона Полсон спросили, как ему удалось добиться такого успеха, есть ли у него секрет? Вот, что он ответил:» Я думаю, что трудно добиться успеха, если ты делаешь то, чем ты не хочешь заниматься. Некоторые могут сказать: «О, финансы — это здорово», прибыльный бизнес. Но если вы не увлечены финансами и занимаетесь ими потому, что кто-то другой вам об этом рассказал, а вы к этому равнодушны, вряд ли вы добьетесь успеха. Самая важная вещь, на которую стоит обратить внимание с точки зрения выбора карьеры -понять, что ты любишь делать. Может быть, вы хотите снимать фильмы или вы художник или вы хотите помогать людям или вам нравится медицина, наука, физика, математика. Я думаю, что неправильно спрашивать совета у других людей, чем тебе заняться, а лучше спросить себя, что бы я делал, если бы я не работал? Чем я люблю заниматься в свободное время? Добиться успеха можно в любой области. Так что, самый первый человек, которого следует спросить, — это вы сами. Что я люблю делать? Чем я увлечен? И это будет та область, в которой вам следует сделать карьеру. Когда вы увлечены чем-то, обучение происходит намного быстрее, и у вас больше шансов добиться большого успеха.»