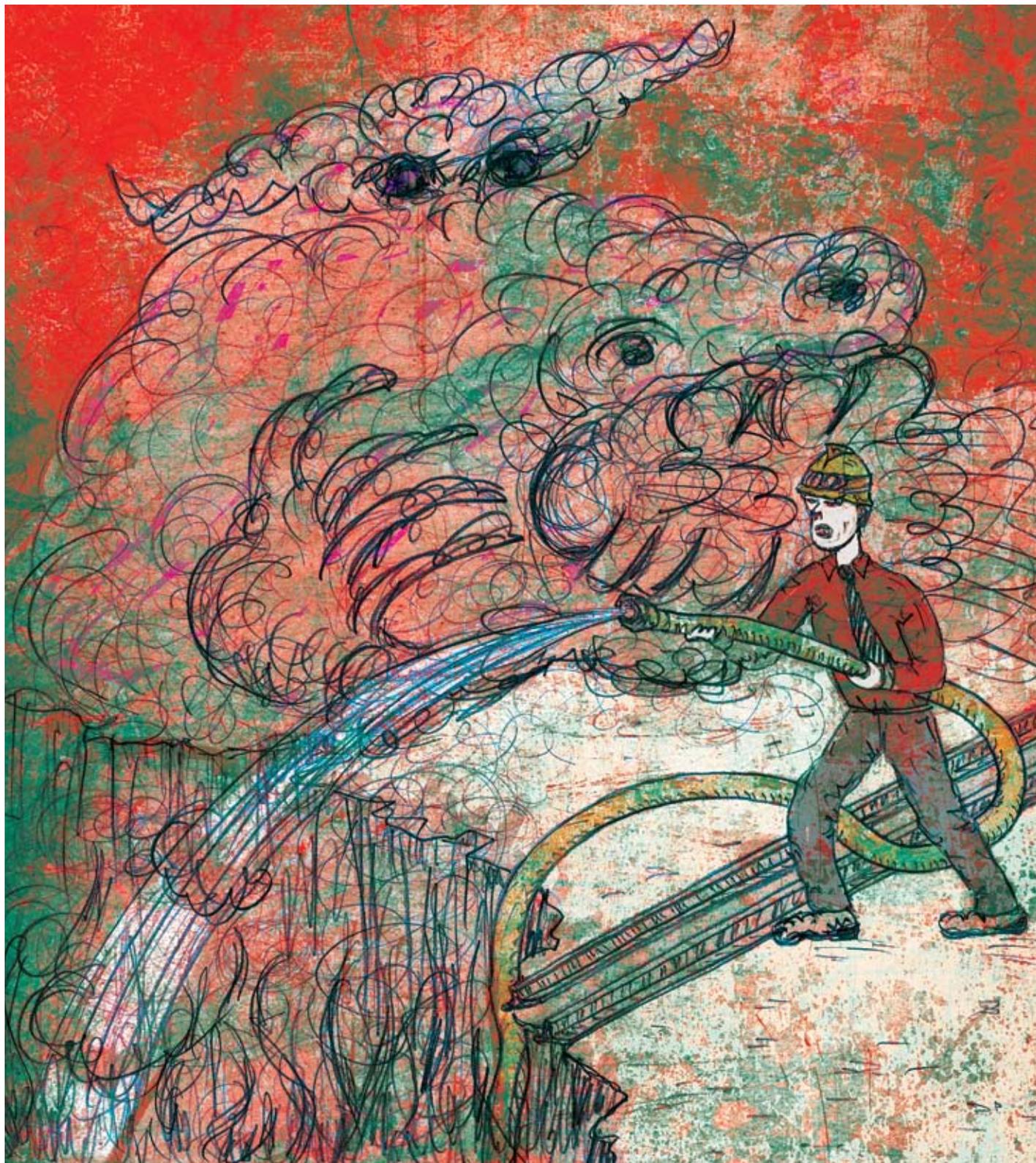


## Михаил Ершов\* Хрупкая стабилизация

Центробанки крупнейших экономик мира затушили финансовый кризис обильными денежными вливаниями. Однако системные провалы в функционировании институтов и рынков так и не ликвидированы, что чревато воспроизводством старых рисков и проблем



**А**мериканская Комиссия по рассмотрению причин финансового кризиса в США в конце января выпустила 600-страничный доклад. Одной из главных причин случившегося называется «субъективный фактор», на основе чего делается вывод о том, что «кризиса можно было избежать: он был результатом действий и бездействия людей». Эти обстоятельства усугубили эффект взрывного роста секьюритизации и субстандартных кредитов, неоправданный рост цен на жилье, резкий рост торговых операций финансовых компаний, нерегулируемых деривативов и проч. Среди важных предпосылок кризиса авторы доклада называют возникновение так называемой теневой банковской системы.

Речь идет об инвестбанках, хедж-фондах и фондах денежного рынка, более либеральное (по сравнению с традиционными коммерческими банками) регулирование и надзор в отношении которых позволяли им осуществлять финансовое посредничество с меньшими издержками. В результате финансовые операции стали все активнее перетекать в «параллельную» (теневую) банковскую систему (см. график 1). Если еще в 1980-е годы на традиционную банковскую систему приходилось около 70% активов всего финсектора, то к 2000-м годам их доля сократилась и составляла уже менее 50%.

### Опасное плечо

Более либеральное регулирование приводило к масштабному использованию небанковскими финансовыми институтами производных схем, что позволяло работать с минимальным собственным капиталом и, как следствие, вело к росту

*\*Старший вице-президент Росбанка, доктор экономических наук. Статья выражает личное мнение автора.*

**В США традиционные депозитные институты формируют уже менее половины активов финансовой системы** График 1



опоры на заемные средства и повышение левериджа.

Эта проблема начала привлекать внимание давно. Еще в 1998 году **Брукли Борн**, тогдашний председатель Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC), указывала на возникшие тогда риски в связи с компанией LTCM. По ее оценкам, LTCM смогла привлечь финансирование в размере 125 млрд долларов, что превышало капитал компании в сто раз. Затем полученные средства были использованы для открытия позиций по деривативным инструментам на номинальную сумму 1,25 трлн долларов, что превышало размер капитала в тысячу раз. Для рынка в целом с учетом забалансовых операций показатели левериджа достигали в некоторых случаях уровня 50–70 раз (см. график 2.). Как справедливо указывал президент Bank of America, было непонятно, «почему рынки и регуляторы могли терпеть леверидж, достигавший 40-1 или даже 60-1 в крупнейших инвестиционных банках».

Удивительно, что риски столь масштабных перекосов не были адекватно оценены экспертным и научным сообществом, которое по инерции исходило из предпосылок «продолжения роста».

Политика дерегулирования, проводившаяся более трех десятилетий (в случае с США), устранила заслоны, которые могли предотвратить катастрофу.

### Слепая эйфория

Выступая в разгар кризиса (октябрь 2008 года) на слушаниях в Конгрессе США, экс-глава ФРС **Алан Гринспен** признал, что на многие вещи вследствие кризиса пришлось посмотреть по-другому и переоценить их. Он упоминал мощные модели, которые предназначались для того, чтобы предсказывать наступление подобных событий (авторы некоторых из них даже получили Нобелевские премии). Тем не менее модели кризисных событий не предвидели. «Все интеллекту-

альное здание обрушилось, — вынужден был признать Гринспен, — поскольку модели основывались на данных последних 20 лет — периода эйфории».

Но для чего нужны модели, не выполняющие тех основных целей, для решения которых они были созданы? Конечно, теперь говорят о том, что модели по оценкам рисков были плохо обоснованы, поскольку такие сложные системы не могут быть поняты во всех деталях (об этом говорил, в частности, нобелевский лауреат **Эдмунд Фелпс**). Действительно, в столь быстро меняющихся механизмах и инструментах разобраться сложно. Но ограничиваться лишь экстраполяцией наблюдаемых трендов, по-видимому, недостаточно для оценок перспектив развития.

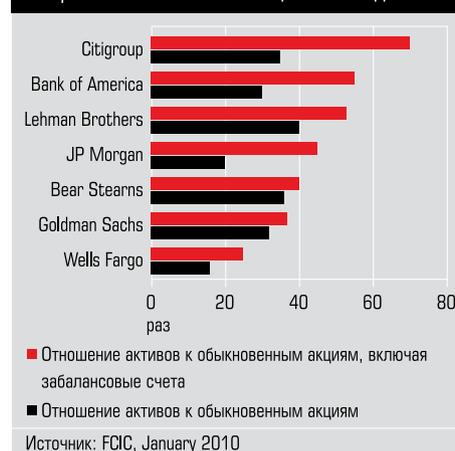
И то, что возможность реализации неблагоприятных сценариев не была рассмотрена в качестве серьезной альтернативы, говорит о том, что экономическая наука и бизнес утрачивают способность трезво оценивать сущность происходящего и заблаговременно корректировать бизнес-стратегию компаний и экономическую политику государств.

И еще один не менее удручающий вопрос. Каково в принципе качество присвоения высших экономических наград в современном мире? Получается, что награды получают авторы недееспособных моделей, а «экспертное жюри» реально оценить их не в состоянии, и ясность для всех наступает лишь тогда, когда сама «живая практика» все расставляет по своим местам.

### ФРС: назрели реформы

В кризис снова заговорили о необходимости различать независимость денежно-кредитной политики, с одной стороны, и независимость самой ФРС — с другой. С учетом того, что акционеры региональных федеральных резервных банков — коммерческие банки с вполне конкретными коммерческими интере-

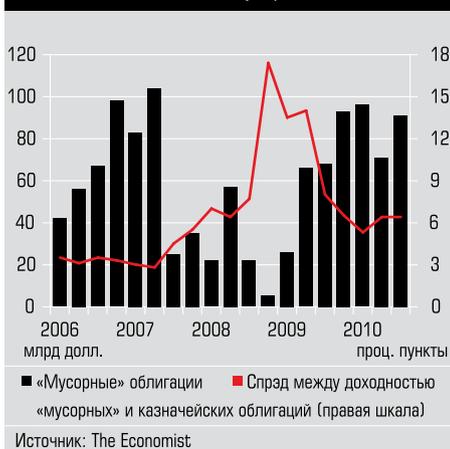
**Кредитное плечо (leverage) ведущих американских банков в конце 2007 года** График 2



**За последние 10 лет долговое бремя в США и Японии существенно выросло** График 3



Посткризисный период характеризуется активизацией эмиссии «мусорных» облигаций График 4



сами и интересами своих владельцев, все больше обращается внимания на эффективность американского «коллективного регулятора».

Более того, в настоящее время в Конгрессе США рассматривается законопроект, предполагающий проведение аудита ФРС. Пока по-прежнему не аудируются такие важнейшие области деятельности эмиссионного центра США, как денежно-кредитные операции, в том числе кредиты через дисконтное окно; операции на открытом рынке; операции с иностранными правительствами и иностранными центральными банками.

Вызывает по меньшей мере недоумение тот факт, что важнейшие, по сути своей ключевые функции центрального банка не подлежат контролю со стороны налогоплательщиков.

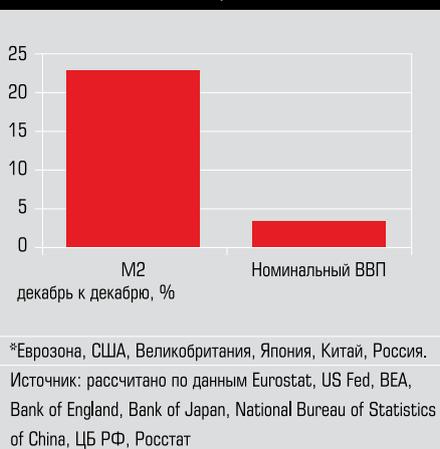
Как в принципе американская экономическая система, провозглашающая себя открытой и требующая открытости от других, остается столь нетранспарентной в базовых аспектах своего функционирования?

Справедливости ради надо отметить, что в кризисный период денежные власти США выдвинули целый ряд стратегических инициатив по системному реформированию финансового сектора страны, которые были поддержаны и закреплены на законодательном уровне.

Среди важных решений отметим введенные ограничения по использованию клиентских средств для рискованных вложений банков (proprietary trading). Это важно, особенно если учесть, что многие из таких депозитов гарантируются правительством, но могут использоваться банками для достаточно рискованных инвестиций. Данная норма была названа правилом Волкера, по имени Пола Волкера, бывшего главы ФРС, автора этой инициативы.

Среди других мер представляется важным отметить норму, в соответствии

Прирост денежной массы (M2) и ВВП основных экономик мира\* в 2007–2009 годах График 5



с которой торговля деривативами должна будет впредь вестись банками не напрямую, а через специально созданные аффилированные с ними структуры.

Для уменьшения роли Федерального резервного банка Нью-Йорка решено, что его глава будет назначаться не советом директоров ФРС, а президентом страны. Создается наблюдательный совет по финансовой стабильности во главе с министром финансов, в него войдут руководители ведущих экономических ведомств. Принято решение в ряде случаев ограничивать операции по слиянию/поглощению для крупных банковских холдингов (с активами свыше 50 млрд долларов) и небанковских финансовых компаний, находящихся под наблюдением ФРС. Предусмотрено право рекомендовать таким компаниям продажу части балансовых и забалансовых активов неаффилированным третьим лицам.

Указанные меры наряду с другими призваны ужесточить регулирование финансового сектора США.

### История ничему не учит

В последнее время размер леввериджа частного сектора несколько уменьшился, но это снижение в целом транслировалось в рост долгового бремени для других секторов экономики (см. график 3).

Кроме того, нормализуя балансы, финансовые компании одновременно сталкиваются с уменьшением доходности своих операций, что сдерживает их рост и вновь делает его более рискоориентированным.

Эта тенденция отчетливо проявилась в 2010 году, когда, во-первых, вновь увеличились эмиссии и спрос на облигации низкого качества (так называемые мусорные облигации, junk bonds) и, во-вторых, стали сокращаться спреды в доходности «мусорных» и казначейских облигаций (см. график 4).

Доллар США демонстрирует долгосрочную тенденцию к обесценению График 6



Другими словами, вновь начинают воссоздаваться те риски, которые предшествовали последнему кризису. Причем все это, естественно, вновь будет носить массовый системный характер. Как справедливо указывал глава Банка Японии Масааки Ширакава, «большинство участников рынка вряд ли смогут противодействовать давлению со стороны акционеров относительно необходимости повышения доходности операций».

Проблема усугубляется с новым витком накачки антикризисной ликвидности в США, равно как и в Японии (особенно в связи с необходимостью стабилизации положения после обрушившихся на страну стихийных бедствий), и опережающего роста глобальной денежной массы относительно ВВП (см. график 5).

Указанные ресурсы, очевидно, будут искать место своего применения — сначала притекая на рынки и разогревая их, а затем уходя с них, что чревато обрушениями. В условиях свободного движения капиталов это будет усиливать риски новых региональных кризисов и волатильность как финансовых рынков, так и мировой экономики в целом. Одновременно могут обостриться проблемы с долларом США, который в принципе вошел в длительную полосу системного обесценения (см. график 6).

Данные обстоятельства показывают, сколь хрупкой является достигнутая стабилизация и сколь высоки риски мировой экономики и отдельных стран. Это делает актуальной выработку механизмов посткризисного развития с учетом новых рисков и новых возможностей, возникающих в мире.

■ P. S. Рассмотрению проблем мирового финансового кризиса, новых рисков и перспектив посткризисного развития посвящена книга Михаила Ершова «Мировой финансовый кризис. Что дальше?», вышедшая в издательстве «Экономика» в марте 2011 года.