

Мировой финансовый кризис: причины, профилактика, дальнейшие меры

Джоэл Трахтман

Несомненно, в грядущие годы специалисты по экономической истории еще будут спорить о причинах мирового финансового кризиса. Основную роль в нем сыграл макроэкономический фактор, но предотвратить или смягчить кризис могло бы надлежащее регулирование.

Джоэл Трахтман – профессор международного права Юридической и дипломатической школы Флетчера при университете Тафтса. Среди его работ – “Экономическая структура международного права” и “Международное право и политика”.



© AP Images

Глобальный финансовый кризис затмил в перечне мировых проблем Ирак, Афганистан, Северную Корею и прочие кризисы – по сравнению с ним эти опаснейшие угрозы глобальной стабильности кажутся скромными. Даже если не смотреть вширь и заботиться только о собственном кошельке, глобальный финансовый кризис предстает масштабным процессом, затронувшим практически весь мир. Чтобы противодействовать нынешнему кризису и предотвратить его повторение, если это вообще возможно, необходимо понять, чем он вызван. Поставить диагноз нелегко, поскольку кризис вызван сложным взаимодействием макроэкономических провалов, недостаточного финансового регулирования и некомпетентного корпоративного управления. По той же причине предотвращение будущих кризисов – дело непростое.

Финансовый кризис начался в Соединенных Штатах с необоснованного вздувания цен на жилье и рискованных ипотечных кредитов. Пока цены на жилье росли, закладные казались надежным способом вложения денег, но с падением цен они стали выглядеть гораздо

Валютный трейдер в банке Korea Exchange в Сеуле, Южная Корея, 9 апреля 2009 года

менее привлекательными. Причем это падение само себя стимулировало, так как ставшие менее доступными кредиты и участвовавшие случаи лишения права выкупа закладных вызвали дальнейшее снижение цен на жилье. Многие первоначальные закладные были секьюритизированы, а банки и другие финансовые институты, равно как и инвесторы, охотно приобретали и продавали возникшие ценные бумаги, стремясь, как всегда, к возможно более доходным инвестициям. Но держатели этих ценных бумаг вдруг обнаружили, что их ценность резко упала. Для финансовых институтов убытки из-за обесценивания этих бумаг привели к подрыву капитала и способности вести дела. В результате у них стало меньше возможностей финансировать бизнес, а это оказало существенное депрессивное воздействие на реальную экономику. Лишь теперь замороженные кредиты начинают оттаивать.

Начавшись в Соединенных Штатах, кризис приобрел глобальный характер. Он стал глобальным по той причине, что глобальной является сама финансовая



© AP Images

Американские доллары и китайские юани

система, а среди финансовых учреждений, выдававших ипотечные кредиты ненадежным заемщикам в США, были не только американские, но и иностранные транснациональные компании. К тому же некоторые иностранные финансовые учреждения так же вели бизнес и у себя дома, следуя американскому примеру. Финансовые неурядицы стали шириться: если вначале банкротство грозило в основном американским финансовым институтам, вслед за ними той же угрозе подверглись их коллеги по всему миру. И, наконец, проникновение негативных процессов в экономику через торговлю и инвестиции привело к резкому сокращению экспорта в Соединенные Штаты и американских инвестиций за рубежом.

Причины

Несомненно, в грядущие годы специалисты по экономической истории еще будут спорить о причинах мирового финансового кризиса. Основную роль сыграл макроэкономический фактор, но предотвратить или смягчить кризис могло бы надлежащее регулирование.

Низкие процентные ставки в Соединенных Штатах, Японии и других странах, валютная политика Китая, рост нефтяного и прочего богатства в суверенных фондах – все эти факторы способствовали избыточной ликвидности, которая, в свою очередь, привела к вздуванию «денежного пузыря». Избыток дешевых денег требовалось реинвестировать. К тому же в силу обилия дешевых денег инвесторы постоянно стремились

к росту прибыли. Кто сулил более высокую отдачу, тот и получал множество клиентов и собирал крупные выплаты.

Значительная доля избыточной ликвидности хлынула в американский жилищный сектор. Накануне кризиса рынок жилья в США уже обладал чертами классического «мыльного пузыря». Те, кто вкладывал средства в жилье, становясь либо домовладельцами, либо кредиторами, казались финансовыми гениями. Реально ипотечные компании не несли убытков, поскольку ценность их кредитного обеспечения продолжала расти, восполняя ошибки в кредитовании. Как говорил легендарный инвестор Уоррен Баффет: «Только когда уходит прилив, становится видно, кто плавал голым».

Ипотечные компании перестали быть традиционными местными ссудно-сберегательными ассоциациями, которые держат выданные ими ипотечные кредиты до срока погашения. Напротив, кредиты стали пакетироваться, превращаться в ценные бумаги и служить объектом торговли и инвестиций со стороны отдельных инвесторов и коммерческих банков. Поэтому ипотечные компании зачастую не задумывались о долгосрочной перспективе и не заботились о том, смогут ли их заемщики обслуживать свои кредиты в случае финансового спада. С конца 2003 года резко возрос выпуск ценных бумаг с ипотечным обеспечением. Модель получения прибыли для многих финансовых институтов изменилась, перейдя в своей основе от использования процентного спреда к получению платежей и прибыли от продажи. Изменившаяся модель бизнеса также привела к изменениям в системе компенсаций, заваливая бонусами руководителей, способных обеспечивать такие платежи и прибыли.

Секьюритизация требовала надежных кредитных пулов, удовлетворяющих требованиям их гарантированного размещения, а часто и поддержки кредитов путем страхования или иного обеспечения. Ипотечные ценные бумаги, соответствуя требованиям таких рейтинговых агентств, как Moodys и Standard & Poors, обычно получали наивысший кредитный рейтинг. Агентства соперничали друг с другом за бизнес и при оценке кредитоспособности пулов чаще полагались на последние результаты, а не на перспективные модели, учитывающие опасность возникновения денежного пузыря.

Американскую систему регулирования можно обвинить как в грехе действия, так и в грехе бездействия. Администрация Буша стремилась обеспечить жильем людей с низкими доходами, предлагая им кре-



© AP Images

Бывшие руководители Fannie Mae дают показания в комитетах Конгресса США в декабре 2008 года

дитование без начального взноса. Возросшие требования к капиталу, предъявленные американским ипотечным гигантам Fannie Mae (Федеральная национальная ипотечная ассоциация) и Freddie Mac (Федеральная корпорация ипотечного кредитования), открыли другим учреждениям рынок финансирования жилья для секьюритизации. Базельские требования к капиталу стимулировали секьюритизацию, а ожидаемое снижение требований к капиталу, связанных с ипотекой, по соглашению «Базель II» побудило американские банки увеличить свои портфели ипотечных ценных бумаг. Инвестиционным банкам было позволено увеличить свой левередж. В общем, все эти изменения в регулировании были вызваны ростом наличной ликвидности и подстегнули рост рынка ипотечных ценных бумаг и его рисков. Хотя отдельные органы регулирования, возможно, видели нарастающие проблемы, властям не хватило политической воли для решительного вмешательства.

Корпоративное управление во многих финансовых институтах подверглось большой нагрузке, вызванной платежно-торговой моделью, стремлением стимулировать наиболее прибыльные предприятия, конкурентным давлением в результате рискованной деятельности других фирм и неспособностью выработать убедительную модель долгосрочного риска. В этих условиях акционеры, советы директоров и высшее руководство не смогли оценить и обуздать риск, который взяли на себя их учреждения. Выступая в октябре 2008 года в Конгрессе США, Алан Гринспэн, бывший председатель Федеральной резервной системы США, заявил: «Те из

нас, кто надеялся, что собственные интересы кредитных учреждений заставят их защищать акционерный капитал, а особенно я сам, сейчас пребывают в состоянии потрясения и недоверия». Таков грозный приговор, вынесенный американской системе корпоративного управления: механизмов корпоративного управления недостаточно, чтобы руководители действовали в долгосрочных интересах акционеров, а не в собственных краткосрочных интересах.

Профилактика

Каждая из причин финансового кризиса заслуживает отдельного рассмотрения, чтобы предотвратить будущие кризисы. Конечно, необходимо помнить, что чисто ретроспективное предотвращение кризисов, подобных тем, которые мы уже пережили, таким, как провал линии Мажино, созданной французскими военными перед Второй мировой войной, не предотвратит будущих кризисов. Вместо этого мы должны понять типы структур, вызывающих кризис, и стремиться создать механизмы заблаговременного выявления новых кризисов и соответствующей реструктуризации регулирования.

Во-первых, макроэкономическое управление должно выявлять «денежные пузыри» и мобилизовать политическую волю для борьбы с ними. Во-вторых, мы должны понять, что реформы в системе регулирования часто имеют циклические мотивы, усугубляя опасные явления. Занимаясь реформой регулирования, мы обязательно должны задаваться вопросом Уоррена Баффета: не увидят ли нас голыми, когда уйдет прилив? В-третьих, финансовое регулирование следует понимать как форму реагирования на противоречия, возникающие между различными стимулами финансовых институтов. Мы должны осознать, что само по себе корпоративное управление может оказаться недостаточным для пресечения близорукого менеджмента. Мы также должны осознать, что у самих акционеров финансовых институтов может не хватить стимулов добиваться, чтобы финансовые институты не допускали чрезмерного риска, понадеявшись на то, что им удастся компенсировать значительную часть риска благодаря страхованию депозитов и финансовой помощи государства. Эта моральная опасность зачастую требует реакции в форме регулирования.



© AP Images

Все больше домовладельцев теряют способность платить по ипотечным кредитам, и на улицах появляются таблички «Дом на продажу»

ДАЛЬНЕЙШИЕ МЕРЫ

В ситуации, когда фирмы не отвечают полностью за риск, связанный с их действиями, или когда руководство фирм не отвечает полностью за риск, связанный с его действиями, часто бывает необходимо внутреннее регулирование. Более того, в ситуации, когда государства не отвечают полностью за риск, связанный с их действиями в области регулирования, необходимо международное регулирование. Проблемы могут перетекать из одной страны в другую: финансовые институты поддерживают плотные международные сети межбанковских отношений, и крах одного из банков может повредить другим. Проблемы могут приобретать международный характер и вследствие конкуренции в сфере регулирования: когда одно государство снижает свои стандарты, оно может повысить на какое-то время конкурентоспособность своих финансовых институтов, нанеся конкурентный ущерб иностранным финансовым институтам. Наконец, экономический спад в США оказывает прямое воздействие на весь мир через торговые-инвестиционные механизмы.

Какое же международное реагирование необходимо в сфере регулирования? Государства должны взять на себя больше ответственности за регулирование плате-

жеспособности своих финансовых институтов, чтобы ограничить риск распространения негативных явлений. Возможно, государствам следует договариваться об объеме такой ответственности.

Но этого будет недостаточно. Следует устранить пороки в области корпоративного управления, побуждающие фирмы идти на чрезмерный риск, либо путем государственного регулирования, либо путем саморегулирования финансового сектора. Международные меры регулирования отобьют у государств охоту снижать внутренние стандарты, дабы повысить конкурентоспособность своих фирм. Базельское регулирование капитала отчасти было направлено именно на это, но в данной области предстоит еще многое сделать.

Наконец, понадобится более трезвое и сдержанное макроэкономическое управление и больше внимания к нуждам других государств в отношении национального макроэкономического управления, чтобы не допустить условий для возникновения «денежных пузырей» или других макроэкономических кризисов. ■

Мнения, высказываемые в этой статье, не обязательно отражают взгляды или политику правительства США.