



**Ершов Михаил
Владимирович** —
старший вице-президент
Росбанка, доктор
экономических наук

Финансовый кризис в цивилизационном разрезе¹

В XXI в. мировая экономика начинает сталкиваться с качественно иной геоэкономической и геополитической ситуацией. Вслед за финансовым кризисом в США последовали кризисы в других странах. Это вынудило развитые государства радикально пересмотреть методы регулирования и предоставить масштабную помощь, а ситуация в целом заставила в принципе говорить о кризисе современной модели финансового капитализма.

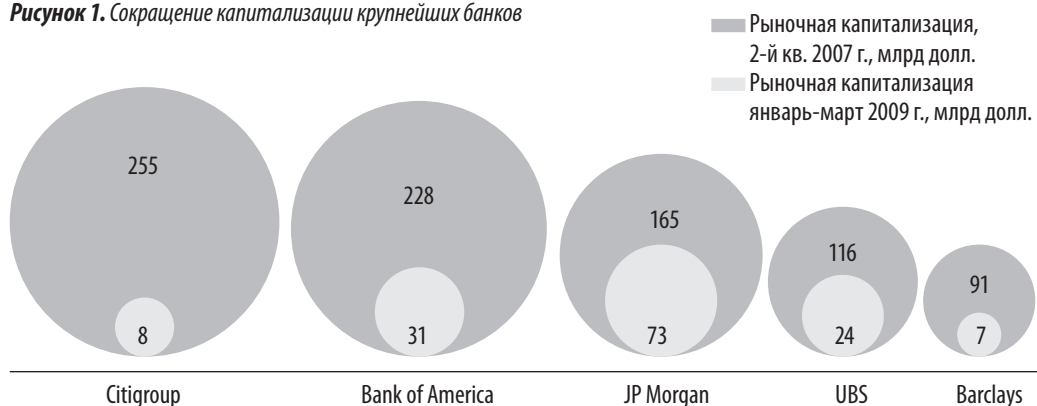
Когда обстановка, казалось, начала постепенно нормализовываться, разразился кризис еврозоны, который также потребовал чрезвычайных мер поддержки со стороны государств. При этом были не только серьезно подорваны позиции евро, но и в принципе поставлена под сомнение эффективность важнейших механизмов европейской интеграции, что также сделало основы экономической системы более шаткими, одновременно усилив угрозу страновых дефолтов.

В условиях беспрецедентного за послевоенный период финансового кризиса формируется принципиально иная среда.

Мировая цивилизация не просто встает перед очередным историческим выбором — вокруг нее формируется принципиально иная среда, в которой будут развиваться ее экономические и все связанные с ними компоненты.

На смену устойчивым точкам опоры мировых финансов и центрам финансовой стабильности приходят новые источники глобальных финансовых ресурсов и центры политико-

Рисунок 1. Сокращение капитализации крупнейших банков



Источник: данные moneycentral.msn.com

экономического воздействия. Это ставит современный мир перед необходимостью формирования новых механизмов экономической архитектуры и новых правил игры, актуальность которых только обостряется с ростом кризисных тенденций в развитых странах.

Уже давно было очевидно, что те проблемы, которые накапливались в мировой валютно-финансовой сфере, неизбежно вызовут масштабные потрясения. В 2000 г. нами прогнозировалось, что «мировая валютная система стоит перед реальной перспективой полномасштабного валютного кризиса, и от того, насколько адекватными и согласованными будут предпринимаемые основными государствами шаги, зависит возможность... предотвращения разрушительных последствий для мировой экономики в целом»². Позднее мы указывали на то, что мировой валютной системе «предстоит пройти серьезные преобразования, чтобы вновь приобрести системную стабильность и избежать масштабного системного кризиса. Она должна учесть те реалии, которые возникают в условиях глобализации, свя-

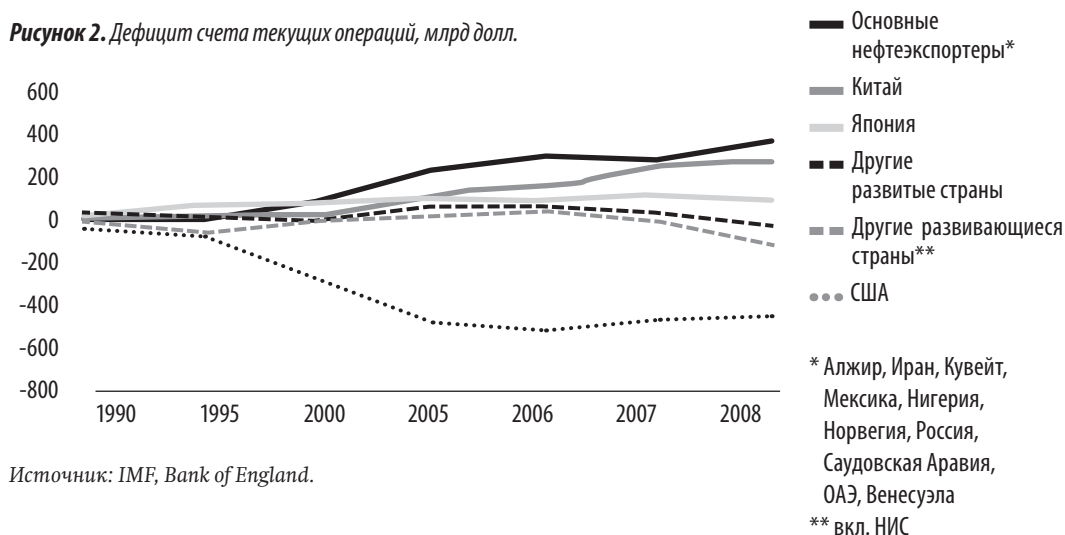
занные и с существенным увеличением трансграничных операций, и с переливом финансовых ресурсов, и с вовлеченностью в глобализационные процессы все большего числа стран»³.

Глобальные дисбалансы

Кризис высветил реальный масштаб перекосов, которые сложились к тому моменту на рынке. Акции его ведущих участников существенно провалились, что свидетельствовало об их необоснованной переоценке (рис. 1).

В системном плане важную роль играют так называемые глобальные дисбалансы, которые существуют в мире в течение длительного периода времени. Мы хорошо помним отдельные элементы этой ситуации в США: «двойные дефициты» (twin deficits) 1980-х гг., которые показывали наличие дефицитов бюджета и торгового (платежного) баланса. В целом тенденции в последнее десятилетие развиваются достаточно предсказуемо, и ряд стран показывает устойчивый профицит, тогда как США

Рисунок 2. Дефицит счета текущих операций, млрд долл.



Источник: IMF, Bank of England.

и в отдельные периоды Япония и Западная Европа имеют отрицательное saldo текущего счета (рис. 2).

Одновременно с этим в большинстве развитых стран отмечается дефицит бюджета, что еще больше обостряет проблему финансирования дефицитов.

Существование дефицитов в одних странах и профицитов в других связано

с избытком потребления над сбережениями или сбережений над потреблением (табл. 1).

Как следствие, в ряде стран образовался избыток свободных финансовых ресурсов, в то время как другие государства должны были изыскивать пути привлечения средств, необходимых для финансирования их дефицитов (рис. 3).

Россия находится в числе стран, где уровень сбережений выше, чем уровень накоплений, что потенциально делает ее источником финансовых ресурсов для дефицитных стран (мы знаем, что на практике часть наших финансовых ресурсов, находящихся как в специализированных фондах — стабилизационном и других, так и в золотовалютных резервах, вкладывалась в казначейские облигации США и инструменты других стран, способствуя финансированию их дефицитов) (рис. 4).

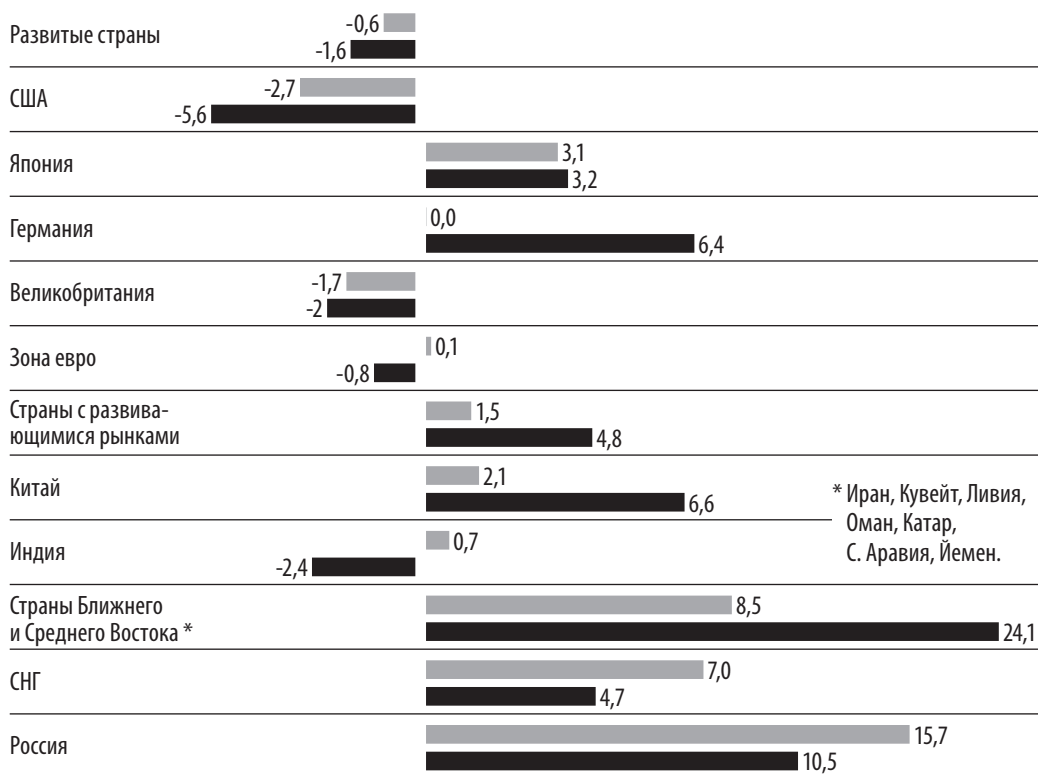
Основным должником, как известно, являются США, что делает для них решение проблемы финансирования крайне

Таблица 1. Валовые сбережения и инвестиции, % к ВВП

Страны	Сбережения		Инвестиции	
	2001	2008	2001	2008
Развитые страны	20,0	18,8	20,6	20,4
США	16,4	11,9	19,1	17,5
Великобритания	15,4	15,1	17,4	16,8
Япония	26,9	26,7	24,8	23,5
Германия	19,5	25,7	19,5	19,3
Развивающиеся страны	26,6	36,6	25,1	31,8
Китай	38,4	49,2	36,3	42,6
Индия	23,5	32,5	22,8	34,9
Россия	32,5	31,5	16,8	21,0

Источник: BIS, 2009.

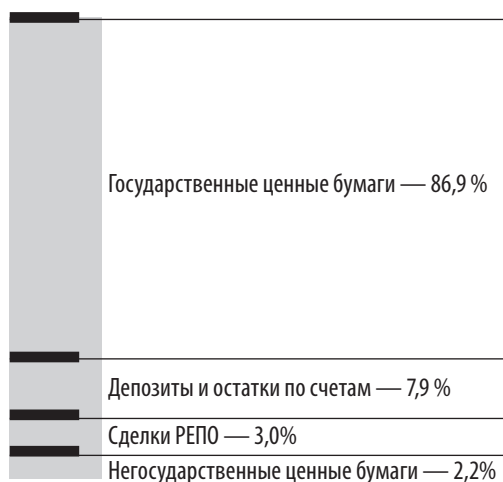
Рисунок 3. Разница между сбережениями и инвестициями, % к ВВП



Источник: построено по данным BIS, 2009.

Рисунок 4. Распределение валютных активов Банка России по инструментам и по странам (на 31 марта 2010 г.), %

а) по видам инструментов



б) по странам



Источник: ЦБ РФ, 2010.

актуальной. Притекающие в этой связи ресурсы из государств с избытком накопления среди прочего оказывают понижающее воздействие на процентные ставки (которые, как мы помним, в целом остаются в США на достаточно низком уровне в течение ряда лет). Это уменьшает доходность операций для участников финансового рынка, которые вынуждены, во-первых, обращать внимание на более рискованные и, как следствие, более доходные инструменты, а во-вторых, использовать рычаги, неоправданно раздувающие их балансы, что увеличивает кредитное плечо (leverage), делая их менее устойчивыми и увеличивая риск сжатия в целом.

О левевердже (кредитном плече)

Стремление увеличить доходность проводимых операций вынуждало многие коммерческие и инвестиционные банки интенсивно наращивать размеры своих инвестиций в рамках одних и тех же объемов собственных средств (капитала). Необходимое дополнительное фондирование, требующееся для покупки новых активов, как правило, осуществлялось посредством использования механизмов денежного рынка, которые позволяли привлекать нужные средства. Поскольку данный процесс, во-первых, носил масштабный характер, а во-вторых, вел к существенным и неоправданным перекосам в балансах таких институтов, это явление в немалой степени обострило ход развития кризиса.

В целом по различным группам финансовых институтов размер leverage, показывающий отношение акти-

вов к капиталу, превышал, в среднем 7–10 раз в зависимости от видов операций и сферы деятельности (у хедж-фондов и инвестбанков он часто приближался к 20, а иногда и к 30)⁴.

При этом, если принимать во внимание забалансовые операции, то для большинства финансовых учреждений показатели левеверджа были значительно больше, достигая в некоторых случаях уровня 50–70 раз (рис. 5). Причем объемы забалансовых операций порой превышали объемы самого баланса. Так, по оценкам, забалансовые операции Citigroup в 2006 г. достигали около 2 трлн долл., тогда как величина самого баланса составляла лишь 1,8 трлн долл.⁵ У ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac агрегированная величина кредитного плеча составляла примерно 75⁶.

В целом для различных групп финансовых институтов роль забалансовых операций была различной, притом что у институтов, поддерживающих ипотечный рынок, она была максимальной (рис. 6).

На слушаниях в Комиссии по проблемам финансового кризиса США о причинах кризиса президент Bank of America справедливо указывал на то, что было непонятно, «почему рынки и регуляторы могли терпеть левевердж, достигавший 40 к 1 или даже 60 к 1 в крупнейших инвестиционных банках»⁷.

Наиболее быстрый рост кредитного плеча пришелся на вторую половину 2000-х гг., когда начали активно торговаться производные инструменты (рис. 7).

Отметим при этом, что очень быстро этот показатель увеличивался у иностранных участников.

Рисунок 5. Кредитное плечо (leverage) ведущих американских банков в конце 2007 г., раз

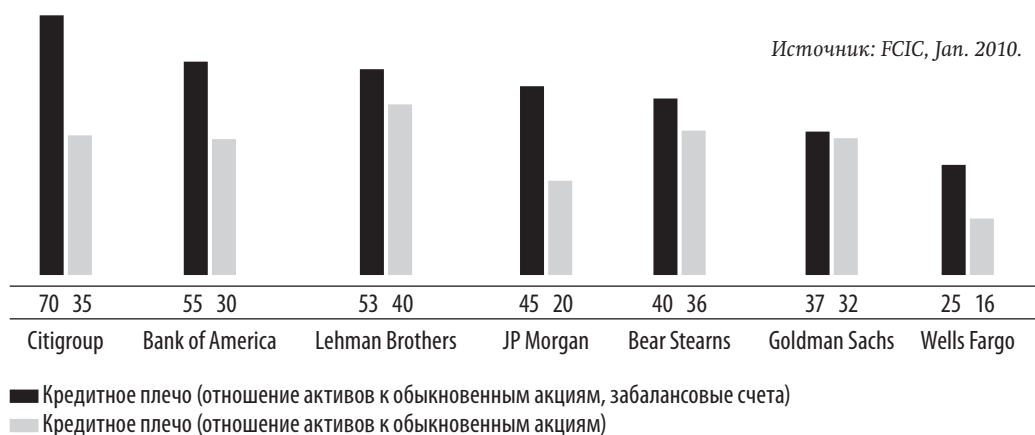


Рисунок 6. Кредитное плечо различных финансовых посредников в США (2006), раз

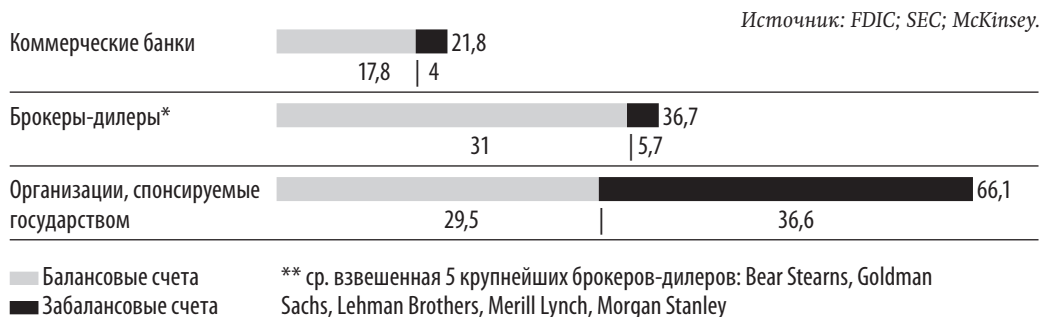


Рисунок 7. Кредитное плечо внутренних и внешних дилеров



Источник: Federal Reserve Bank of New York, Staff Report, March 2010.

По оценкам ФРС, «заметный рост леведжа обычно предшествует финансовому кризису»⁸.

При этом риски и перекосы в балансах, которые возникали по мере роста рынка, для регуляторов были в значительной степени очевидны. В одном из своих выступлений еще в 1998 г. Б. Борн, которая являлась председателем Комиссии по торговле товарными фьючерсами (**Commodity Futures Trading Commission**), указывала на возникшие тогда риски в связи с проблемами компании LTCM (**Long-term capital management**), в том числе при работе с производными инструментами. Указывалось, что *регулирование рынка было таково, что позволило компании привлечь финансирование в размере 125 млрд долл., что превышало ее капитал в 100 раз!*

Затем полученные средства были использованы для открытия позиций по деривативным инструментам на номинальную сумму 1,25 трлн долл., что превышало размер капитала в 1000 (!!!) раз⁹.

Аналогичная картина отмечалась и в других сферах. По оценкам, страховые компании, осуществляющие страхование определенных рисков в рамках определенных операций (например, страхование от дефолта по определенной бумаге), имели капитал, который был почти в 100 раз меньше объемов страхуемых активов. Очевидно, что это изначально закладывало риск дефолта самого страховщика в случае наступления кризисных событий¹⁰.

Использование леведжа имеет и еще один важный аспект уже не просто технического, но системного характера, что придает этой проблеме геоэкономическую и даже геополитическую

окраску. Речь идет о том, что при таких соотношениях собственных и привлеченных ресурсов большая часть рынка может быть поставлена под контроль узкой группой лиц, оперирующих относительно небольшими средствами. На слушаниях, проведенных Комиссией по проблемам финансового кризиса (FCIC), подчеркивалось, что *при таких подходах цены на активы фактически могут определяться лишь небольшой группой инвесторов, которая в состоянии поставить под свой контроль огромные активы*¹¹.

В кризисных условиях проблема расширения активов сменяется на противоположную, причем сокращение ликвидности будет также происходить с соответствующим коэффициентом сжатия, усиливая общий эффект уменьшения (так называемый *deleverage*).

Если для банковских холдингов размер сжатия кредитного плеча составил в среднем 2–2,5 раза, то для брокерских и дилерских компаний — около 4 раз.

Напомним, что при расширении финансирования за счет кредитного плеча (*leverage*) соотношение между активами и капиталом может, как уже говорилось, составлять 30-50 и более раз, что усилит эффект сжатия ликвидности.

Этот эффект может оказаться еще заметнее для всей экономики из-за действия мультипликатора при расширении базовых, первичных денег (*high-powered money*) и их превращении в соответствующий агрегат денежной массы. Величина коэффициента мультипликации различается по странам и, в частности, для США достигает сейчас примерно 8–9. При сокращении или изъятии средств будет отмечаться эффект демумпликатора, усиливающий общее сжатие ликвидности в экономике.

Для конкретных участников рынка этот эффект и меры по его нейтрализации имеют свою специфику.

Если речь идет об инвестиционном банке, то практика учета потерь, исходя из принципа **mark-to-market (переоценка на основании текущего уровня цен)**, будет означать необходимость их отражения в балансе и соответствующие сокращения активов. При этом требуемая для корректировки баланса продажа активов вызовет дальнейшее снижение их цены и вновь увеличит размер потерь и списаний (то есть возникнет эффект самоусиливающейся тенденции, своего рода «снежного кома»). Чтобы избежать подобной ситуации, нередко приходится прибегать к таким радикальным мерам, как продажа «кризисного банка» (случай с **Bear Stearns**). С необходимостью обеспечения ликвидности для инвестиционных банков было связано и решение об их допуске к рефинансированию ФРС («дисконтное окно»).

Коммерческие банки (у которых размер кредитного плеча в среднем составляет около 10–15) имеют относительно большой запас времени для укрепления баланса и ликвидности, поскольку они осуществляют списания только

в случае наступления дефолта (например, невозврата по коммерческим кредитам), а до того будут отражать активы по номинальной стоимости. Понимая, что в конечном счете им все равно придется либо уменьшать капитал, либо проводить эмиссию акций, либо продавать активы (что не просто в условиях падающего рынка), коммерческие банки стараются максимально расширить источники привлечения капитала.

Одновременно они существенно изменяют структуру кредитов и инвестиций на рынках третьих стран. «В ходе делевереджинга банки развитых стран начинают существенно сокращать свою связь с развивающимися рынками, закрывая кредитные линии и репатрируя средства»¹².

Проанализировав эту проблему, эксперты G20 пришли к выводу о том, что «существенное присутствие иностранных банков на развивающихся рынках, особенно в Европе и Латинской Америке, увеличивает потенциальный источник заражения (contagion) в период финансового стресса. Материнский банк может ограничить кредитование в своих международных операциях или репатриировать капитал»¹³. Также указывается на

Таблица 2. Ожидаемые потери самих банков и оценки экспертов, млрд долл.

Банки	Ожидаемые потери согласно отчетности самих банков, всего	Потери согласно оценкам внешних экспертов			
		SCAP	Citigroup	Citadel	Goldman Sachs
Bank of America	47,7	104,1	83,8	148,4–203,7	93,4
Citigroup	47,8	79,4	н.д.	102,6–137,4	71,0
JP Morgan	44,8	79,3	111,9	113,6–154,4	73,6
Wells Fargo	35,1	74,3	51,5	124,9–173,4	77,3

Источник: NBER, Nov. 2009.

сложности контроля за иностранными банками. В результате делается вывод о том, что «необходимость реструктурирования ими своих балансов в принимающих странах может иметь продолжительный эффект в плане доступности кредитов от иностранных банков»¹⁴.

С учетом того что в большинстве стран ЦВЕ отмечается значительная доля обязательств перед иностранными банками (рис. 8), проблема требует тщательного мониторинга.

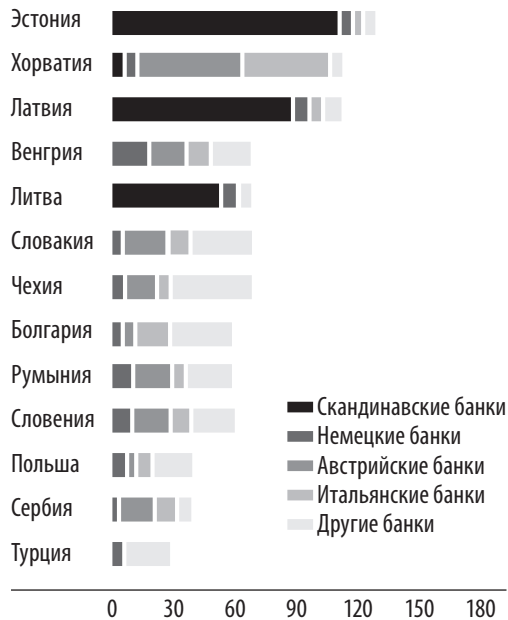
Следует иметь в виду, что ожидавшиеся убытки крупнейших банков нередко занижались, по оценкам, реальные потери могли быть значительно больше.

В отдельных банках накопленные убытки часто достигают значительных величин (рис. 9); если их капиталы не возрастут, то балансы таких банков могут существенно сжаться.

Новые подходы в новых условиях

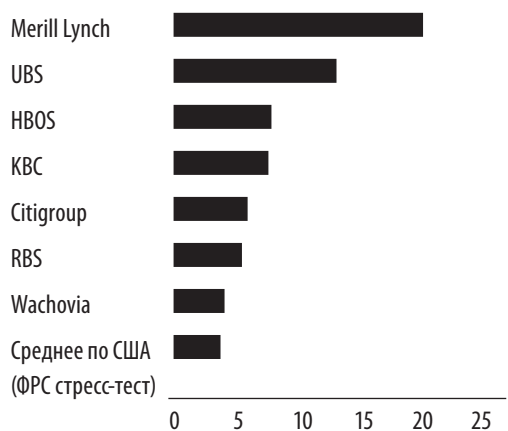
Масштабность глобальных рисков заставила принципиально пересмотреть экономические подходы, которые применялись основными странами. Во главу угла был поставлен «разумный прагматизм». Все то, что соответствовало здравому смыслу и было нужно сделать для снятия остроты кризиса, делалось. Были забыты рассуждения и идеологические догмы о «невмешательстве государства», о свободном рынке и многое другое, что раньше подавалось как аксиомы. Теперь даже МВФ признает возможность бюджетных дефицитов для стимулирования экономического роста, а в США даже ярые сторонники «свободного рынка» говорят о необходимости «промышлен-

Рисунок 8. Обязательства перед иностранными банками, 2-й кв. 2007 г., % к ВВП



Источник: IMF, April 2008.

Рисунок 9. Максимальные накопленные убытки банков, % от активов, взвешенных по уровню риска, 2006 — начало 2010 г.



Источник: The Economist, Jan. 2010.

ной политики», и, когда это необходимо, государство оказывает масштабную помощь экономике (вплоть до национализации). Другие страны (например, Великобритания) начинают «вовсю» говорить о необходимости контроля за движением «коротких» спекулятивных денег, а еще ряд государств вводит меры, ограничивающие движение капиталов. В целом угроза усиления протекционизма отчетливо замаячила перед мировой экономикой.

Очевидно, что в случае увеличения новых рисков — вследствие возможной второй волны кризиса или из-за угроз глобального движения ликвидности (возникшей от «антикризисной эмиссии»), а также по другим причинам — протекционистские тенденции будут только нарастать и одновременно наталкиваться на жесткое сопротивление со стороны развитых экономик. Действия обеих сторон вполне понятны. Развитым экономикам, находящимся в кризисе (или в посткризисной ситуации), выгодно иметь большое количество точек опоры для маневра. Им важны каналы перетока и выталкивания своей ликвидности, недооцененные внешние активы, в которые эту ликвидность можно вложить, и другие внешние возможности, поэтому они, естественно, выступают против действий, ограничивающих такие возможности. Развивающиеся страны также можно понять (впрочем, не только их): в условиях «эпидемии» всегда есть желание ввести «карантин», чтобы оградить себя от негативного воздействия.

Поскольку в современных условиях одними ограничительными мерами проблему вряд ли можно решить (да и в принципе их стоит использовать

лишь при дальнейшем увеличении рисков), следовало бы в первую очередь делать основной акцент на усилении внутриэкономического положения, которое позволит иметь прочные позиции даже в условиях турбулентности. Одновременно необходимо укреплять координацию межстрановых подходов, делая ее более слаженной и уменьшая при этом риски межстрановых экономических конфликтов, торговых и валютных «войн», возможность которых вновь начинает возрастать.

Важно при этом, чтобы применение антикризисных и иных текущих мер не заслоняло «системного горизонта» подходов к решению проблем. Регуляторы и участники рынка должны четко представлять (насколько такая определенность вообще возможна в нынешней высокодинамичной среде), какой должна стать посткризисная экономика, каковы конкретные пути выхода из кризиса, сколь серьезны могут быть новые риски.

В условиях новых глобальных вызовов при дальнейшей интеграции России в мировую экономику должны четко даваться ответы на ряд важных системообразующих вопросов. Будем ли мы в этой системе выступать в роли объекта или в роли субъекта?

Иными словами, будут ли другие использовать нас для удовлетворения своих потребностей или, напротив, мы будем пользоваться теми преимуществами, которые заключены в международной системе, для собственного развития.

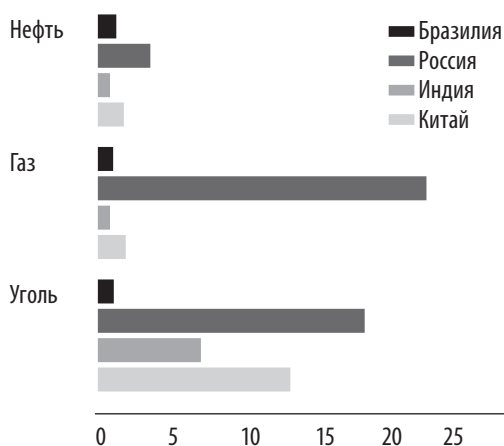
Готовы ли мы наконец перестать «плыть по течению», которое сложилось без нашего активного участия (на этапе становления у нас рыночных

механизмов), и начать играть новые роли в новых посткризисных условиях? Когда интеграция РФ в мировую экономику будет означать не усиление ее роли поставщика сырья для других стран, а увеличение ее места в этом мире в качестве системообразующего участника, выходящего на внешние рынки в роли инвестора и покупателя их промышленных и иных активов?

Например, можно было бы более активно рассмотреть возможности нашего вхождения в мировую финансовую систему, причем не распыляя свои вложения в «братские могилы» наподобие ипотечных гигантов **Freddie Mac** и **Fannie Mae** (**чьи акции значительно обесценились**), где помимо нас хватает инвесторов и наш голос абсолютно теряется. Вместо этого стоило бы рассмотреть возможность покупки значимых пакетов в некоторых первоклассных западных банках, которым нужны инвестиции (как это было, например, в случае с **CitiGroup** и **Mitsubishi** или как это могло бы быть при покупке обанкротившегося банка **Lehman Brothers**, **если бы был покупатель**).

Сумеем ли мы сохранить экономический суверенитет, при котором российские регуляторы и национальный бизнес будут обладать решающим весом при формировании и реализации приоритетов нашего развития, иметь определяющий голос в принятии основополагающих решений, касающихся судеб национальной экономики? Или такие решения будут приниматься где-то в других местах, а Россия превратится в «экономическую территорию», некое «трансграничное, транснациональное пространство», поставляющее ресурсы для всего мира?

Рисунок 10. Запасы полезных ископаемых, % от мирового объема



Источник: ВР.

Очевидно, что борьба за природные ресурсы в посткризисном мире будет только возрастать.

С учетом того что население России, на территории которой находится более 30% мировых запасов сырья, составляет менее 3% населения мира, очевиден риск того, что обострение борьбы за ресурсы и новые кризисы рано или поздно поставит на повестку дня вопрос о более «справедливом распределении» ресурсов в глобальном аспекте. *В таких условиях потребуются прочные геоэкономические и геополитические основы, необходимые для адекватного диалога, позволяющего нам сохранить существующий статус-кво.*

Все эти риски делают необходимым формирование прочных внутренних основ российской экономики. Для улучшения конкурентных позиций страны и нейтрализации возможных внешних и внутренних рисков России необходи-

ма выработка комплекса мер, которые обеспечат устойчивое развитие нашей экономики даже в условиях мировой нестабильности и которые позволят усилить позиции страны в нарастающей глобальной конкуренции.

Мы предлагаем уделить особое внимание подходам, которые могли бы способствовать решению этих задач в новых конкурентных условиях.

Эти меры касаются широкого комплекса вопросов финансовой, валютной, денежно-кредитной политики, внешнеэкономической деятельности и должны рассматриваться в их взаимосвязи как важная часть единой экономической политики страны. Хотя кое-что делается уже сейчас, предстоит проделать большую работу по созданию целостной системы мер и механизмов антикризисного развития.

Более подробно эта проблематика рассматривается в книге М. Ершова «Мировой финансовый кризис. Что дальше?»¹⁵

Примечания

1. Статья отражает личное мнение автора. www.eršovm.ru
2. Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000. С. 45.
3. Ершов М.В. Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005. С. 72–73.
4. Такое определение дается, в частности, в материалах слушаний по банкротству Lehman Brothers US Bankruptcy Court, NY, March 11, 2010. Иногда приводится иное определение кредитного плеча, которое рассматривается как соотношение капитал/активы, что делает его аналогичным нормативу Н1, используемому в российской банковской практике и опирающемуся на базельские принципы (см., в частности, законы об американской финансовой реформе HR 4173).
5. IMF.
6. Financial Crisis Inquiry Commission, Jan. 2011.
7. Moynihan B.T. Chief Executive Officer and President, Bank of America. Testimony to FCIC, Washington, D.C. January 13, 2010. P. 10.
8. Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, Jan. 2009. P. 8.
9. Born B. Regulatory Responses to risks in the OTC derivatives market. November 13, 1998. P. 3.
10. IMF.
11. Financial Crisis Inquiry Commission hearings, 2010.
12. Blanchard O. The crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies. IMF. P.19.
13. G20 Study Group on Global credit Market Disruptions, Paper Prepared by Australia, 30 October 2008. P. 29.
14. Ibid.
15. Ершов М.В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика, 2011. 295 с.