

# ПРИЧИНЫ И СЛЕДСТВИЯ ГЛОБАЛЬНОЙ ТЕНДЕНЦИИ К СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

**Сергей УЛЮКАЕВ**

аспирант Академии народного хозяйства  
при Правительстве РФ

Оικονομία • Πολιτικά

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

Начиная с 1970-х годов мировые финансовые рынки претерпевали существенные изменения. В числе прочих одной из основных тенденций этого времени является замещение традиционного банковского кредитования заимствованиями с помощью выпуска ценных бумаг. Крупные промышленные компании, составлявшие ранее основную клиентуру банковских консорциумов, начинают все больше ориентироваться на финансирование не посредством синдицированных кредитов, а посредством привлечения средств частных и институциональных инвесторов на денежном рынке и рынке капитала. Структура финансирования, в первую очередь первоклассных заемщиков с хорошей кредитной историей, значительным образом меняется. «Благодаря смещению акцентов от индивидуальных отношений с кредитной организацией и иными институциональными кредиторами к широкому взаимодействию с обезличенными займодавцами, осуществляемому при посредничестве бирж, кредитной олигополии, которая ранее могла диктовать собственные условия, была найдена замена в лице более сговорчивых институциональных инвесторов, оперирующих на рынке капитала»<sup>1</sup>.

Расширение предложения обращаемых на фондовых рынках ценных бумаг способствовало притоку новых инвесторов, аккумулировавших значительные финансовые ресурсы. Инструменты фондового рынка слу-

<sup>1</sup> *Hielscher U., Ohl H.-P. Asset-Backed Securities // Finanzielle Führung, Finanzinnovationen und Financial Engineering, Meilensteine im Management / H. Siegwart, J. Mahari, M. Abresch (Hrsg.). Stuttgart; Zurich; Wien. 1994. S. 687—708.*

жили инвестиционной альтернативой банковским депозитам и прочим традиционным объектам инвестирования. Более высокая доходность инструментов фондового рынка по сравнению с банковскими депозитами побуждала все новые и новые группы инвесторов выходить на биржи. Продолжающаяся интернационализация финансовых рынков сглаживала географические барьеры. Все это послужило основанием для повышения ликвидности финансовых рынков в целом и фондовых рынков в частности. Компании получили выгодную возможность привлекать капиталы на фондовых рынках, стоимость которых была существенно ниже банковского кредита. Изменение рамочных условий деятельности, смена направлений финансовых потоков, а также стратегий кредиторов и заемщиков способствовали возникновению тенденции к *секьюритизации*.

Секьюритизация выражается, с одной стороны, в увеличении доли финансирования за счет выпуска ценных бумаг и инструментов на их основе по сравнению с кредитным финансированием, с другой стороны — в расширении видового разнообразия ценных бумаг и всевозможных производных от них гибридных инструментов.

К началу 1980-х годов процесс возрастания роли рынков ценных бумаг как источников финансирования на фоне утраты банковскими институтами роли ключевого финансового посредника начинает прослеживаться уже более явно. Так, например, в 1981 году общий объем заемного и привлеченного международного финансирования составлял 148 млрд долл.<sup>2</sup>, из них на рынки ценных бумаг приходилось 53 млрд, или 35,81%, а на синдицированное кредитование — 95 млрд, или 64,19%. Однако уже в 1983 году произошел «секьюритизационный перелом», который выражался в увеличении доли финансирования на рынках ценных бумаг до 56,49%. Спустя три года, в 1986 году, как раз накануне кризиса ссудо-сберегательной системы США и «черного понедельника»<sup>3</sup>, объем финансирования на рынках ценных бумаг составил 336 млрд долл., или 86,6% от общего объема международного финансирования, что ознаменовало окончательное укрепление тенденции к секьюритизации. В дальнейшем, до конца XX века, доля финансирования, привлекаемого на рынках ценных бумаг, в масштабах мировой экономики, колебалась в районе 70—85%.

Таким образом, начиная с 1983 года банковское кредитование утратило роль основного источника денежных средств среди заемных и привлеченных источников финансирования. Устойчивость рассматриваемой тенденции не подвергается сомнению, однако остается открытым вопрос относительно того, насколько она объективна, что напрямую зависит от факторов, способствовавших ее утверждению.

В силу определенных закономерностей исторического развития финансовые тенденции, формирующиеся в США посредством существенного влияния на финансовые рынки других стран<sup>4</sup>, обретают глобальный характер. Поэтому причины возникновения и укрепления секьюритизации как тенденции следует анализировать в увязке с финансово-экономическим развитием США. Из основных факторов, спровоцировавших перераспределение в структуре источников глобального финансирования в пользу повышения роли рынков ценных бумаг, следует выделить:

- «шоковую терапию» П. Волкера 1979—1982 годов;
- кризис задолженности стран «третьего мира» 1982 года;

<sup>2</sup> Здесь и далее используется статистика по данным агентства *Thomson Reuters*.

<sup>3</sup> «Черный понедельник» (19 октября 1987 года) — второе сильнейшее однодневное падение фондового индекса в истории.

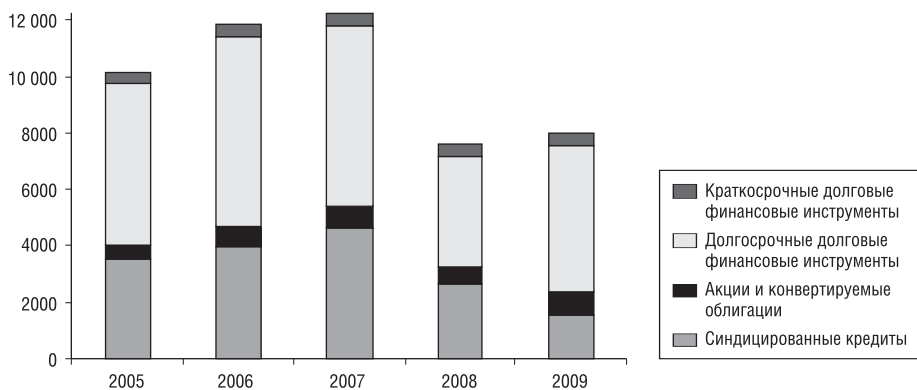
<sup>4</sup> При этом речь не идет только о так называемых развитых странах, сюда относятся также страны БРИК, АТЭС и ряд других государств, не входящих в эту условную категорию.

- кризис ссудо-сберегательной системы США 1987 года;
- октябрьский биржевой крах в США в 1987 году («черный понедельник»);
- отмену закона Макфаддена (McFadden Act 1927) в 1994 году в США;
- отмену закона Гласса—Стигалла (Glass—Steagall Act 1933) в 2000 году в США;
- кризис высокотехнологичных компаний (*dotcom* и прочие) в 2000 году в США.

Период с 1979 по 1982 год характеризуется политикой радикального повышения процентных ставок ФРС США. Достаточно сказать, что буквально в течение года после занятия Полом Волкером поста председателя Совета директоров ФРС процентная ставка достигла невиданного прежде уровня в 21,5%! Последующие годы, вплоть до отставки Волкера в 1987 году, характеризуются существенным укреплением доллара США и беспрецедентно высокими ставками рефинансирования банковской системы. Отмена ряда регулирующих нормативов в области банковских вкладов наряду с другими факторами незамедлительно спровоцировала кризис ссудо-сберегательной системы США в 1987 году. Следующими этапами курса на финансовое дерегулирование, последовательным сторонником которого был Алан Гринспен — преемник П. Волкера на посту руководителя ФРС, стали: отмена закона Макфаддена, дерегулирование внебиржевого рынка производных финансовых инструментов, поддержка 50%-ного «кредитного плеча» для брокеров и, наконец, принятие в 2000 году закона Грэма—Лича—Блайли, фактически отменяющего ограничения закона Гласса—Стигалла от 1933 года.

Теперь, когда подноготная перемен вскрылась, можно оценить анализируемое явление не только с позиции статистических выкладок, но с позиции событий, на фоне которых оно развивалось. С одной стороны, период «шоковой терапии» П. Волкера и последующие периоды высоких ставок рефинансирования способствовали резкому удорожанию кредитных ресурсов и соответственно «сжатию» кредитных рынков. С другой стороны, политика финансового дерегулирования оказала благотворное воздействие на развитие рынков ценных бумаг.

Итак, глобальная тенденция к секьюритизации проявилась и утвердилась в результате влияния ряда объективных и субъективных экономических факторов. В этой связи крайне интересными представляются некоторые следствия, проявившиеся на фоне общей переориентации инвесторов и заемщиков на рынках денег и капитала. Следует отметить, что начиная с 2000-х годов доля финансирования на рынках ценных бумаг снизилась до 65%, а в 2007 году, как раз в канун острой фазы нынешнего финансового кризиса, составила 62,27%, или 7 621 млрд долл., в то время как общий объем международного заемного/привлеченного финансирования составил 12 239 млрд долл. Однако нынешний финансовый кризис внес свои коррективы, и уже к концу 2008 года доля финансирования на рынках ценных бумаг составила 65,41%, а к концу 2009 года — 80,82%. При этом, если в 2008 году, вследствие общей «депрессивной» ситуации, существенное снижение объемов испытали как кредитные, так и фондовые рынки, то в 2009 году объемы финансирования посредством эмиссии ценных бумаг выросли на 1 500 млрд долл. и составили 6 470 млрд долл. В это же самое время объемы синдицированного кредитования продолжили снижаться и в конце 2009 года составили 1535 млрд долл., сократившись за 2007—2009 годы на 3082 млрд долл. В свою очередь, рост объемов финансирования на рынках ценных бумаг обеспечен преимущественно ростом сегмента долгосрочных долговых инструментов, но, кроме того, ростом объемов краткосрочных долговых инструментов, акций и конвертируемых облигаций (рис.).



Источник: расчеты автора, выполненные на основе первичных данных агентства Thomson Reuters.

Рис. Структура заемных/привлеченных источников финансирования в мировой экономике (млрд долл.)

Рост спекулятивной составляющей в общей структуре привлеченных и заемных источников финансирования не приводит к увеличению реального инвестиционного потенциала, тем самым *de facto* не способствуя преодолению экономической рецессии. Монетарные меры, принятые финансовыми властями разных стран, в том числе ФРС США, в условиях нынешних финансово-экономических реалий оказались, по крайней мере до настоящего момента, исключительно *паллиативами*. В этой связи рост на рынках ценных бумаг и продолжающееся снижение на кредитных рынках, зафиксированное к концу 2009 года, вынуждает сделать два неутешительных вывода.

Первое: монетарные меры по восстановлению финансового *status quo* не способствовали сколько-нибудь существенному преодолению «кризиса доверия» в банковской сфере. В то же время они внесли оживление на фондовые рынки.

Второе: рынок ценных бумаг, в его нынешнем виде, будучи высокоспекулятивным рынком, к сожалению, не в состоянии решать фундаментальные экономические задачи, касающиеся эффективного перераспределения финансовых ресурсов. Как исключительно верно заметил Джон Мейнард Кейнс еще в 1936 году:

«Положение становится серьезным, когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляций, когда расширение производительности капитала в стране становится побочным эффектом игорного дома, трудно ожидать хороших результатов. Если смотреть на Уолл-Стрит как институт, социальное назначение которого заключается в том, чтобы направлять новые инвестиции по каналам, обеспечивающим наибольший доход в смысле будущей выгоды, то его достижения никак нельзя отнести к разряду выдающихся триумфов капитализма, основанного на *laissez-faire*». Это и не удивительно, если лучшие головы Уолл-Стрит, насколько я могу судить, заняты в действительности совсем другим делом»<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег // Избранное. М.: Эксмо, 2007. С. 166.