

## Мировой финансовый кризис: опыт оценки дискуссий о причинах и последствиях

© 2010 Е.В. Фролова

аналитик

Ситибанк

E-mail: noly@yandex.ru

В статье рассмотрены причины кризиса. Автором проведен анализ состоятельности современных финансовых теорий в условиях кризиса. Обсуждаются пути выхода из кризиса.

*Ключевые слова:* финансовый кризис, причины, выход, финансовые теории.

Ряд ведущих мировых экономистов неоднократно предупреждали о неизбежности кризиса. Среди них можно отметить П. Кругмана, Нобелевского лауреата 2008 г., Н. Рубини, профессора Нью-Йоркского университета, Н. Талеба<sup>1</sup>. В декабре 2006 г. П. Кругман, базируясь на анализе динамики рынка облигаций, предвещал серьезное ухудшение экономики США. В том же 2006 г. Н. Рубини на конференции МВФ детально описал последствия наступающего кризиса - банкротство крупнейших инвестиционных банков и национализацию части активов банков и других финансовых институтов, а также отметил, что крах на рынке недвижимости вызовет эффект домино во всей финансовой системе.

Н. Талеб справедливо считает, что экономическая элита не прислушалась к тревожным прогнозам из-за своей чрезмерной веры в абстрактные математические модели. По его мнению, современные теории финансов не имеют связи с реальным рынком, поэтому прогнозы поведения рынков на основе этих моделей неверны<sup>2</sup>. Человеческая уверенность в своих знаниях опережает сами знания, рождая феномен сверхуверенности.

В своей книге "Черный Лебедь"<sup>3</sup> Н. Талеб в 2006 г. писал, что глобализация создала взаимосвязанную нестабильность, уменьшив волатильность и создав видимость стабильности. Финансовые институты объединяются во все более крупные корпорации. Увеличивающаяся концентрация капитала в банковской среде, кажется, уменьшает вероятность финансовых кризисов, но когда они все же случаются, они становятся более масштабными и дорогостоящими<sup>4</sup>.

Кризис для рынка облигаций начался 20 июня 2007 г., когда два хедж-фонда банка Bear Stearns объявили об убытках. Его кредиторы потребовали вернуть ссуду или увеличить обеспечение по облигациям из-за падения стоимости облигаций. Для возврата ссуды Bear Stearns начинает распродавать активы, вследствие чего спрэды на рынке корпоративных облигаций за

день увеличиваются на 100 базовых пунктов<sup>5</sup>. К началу августа 2007 г., когда фонд прямых инвестиций Allianz Bvts и немецкий банк ИКВ объявляют о своих финансовых проблемах, спрэд увеличивается еще на 250 базовых пунктов.

Рост ставок объяснялся тем, что банки не смогли точно определить размер инвестиций друг друга и поэтому начали резко ограничивать лимиты взаимного кредитования. Это показало факт недоверия инвесторов друг другу и несостоятельность банковской системы. Обеспеченные облигации и CDO стали представляться как инструменты, основанные на обмане, так как за ними не стоял реальный капитал.

П. Кругман объясняет скорость распространения кризиса с помощью термина "мировой финансовый мультипликатор"<sup>6</sup>. Финансовые институты, имеющие значительный объем международных инвестиций, в условиях низкой капитализации вынуждены продавать свои заграничные активы, что, в свою очередь, приводит к кризису других финансовых институтов и на других рынках. Кризис в полной мере подтвердил правоту этого тезиса<sup>7</sup>.

Совокупность факторов, приведшая к глобальному финансовому кризису, включает низкие процентные ставки, избыточную ликвидность, ошибки рейтинговых агентств, и, как результат, происходит потеря доверия со стороны инвесторов.

С одной стороны, вследствие либерализации мировой экономики снизилось количество качественных заемщиков, определенное недоверие к странам с развивающимися рынками внес кризис 1997-1998 гг. С другой стороны, в мире резко возрос спрос на безрисковые долговые инструменты. Такой спрос нередко стимулировали сами банки, которые средствами финансовой инженерии создавали и выпускали безрисковые инструменты. Для компенсации инфляции они должны были обеспечивать хотя бы какой-то доход. При этом не учитывалось, что словосоче-

тание “безрисковый высокодоходный финансовый инструмент” является оксюморонами. К таким безрисковым долговым инструментам принято было относить обеспеченные облигации и CDO.

Ситуация, когда рост бюджетных расходов происходил без роста процентных ставок, стала возможна благодаря тому, что на рынке появилась избыточная ликвидность. Развивающиеся страны, получившие деньги от высоких цен на сырье и снизившие свой государственный долг, активно покупали казначейские облигации США, считая их самым безрисковым активом. Объем полученных средств в результате этих покупок был настолько велик, что США могли не поднимать процентные ставки, продолжая увеличивать бюджетные расходы. Были и другие источники избыточной ликвидности: в развитых странах снижался корпоративный долг, увеличивались сбережения населения в пенсионных фондах и т.д.

В итоге рост спекуляций на рынке недвижимости при избытке ликвидности стимулировался низкими процентными ставками, а инвесторы, вкладывающие в обеспеченные ипотечными кредитами облигации, подтолкнули банки к предоставлению новых ипотечных кредитов. В дополнение процесс секьюритизации позволил и инвестиционным фондам участвовать в процессе финансирования населения. Банки не только сами выдавали кредиты населению, но и являлись посредниками по распределению финансовых ресурсов между населением и инвестиционными фондами. Тем самым создавалась иллюзия снижения рисков банков по кредитованию, так как они разделяли их с инвестиционными фондами. Использование долгового капитала стало тем “газом, который надул финансовую систему до тех пор, пока она не стала слишком большой, хрупкой и волатильной”<sup>8</sup>.

В результате избыточной ликвидности и спроса инвесторов на низкорискованные инструменты банки смогли выдавать кредиты в объемах, превышающих потребности платежеспособного населения США в ипотечных кредитах. Как результат, кредиты стали выдаваться бедным слоям населения и спекулянтам, у которых риск невозврата является наиболее высоким. Такой класс ипотечных кредитов называют кредиты “субпрайм”<sup>9</sup>, а облигации, обеспеченные данным типом кредитов, также стали называть облигациями “субпрайм”<sup>10</sup>. После того, когда в 2006 г. ФРС стала повышать процентные ставки, первыми, кто перестал платить, стали эмитенты облигаций, обеспеченные кредитами 2005-2006 гг.<sup>11</sup>.

В силу того что рынок субпрайма являлся новым молодым рынком, у рейтинговых агентств не было достаточной исторической информации

для присвоения им рейтинга. Не могло быть и данных о поведении населения категории “субпрайм” во время не фазы роста экономического цикла. В результате даже самые пессимистичные оценки о возможных уровнях дефолта по кредитам субпрайм и облигациям субпрайм (3-5%) оказались скорее слишком оптимистичными.

Как показывает анализ кризисов, все кризисы появляются на фоне возникновения новых рынков или неограниченного интереса инвесторов к новым технологиям. В условиях текущего кризиса произошло и образование новых рынков (как упоминалось выше, это рынки развивающихся стран), и проявление неограниченного интереса к структурированным продуктам и производным инструментам, которые практически не были под контролем регулирующих органов.

Опыт кризисов также показывает, что для правильной оценки всех рисков и прогнозирования реакции рынков недостаточно иметь только доступ к информации. Все были осведомлены, что рынок облигаций, обеспеченных высокорискованными кредитами, подвержен риску, но паническую реакцию именно в 2007 г. предугадать было сложно. Это в очередной раз доказывает, что рынок зависит не только от денежных средств, но и от эмоций и идей. Уверенность – это эмоции, и именно они заставили инвесторов покинуть рынок.

Многие экономисты, в том числе и Алан Гринспен, возглавлявший ФРС США до 2007 г., считают, что одной из причин того, что избыточная ликвидность стала “надуть пузырь”, была замедление роста процентных ставок в США. Если бы он начался раньше, то пузырь был бы меньше. Следовательно, пострадали бы в основном только слабые сегменты обеспеченных облигаций, но это бы не стало причиной падения всего финансового рынка.

Вторым фактором кризиса явилось техническое несовершенство оценки рисков новых сложных финансовых инструментов и, как результат, неправильный прогноз вероятности дефолтов по этим инструментам. Рейтинговые агентства предполагали постоянство корреляции между поведением финансовых активов. Такой прогноз делался на основе исторической информации, которая была недостаточной для новых сегментов рынка (например, ипотечных облигаций); базировалась на последнем периоде экономического роста, т.е. на фазе роста.

Все три агентства<sup>12</sup> публично заявили, что недооценили использованную в моделях CDO корреляцию между облигациями, обеспеченными жилой недвижимостью. В основе анализа рисков почти все участники рынка использова-

ли формулу Гаусса, которую Д. Ли адаптировал для CDO. Но формула перестала действовать, когда финансовые рынки начали развиваться не так, как предполагалось в формуле. Еще Д. Ли в 2005 г. предупреждал, что очень малое количество людей понимает действительно суть его модели. Ошибка модели заключалась в том, что в его подходе не было места неопределенности. Корреляция в модели считалась постоянной величиной, а не переменной.

Рейтинговые агентства в конце 2007 г. снизили рейтинг более 6000 траншей обеспеченных облигаций и CDO, что составляет примерно 50% от всех секьюритизаций 2006 г. Стабильность мировых банковских взаимосвязей, ускоренных потоков капиталов, которую должны были обеспечивать сложные кредитные деривативы, на практике оказались миражом - они аккумулировали все увеличивающиеся объемы замаскированного риска.

Таким образом, одной из основных причин кризиса стали проблемы с элементами самой финансовой системы - прежде всего, появление новых финансовых продуктов и технологий, увеличение доли небанковских финансовых институтов, проблема оценок рейтинговых агентств.

Масштаб ошибок рейтинговых агентств был неожиданным и привел к панике. В результате сразу возникла проблема доверия почти ко всем сегментам финансового рынка, оценивающегося в десятки триллионов долларов. Потеря доверия сразу привела к потере ликвидности. Как следствие, инвесторы прежде всего перестали покупать сложные структурные инструменты, многие из которых были созданы на основе обеспеченных облигаций. При этом большая доля таких неликвидных и обесцененных инструментов оказалась у банков.

Третий фактор - предположение о том, что высокая ликвидность на рынке будет сохраняться еще длительное время. По мнению экономистов Ч. Киндлебергера и Х. Мински, почти все современные кризисы связаны с недвижимостью. Поскольку недвижимость служит предметом залога для банков, постольку при наступлении кризиса у банков имеется большой залоговый портфель недвижимости, которую в кризис все банки одновременно пытаются продать, резко снижая ее стоимость, в результате чего и становятся неликвидными<sup>13</sup>. О прямой связи между бумом на рынке недвижимости и финансовыми кризисами говорили в своих работах и К. Рогофф, и К. Рейнхарт<sup>14</sup>.

О необходимости использовать индексы цен на недвижимость для оценки финансовой устойчивости экономики говорит также руководство

МВФ, "поскольку депозитные учреждения могут одновременно иметь значительные открытые позиции (как напрямую, так и косвенно) в отношении недвижимости, и на них может сказываться потенциальная изменчивость динамики цен. Кроме того, активы в форме недвижимости являются одной из крупнейших составляющих имущества частного сектора"<sup>15</sup>. К сожалению, данное руководство использовалось больше на бумаге, чем применялось в реальной экономике.

Проблема ликвидности заключается в том, что почти невозможно понять, когда наступает тот предел, после которого инвесторы перестают инвестировать, несмотря на то, что они обладают деньгами. Из-за субъективного поведения инвесторов невозможно спрогнозировать, как среагирует рынок на плохие новости: произойдет лишь его корректировка или обвал. Некоторые, может быть, и прогнозировали кризис, но легче было поддаться стадному чувству и двигаться как все.

В 2006 г. Н. Рубини уже говорил об окончании эпохи повышенной ликвидности: "Когда спрос растет, цены падают... Но с 1997 г. цены выросли на 90%, не имея при этом никаких экономических предпосылок: ни роста миграции, ни демографии, ни процентных ставок, ни реального дохода"<sup>16</sup>. Таким образом, рост рынка недвижимости объясняется спекуляциями, предполагающими продолжение увеличения избыточной ликвидности. Слишком много капитала ушло в наименее производительный сектор экономики.

К трем основным факторам кризиса (избыточная ликвидность, низкие процентные ставки, ошибки рейтинговых агентств) экономисты добавляют такие факторы, как отсутствие должного контроля со стороны регуляторов и наличие разных целей у финансовых институтов и общества в целом. Доля инструментов, не поддающихся регулированию, все возрастала, так же как и доля не поддающихся регулированию финансовых институтов.

В своем анализе Дж. Стиглиц, один из ведущих экономистов, предсказывающих текущий мировой кризис, заметил, что регуляторы, такие как, например, ФРС в лице Алана Гринспена, реально не верили в их действенность. Когда чрезмерное разрастание финансовой системы было фиксировано, они решили, что система сама будет способна прийти в норму на основе саморегулирования. При этом новые инновации только скрывали уровень системного риска и делали его менее прозрачным<sup>17</sup>, что привело к еще большему коллапсу финансовой системы.

Даже кризис А. Гриспен объясняет с точки зрения того, что "рука рынка" не сработала. Ро-

ста процентных ставок на фоне роста бюджетного дефицита, цен на недвижимость, краткосрочных ставок не произошло за счет приостановки действия “руки рынка”. Это стало возможным благодаря тому, что страны-экспортеры инвестировали избыточные суммы (которые оказались очень значительными) в долгосрочные долги правительства США. В результате их огромного спроса правительство США не должно было занимать у населения, что приводит к росту ставок. А из-за наплыва средств от инвесторов ставки были искусственно занижены и не отражали реальной ситуации в экономике.

В то же время верно Алан Гринспен указывает на тот факт, что пострадали самые зарегулированные институты - банки. То есть нельзя складывать всю ответственность на регуляторы, обвиняя их в том, что они бездействовали.

В своем выступлении на ежегодной встрече Американской экономической ассоциации в январе 2010 г. Б. Бернанке, председатель ФРС США, признался, что, для того чтобы начался кризис, нужно было сочетание определенных условий: необходимо, чтобы что-то стало источником “пламени” и чтобы появилось что-то, что сделает это возможным. По его мнению, таким источником служат низкие процентные ставки и избыточная ликвидность, которая образовалась из стран Азии и стран-экспортеров нефти. А “вспышка” стала возможной благодаря тому, что не было достаточного регулирования со стороны банков. Их система контроля оказалась непродуктивной и смогла выявить кризис только тогда, когда он начался<sup>18</sup>.

Таким образом, ни предыдущий, ни нынешний председатель ФРС США не видят причин кризиса в отсутствии регулирования на федеральном уровне, прежде всего, на уровне ФРС.

Саймон Вайн, ведущий специалист в России в сфере финансового консалтинга и инвестиций в ценные бумаги, называет современный кризис “кризисом сохранения богатства”<sup>19</sup>, так как именно с этой точки зрения легче всего объяснить механизм кризиса. Еще М. Фридман писал, что все общества основаны на жадности и задачей регуляторов является нахождение структуры, в рамках которой жадность принесет наименьший вред<sup>20</sup>.

Основной движущий фактор субъектов мировой экономики, который привел к кризису, - “жадность одних и недостаточная щепетильность в исполнении своих функций других”, как точно выразился Саймон Вайн<sup>21</sup>. Менеджерам выгоднее взять бонус сейчас, и акционерам выгоднее захватить рынок сейчас, чем ждать, когда его захватят конкуренты. Независимые рейтин-

говые агентства также получали значительную прибыль от присвоения рейтинга структурным инструментам<sup>22</sup> и, следовательно, им было выгодно присваивать высокий рейтинг клиенту, чтобы он не обратился в другое рейтинговое агентство.

Нельзя не согласиться, что факторы процикличности оказали большое влияние на усугубление и развитие кризиса. Основными такими факторами стали неограниченный рост финансового рычага и акцент на краткосрочные результаты с точки зрения вознаграждения и рисков. Еще Ф. Модильяни писал в своих работах, что равновесие на финансовом рынке может быть достигнуто либо с помощью сознательно вводимых институтов регулирования, либо через кризис.

Отсутствие теорий, которые действуют в условиях кризиса, или их слабость осложняют процесс прогнозирования развития текущего кризиса, а основные современные финансовые теории не подтверждаются текущим кризисом.<sup>23</sup>

Более того, основой современных финансовых теорий является предположение об эффективности рынка. Это означает, что поведение участников рынка является рациональным и что информация быстро учитывается рынком. Однако современные экономисты, предсказывающие кризис, например Дж. Сорос, исходили из теории рефлексивности<sup>24</sup>. Рефлексивность понимается как процесс, при котором цены формируются в основном представлениями участников биржи о будущей тенденции к их росту или падению. Согласно теории рефлексивности, поведение инвесторов иррационально, рынок подчиняется принципу позитивной обратной связи. Если он начал расти, то он растет, если начал падать, то падает.

Для преодоления кризиса правительствами разных стран принимаются два типа мер - краткосрочные с целью стабилизации финансовых рынков и восстановления доверия инвесторов и долгосрочные, направленные на внесение изменений в самих регулятивных и институциональных механизмах мирового финансового рынка, которые привели бы к устранению диспропорций, выявленных кризисом. На данном этапе развития кризиса правительствами были приняты только краткосрочные меры, долгосрочные меры носят пока декларативный характер.

В декларации саммита G20 в Вашингтоне были названы пять общих принципов проведения реформ: 1) повышение уровня прозрачности финансовых рынков и подотчетных компаний, в том числе посредством более полного раскрытия информации о сложных финансовых продуктах; 2) укрепление качественного регули-



рования функционирования финансовых рынков со стороны национальных и региональных органов власти, а также международных организаций; 3) обеспечение согласованности, цельности финансовых рынков; 4) укрепление международного сотрудничества между национальными и региональными регулирующими и надзорными органами; 5) реформирование международных финансовых организаций.

По мнению министра финансов А. Кудрина, предпринятые правительствами меры по поддержке экономик носят неоднозначный характер. Попытка поддержать спрос государственными методами и инструментами центральных банков и правительств, с одной стороны, сдерживала падение и проявление кризисных явлений, с другой - препятствовала краху пузырей, ставших отправной точкой для нынешнего кризиса<sup>25</sup>.

Той же точки зрения придерживается и Дж. Стиглиц относительно вливания 700 млрд. долл. в американскую финансовую систему. По его мнению, предпринятые меры защищают только крупные фирмы, позволяя им доминировать в финансовой системе США. К концу 2008 г. в большинстве развитых стран правительства стали собственниками финансовых институтов: под их контролем оказалось примерно 25% данного сектора<sup>26</sup>.

Н. Рубини предлагает в качестве мер выхода из кризиса покупать банки с плохим финансовым состоянием, "оздоравливать" их и продавать частным инвесторам по более высокой цене<sup>27</sup>. Он также не согласен с тем, что вливание средств в экономику не принесет нужных результатов, а только приведет к инфляции. По его мнению, полученные деньги банки не пустят в экономику, а направят на улучшение своей финансовой ситуации, следовательно, вливания денег в экономику не произойдет и не будет инфляции. Главное, чтобы правительства вовремя изъяли деньги из банков, когда ситуация стабилизируется. К. Рогофф, главный экономист МВФ, также согласен, что нужны именно фискальные меры по выходу из кризиса и даже, может быть, в большем объеме, чем предпринимают правительства<sup>28</sup>.

По мнению автора, данная точка зрения не совсем корректна. Рост инфляции в развитых странах, хоть и незначительный, все-таки опровергает вывод Н. Рубини. Меры, предпринятые правительствами, носят краткосрочный характер, а в долгосрочном плане необходимо кардинальное реформирование мировой финансовой архитектуры. Попытка разрешить кризис за счет только вливания денег в финансовую систему и

снижения ставок рефинансирования принципиально несостоятельна<sup>29</sup>.

Современный кризис показал, что в качестве основной задачи в сфере регулирования следует найти механизмы сглаживания противоречий между наднациональным характером инструментов и институтов финансового рынка и национальным характером деятельности регуляторов. При этом важно усилить роль государственных и наднациональных регуляторов финансовых рынков, направленную на снижение информационной асимметрии, возрастающей в условиях постоянного усложнения финансовых рынков, на разработку и принятие международного соглашения, определяющего глобальные стандарты регулирования и надзора в финансовом секторе, на разработку согласованных действий регуляторов по сдерживанию спекулятивных сделок и операций на финансовом рынке на различных этапах экономического цикла.

Отсутствие должного регулирования финансовой системы привело к тому, что возрос объем теневых операций в банковской системе, забалансовых операций и объем структурных продуктов и деривативов. Утверждение, что рынок сам себя сбалансирует, тоже способствовало усилению кризисных явлений. Уроки текущего кризиса показывают, что в стратегическом плане необходимо разработать и неотложно принять меры по регулированию финансовой системы как на национальном, так и на наднациональном уровнях, найти новый баланс в регулировании этой системы.

Можно выделить пять основных проблем, о которых сейчас говорят экономисты и эксперты международных организаций: 1) существующая система регулирования заботилась о стабильности и надежности отдельных институтов, а не о стабильности и надежности финансовой системы в целом; 2) резко изменилась структура финансовой системы в сторону финансовой активности, далекой от классической банковской деятельности, в сторону рынков структурированных продуктов<sup>30</sup>; 3) существующий режим регулирования не оказывает должной защиты потребителям и инвесторам; 4) у государства не было адекватных механизмов и институтов для регулирования всей финансовой системы. Так, небанковские финансовые компании не попадали под государственное регулирование, но при этом "оказались слишком большими, чтобы разориться"; 5) отсутствуют в полном объеме международный контроль и регулирование. Принятые стандарты и меры в отдельной стране могут иметь небольшой эффект в условиях глобализации.

Для решения первой и четвертой проблемы, как декларировали министр финансов США Т. Гайтнер и президент Национального экономического совета Л. Саммерс, будут увеличены требования по размеру капитала и ликвидности для всех финансовых институтов. При этом более строгие правила будут применяться для наиболее крупных и трансграничных компаний<sup>31</sup>. В дополнение к этому будет создан Совет регуляторов с расширенной координирующей функцией для всей финансовой системы. Планируется, что данный орган будет оценивать системный риск всей финансовой системы. Некоторые страны предпочитают передать эту функцию центральному банку, обосновывая это тем, что именно центральный банк заботится о финансовой стабильности, напрямую участвует в операциях рынка и способен выступать в роли кредитора последней инстанции.

Более того, по сообщению министерства финансов США, ФРС будет осуществлять регулирование финансовых холдинговых компаний системного значения и их дочерних компаний и аффилированных лиц внутри страны и за рубежом<sup>32</sup>. Это значит, что будет вестись надзор за всеми банковскими системными холдингами, системно значимыми платежными, клиринговыми и расчетными системами.

В докладе группы Ларозьера, куда входит сам бывший министр финансов Франции и семь других ведущих европейских экономистов, отмечается, что финансовое регулирование ЕС было слишком слабым и нуждается в срочном укреплении. Для этого группа рекомендует Еврокомиссии создать два новых учреждения, которые бы регулировали деятельность финансовых организаций в Европе. Для этого планируется учредить Европейскую систему финансового наблюдения, а также рекомендуется создание Европейского совета по системным рискам под руководством Европейского ЦБ, куда войдут представители органов, наблюдающих за деятельностью банков, страховых компаний и бирж<sup>33</sup>. Этот орган будет собирать и анализировать информацию, важную с точки зрения финансовой стабильности.

С целью решения второй проблемы предполагается ряд мер: внедрить строгие требования по отчетности для структурированных ценных бумаг, снизить доверие регуляторов и инвесторов к кредитным оценкам рейтинговых агентств, обязать банки-оригинаторы секьюритизации удерживать процент при ее размещении, а все операции отражать с внебиржевыми инструментами в реестре, что добавит прозрачности системе.

Важным вопросом регулирования является улучшение отражения забалансовой деятельности банков. Как жестко выразился аналитик Дж. Хефле в публикации к бюллетеню Л. Ларуша, по мере роста задолженности банкиры перевели экономику в “забалансовый виртуальный мир, где господствуют спекуляции”<sup>34</sup>. Необходимо вывести структурные продукты из забалансовой активности и начислять по ним резервы. Как показал опыт, во время кризиса данный тип инструментов превращается в низколиквидный инструмент.

Вывод с “забалансовых” счетов структурных продуктов, введение требований по созданию резервов по ним при повышении их уровня риска позволит снизить объемы этих продуктов, поскольку сделает их менее привлекательными. Это приведет к тому, что финансовые институты будут отказываться от сложных продуктов в сторону классических, более надежных финансовых инструментов, например корпоративных облигаций.

Для решения третьей проблемы должны быть введены меры по решению проблемы конфликта интересов. В частности, в программах вознаграждения руководства акцент необходимо сделать на долгосрочные, а не краткосрочные показатели прибыли. Рейтинговые агентства будут обязаны раскрывать информацию о своих отношениях с эмитентами, в том числе об их вознаграждении, а инвестиционные консультанты будут ограничены в некоторых видах деятельности. Р. Раджан (Raghuram Rajan), бывший экономист МВФ, предлагает ввести требование для финансовых институтов иметь капитал на непредвиденные случаи (contingent capital)<sup>35</sup>. Например, финансовые институты должны платить повышенные премии правительству в случае экономического бума и получать поддержку от государства в случае кризиса.

Ряд экономистов, а также представителей бизнеса считают одной из необходимых мер для выхода из кризиса внедрение глобального налога на транзакции, мотивируя это тем, что раздутый финансовый рынок стал слишком большим для общества<sup>36</sup>. Налог на транзакции еще называется налогом Тобина, по имени экономиста, впервые предложившего его. Эта идея была поддержана на давосском форуме 2010 г. президентом Deutsche Bank Й. Аккерманом и президентом Barclays Р. Даймондом<sup>37</sup>.

На взгляд автора, эта хорошая идея трудно реализуема. Во-первых, если обложить налогом транзакции с акциями и облигациями, то торговля переместится в сторону деривативов. Если обложить налогом и деривативы, то торговля

уйдет в сторону неторгуемых видов деривативов или для избежания налогообложения будут изобретены новые финансовые инструменты. Во-вторых, если применять данный тип налогов не во всем мире, то торговля уйдет в оффшорные зоны. Поэтому введение налога Тобина во всех странах, особенно с оффшорными зонами, представляется маловероятным. К тому же кризис возник не столько из-за большого объема торговли, сколько из-за большого объема принимаемого риска со стороны инвесторов.

Что касается решения проблемы международного контроля и регулирования, то эта проблема активно обсуждается на саммитах G20, над ней активно работают многие экономисты и эксперты<sup>38</sup>. Одно из предложений состоит в создании новой международной организации, члены которой придерживались бы единых правил при осуществлении регулятивной и финансовой политики. Пока же деятельность существующих международных организаций (МВФ, Всемирный банк и т.д.) оказалась малоэффективной в предотвращении кризиса, хотя ими и были приняты меры по совершенствованию аналитического инструментария для исследования проблем финансовых рынков<sup>39</sup>, нередко эти организации обвиняются в необъективности проводимой политики, игнорировании или недостаточном учете интересов развивающихся рынков<sup>40</sup>.

Положительно можно оценить тот факт, что значительная часть решений G20 основана на предложениях Форума финансовой стабильности. Эта организация, в отличие от многих международных организаций, которые обладают обширными полномочиями, но рекомендации которых носят в большой степени декларативный характер, занимается конкретными проблемами регулирования финансовых рынков. Важным моментом при этом является разработка механизмов, побуждающих государства к соблюдению совместно принятых решений.

Анализ вышеперечисленных мер свидетельствует о некотором отходе от преобладавшей до кризиса концепции невмешательства государства в сторону использования мер регулирования со стороны государства, направленных на улучшение целостности и прозрачности финансовой системы, управление рисками, связанными и с внешними факторами, что в конечном итоге приведет к более предсказуемому и регулируемому поведению финансовых рынков.

Следует, однако, отметить, что этой точки зрения придерживаются не все экономисты и политики. Некоторые из них до сих пор настаивают только на рыночном решении выхода из кризиса<sup>41</sup>. Академик С. Глазьев отмечает, что,

судя по декларациям международных конференций, политики и финансисты до сих пор не видят (или не хотят видеть. - *Е.Ф.*) глубинных причин кризиса, пытаясь сохранить существующую финансовую систему путем частичных улучшений<sup>42</sup>. Антикризисные меры ограничены в основном поддержкой ликвидности банковской системы, а не устраняют огромные диспропорции, накопленные финансовой системой.

Большинство российских экономистов, политиков, экспертов сходятся во мнении, что данный кризис носит структурный характер, что, по мнению академика Е.М. Примакова, "произошел кризис той модели капитализма, которая развивалась в Соединенных Штатах: "деньги - ценные бумаги - деньги"<sup>43</sup> и что "экономическую модель придется пересматривать во всем мире"<sup>44</sup>, так как постоянный рост спроса, денежного предложения и снижения стоимости кредитов больше работать не будут.

Западные экономисты и эксперты также выносят на обсуждение свои предложения по выходу из кризиса и смене экономической модели развития. По мнению Н. Талеба, после кризиса возникнет более здоровый вид капитализма - "капитализм 2.0"<sup>45</sup>. Восстановление финансовой системы начнется с ликвидации огромных объемов долга, введения правильной оценки рисков<sup>46</sup>. По его мнению, финансовая система с меньшей долей заемных средств будет более стабильной, особенно при увеличении альтернативных возможностей (*redundancy*)<sup>47</sup>. Он выдвигает необходимые условия для достижения такой устойчивости: а) нет такого игрока на рынке, который является слишком значимым, чтобы разориться; б) не разрешается никому играть слишком большими суммами денег. Дж. Стиглиц также предлагает улучшать законы о конкуренции, чтобы не было "слишком больших финансовых институтов"<sup>48</sup>.

На взгляд автора, данная идея является несколько утопичной, по крайней мере в ближайшее время. Тенденции последних лет, напротив, привели к образованию крупных международных институтов, которые вряд ли захотят добровольно дробиться и терять прибыль. В законодательном порядке это тоже вряд ли удастся сделать, так как в настоящее время бизнес и политика тесно переплетены. Предпринятые правительствами меры также подтверждают данный вывод: правительства накачивают экономику финансовыми средствами (заемными), тем самым увеличивая финансовый рычаг, а не уменьшая его.

Точка зрения автора состоит в том, что в долгосрочном плане необходимо внедрять новую модель развития общества, на основе которой

будет происходить перестройка экономической системы в целом, и финансовой системы в частности. Использование корпоративных облигаций в этой системе может стать одним из самых надежных инструментов для инвестиций. В ближайшее время трудно исключить дестабилизирующее влияние крупных финансовых институтов на мировую экономику, создание же международных регуляторов, в том числе и на региональном уровне, поможет смягчить и уменьшить возможное негативное воздействие. Диспропорции мировой экономики связаны в значительной степени с наличием конфликта интересов между развитыми и развивающимися странами. Чем более эффективно какое-либо решение для развитых стран, тем менее справедливо глобальное распределение ресурсов. В будущем мировой финансовый рынок должен обслуживать интересы не только развитых стран, но и всего мира в целом. Однако на данный момент реформы мировой финансовой архитектуры встречают значительное противодействие со стороны влиятельных сил как в среде бизнеса, так и на уровне высших государственных органов.

Что касается России, то российская экономика в последние годы развивалась во многом за счет внешних источников - высоких цен на сырье, "дешевых" кредитов иностранных банков. Результатом этого стал значительный размер внешнего корпоративного долга, превратившийся для страны в серьезную макроэкономическую проблему. Теперь России для выхода из кризиса и обеспечения долгосрочного устойчивого развития необходимо найти внутренние источники роста. В условиях кризиса для развивающихся стран, каковой является и Россия, открывается возможность ускоренного развития на гребне новой длинной волны экономического роста на основе быстрого формирования технологической основы уклада и модернизации его несущих отраслей<sup>49</sup>. России, чтобы получить от этого выгоды, необходимо уже сейчас поддерживать лидерство в тех направлениях, где она имеет технологическое преимущество, ускорить развитие тех направлений, где имеется значительное отставание, осуществлять коммерциализацию в остальных направлениях. Для этого необходимо решить проблему дефицита на внутреннем рынке длинных финансовых инструментов для модернизации экономики, используя механизмы и институты долгового финансирования.

<sup>1</sup> Кризис предсказывали и другие экономисты, в том числе: Д. Бейкер, В. Годли, Ф. Харрисон, М. Хадсон, Э. Янцен, С. Кин, П. Шиф, Р. Шиллер, М. Ершов, А. Кобяков, М. Хазин и др.

<sup>2</sup> В дальнейшем автор рассмотрит состоятельность современных финансовых теорий в условиях кризиса.

<sup>3</sup> Под "Черным Лебедем" Н. Талеб понимает событие, которое одновременно обладает тремя качествами: оно необычно и лежит за пределами наших ожиданий, последствия этого события крайне велики. Несмотря на нерядовой характер этого события, человеческая природа заставляет нас придумать такие объяснения этому событию, что оно выглядит задним числом объяснимым и предсказуемым

<sup>4</sup> *Taleb N.N. The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable.* N.Y., 2007. V. 61.

<sup>5</sup> Оценка делается на основании индекса iTraxx Crossover.

<sup>6</sup> <http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/10/05/the-international-finance-multiplier/>.

<sup>7</sup> Например, в 2008 г. Merrill Lynch продал свой портфель CDO номиналом 30,6 млрд. долл. за 6,7 млрд. долл., т.е. за 22 цента на 1 долл. номинальной стоимости. По оценкам Банка Англии, на конец 2008 г. потери ее финансовой системы от кризиса уже составили 2,8 трлн. долл. (*Merill Lynch. Global Economics weekly.* 2008. 3 August; *The Sixth Monthly Financial Stability Report, The Bank of England, Oct. 2008*).

<sup>8</sup> *Maneker M. Mr. Taleb Goes To Washington // The Big Money.* 2009. 26 March.

<sup>9</sup> Многие называют данные типы кредитов кредитами типа ниндзя, т.е. людей без дохода, работы и активов.

<sup>10</sup> В конце 2004 г. появились еще и кредиты класса Alt-A, по которым в первые годы либо не нужно было платить проценты, либо они были по очень низкой ставке, зато в конце срока - выше, чем по другим классам кредитов.

<sup>11</sup> Следует отметить, что и Европейский центральный банк удерживал процентную ставку на уровне 2% в 2003-2006 гг., что является историческим минимумом.

<sup>12</sup> *Standart&Poors, Moody's, Fitch.*

<sup>13</sup> *Kindleberger C.P. Manias, Panics and Crashes - A History of Financial Crises // 5<sup>th</sup> edition.* John Wiley&Sons, 2005.

<sup>14</sup> *Carmen C., Rogoff K. This Time is Different: eight Centuries of Financial Folly.* Princeton, NJ. 2009.

<sup>15</sup> Показатели финансовой устойчивости: руководство по составлению. Вашингтон, округ Колумбия, США, 2007. С. 110.

<sup>16</sup> *Robledo S.J. The Descent // New York Magazine.* 2006. 24 Sept.

<sup>17</sup> *Stiglitz J. Fed pumped too much money, aiding housing bubble.* URL: <http://www.cnn.com/2008/politics/09/17/stiglitz.crisis>.

<sup>18</sup> <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm>.

<sup>19</sup> *Вайн С. Глобальный финансовый кризис: Механизмы развития и стратегии выживания.* М., 2009. С. 12.

<sup>20</sup> *Friedman M. Capitalism and Freedom // Fortieth Anniversary Edition.* University of Chicago Press, 2002.

<sup>21</sup> *Вайн С. Указ. соч.* С. 14.



<sup>22</sup> Доход только Moody's за 1998 -2007 гг. вырос в 5 раз.

<sup>23</sup> Согласно теории управления портфелем Г. Марковица, чем более диверсифицирован портфель, тем больше снижается риск. Текущий кризис показал, что концепция диверсификации не работает в ситуации системных рыночных потрясений, сегмент CDO больше всего пострадал от кризиса, так как были определены неверные предпосылки о корреляции между активами. Теория оценки активов на рынках капитала В. Шарпа, основанная на предпосылках корреляции активов, не учитывает фактора ликвидности, который становится основным параметром в условиях кризиса. Теорию Модильяни-Миллера меньше всего опроверг кризис. Согласно ей, стоимость компании равна сумме ее акций и цены долга с поправкой на риск банкротства. Эта теория убеждает владельцев компании от чрезмерных заимствований с целью ускорения роста компании, так как эти заимствования могут привести к риску банкротства.

<sup>24</sup> Сорос Дж. Алхимия финансов. М., 1996.

<sup>25</sup> Кудрин отвел на "рассасывание" кризиса один - два года // Известия. 2009, 25 нояб. URL: <http://www.izvestia.ru/news/news222829>.

<sup>26</sup> Demirguc-Kunt A., Serven L. Are All the Sacred Cows Dead? Implications of the Financial Crisis for Macro and Financial Policies // World Bank Policy Research, Working Paper #4807, 2009.

<sup>27</sup> James F. Dr. Doom Has Some Good News // The Atlantic magazine, 2009, July/August.

<sup>28</sup> Chen S. Global Crisis 'Vastly Worse' Than 1930s". Bloomberg, 2009. 7 May.

<sup>29</sup> По данным опроса 223 экспертов из 51 страны мира, проведенного Институтом посткризисного мира в апреле-мае 2009 г., выявлено, что набор мер, который был принят на саммите G20 в Лондоне, был одобрен экспертами из развитых стран в размере 44,5%, экспертами из развивающихся - 31,4%.

<sup>30</sup> Теоретически секьютиризация должна была сокращать риски, на практике же она разрушила прямую связь между заемщиками и инвесторами, привела к размыванию стандартов кредитования, что и привело к образованию финансовых "пузырей".

<sup>31</sup> Geithner T., Summers L. A New Financial Foundation // Washington Post. 2009. 15 June.

<sup>32</sup> Додд Р. Коренной пересмотр системы // Финансы & Кредит. МВФ. 2009. Сентябрь.

<sup>33</sup> [www.imf.org/external/Russian/pubs/ft/gfsr/2009/01/pdf/sumr.pdf](http://www.imf.org/external/Russian/pubs/ft/gfsr/2009/01/pdf/sumr.pdf).

<sup>34</sup> Хэфле Дж. Панические попытки ликвидации активов охватили всю экономику // Executive Intelligence Review. 2008. 12 дек.

<sup>35</sup> "Raghuram Rajan on the G20's urge to regulate. Economics focus // The Economist. 2009. 8 April.

<sup>36</sup> Например, лорд А. Тернер, член правления Управления по финансовому регулированию и надзору Великобритании. См.: [http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2009/1130\\_at.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2009/1130_at.shtml).

<sup>37</sup> Кравченко Е., Говорун Ю. Форум без воли // Ведомости. 2010. 1 февр.

<sup>38</sup> Институт МакКинзи предлагает международным организациям использовать свою методологию для предотвращения кризиса. Для анализа берется 10 развитых стран и 4 страны с развивающимися рынками (страны БРИК), анализируется уровень их риска в целом и по десяти секторам экономики. Когда долговая нагрузка увеличивается во всех секторах, то это становится первым признаком приближения кризиса. Правда, сами эксперты МакКинзи отмечают, что не вся информация для такого анализа доступна и не всегда пригодна для сравнения. Поэтому существует поле для деятельности международных регуляторов.

<sup>39</sup> Так, в 1999 г. МВФ и Всемирный банк приняли совместную "Программу оценки финансового сектора", в 2001 г. МВФ внедрил комплекс показателей финансовой устойчивости для мониторинга финансового сектора, в 2005 г. была образована специальная целевая группа для изучения вопроса о том, как лучше встроить работу МВФ по проблемам финансового сектора в его текущую надзорную деятельность и т.д.

<sup>40</sup> Например, эксперты выдвигают следующие претензии к МВФ: несоблюдение баланса развитых и развивающихся стран, неэффективность в расходовании средств, закрытость в принятии решений, отставание от быстро меняющейся повестки дня, устаревшая экономическая идеология.

<sup>41</sup> Так, П. Шиф, президент инвестиционного фонда Euro Pacific Capital, является твердым сторонником рыночных методов регулирования - если не дать рыночным механизмам самим справиться, то рынок рухнет.

<sup>42</sup> Глазьев С. Мировой экономический кризис как процесс смены технологических укладов // Вопр. экономики. 2009. №3.

<sup>43</sup> Примаков Е.М. Россия перед выбором // Независим. газ. 2010. 14 янв.

<sup>44</sup> Куликов С. 2010 год будет очень сложным, но не для всех // Независим. газ. 2009. 16 дек.

<sup>45</sup> Maneker M. Mr. Taleb Goes To Washington // The Big Money. 2009. 26 March.

<sup>46</sup> В частности, отход от использования модели Блэка-Шоулза, несостоятельность которой для оценки стоимости производных ценных бумаг доказал кризис.

<sup>47</sup> Это понятие Н. Талеб взял из биологии.

<sup>48</sup> <http://www.cnn.com/2008/POLITICS/09/17/stiglitz.crisis/index.html>.

<sup>49</sup> Глазьев С. Указ. соч.

Поступила в редакцию 06.01.2010 г.