
ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС: УРОКИ ДЛЯ ТВОРЦОВ ПОЛИТИКИ

Дувэ В.

старший партнер компании ANRC Consulting (Нидерланды).

E-mail: w.l.j.xu-doeve@anrc-consulting.com

Давиденко К. В.

факультет глобальных процессов

Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова

E-mail: bcbg@bk.ru

В статье анализируются причины, которые привели к глобальному финансовому кризису, рассматриваются его особенности, делаются прогнозы о будущем мировой финансовой системы. Авторы подчеркивают необходимость своевременных, адекватных и целенаправленных политических решений, позволяющих предотвратить какие-либо дестабилизирующие последствия для национальных и глобальной финансовых систем.

Ключевые слова: мировой финансовый кризис, экономика США, системные риски, макроэкономика, менеджмент.

The article analyzes the causes that led to the global financial crisis, and considers its peculiarities, there are also given some forecasts with respect to the future of modern world financial system. The authors emphasize the necessity of the timely, reasonable and purposeful political decisions to prevent any destabilizing consequences for the national and global financial sector.

Keywords: world financial crisis, the USA economy, systemic risks, macroeconomy, management.

Вызвал я без знания
Духов к нам во двор
И забыл чуранье,
Как им дать отпор!

И. В. Гете,

«Ученик чародея»

(пер. Б. Л. Пастернака)

Введение

В 2007 г. начались события, приведшие в итоге к мировому глобальному финансовому кризису. Если говорить обобщенно и упрощенно, события разворачивались следующим образом.

Кризис был в первую очередь вызван событиями в США, в частности широко распространенной практикой ипотечного кредитования высокорискованных клиентов. Перед самым наступлением кризиса экономика США стабильно развива-

Век глобализации 2/2011 99–108

лась и процентные ставки росли, что неизбежно повысило вероятность массовых невыплат по данным кредитам. Подобные невыплаты привели бы к плачевным последствиям для кредиторов.

Однако в то же самое время большое количество этих ипотечных кредитов было продано первоначальными кредиторами инвестиционным банкам, которые объединяли кредиты в коллатерализованные (обеспеченные ценными бумагами) долговые обязательства (КДО). Далее эти КДО были проданы финансовым институтам и инвесторам по всему миру.

Таким образом, вследствие глобализации валютной и финансовой систем последствия финансового кризиса распространились очень быстро. За пределами США последствия особо ощущались в финансовом секторе, особенно в Европе. Однако длительное время оставалось неясным, в какой степени и какие именно финансовые институты были на самом деле подвержены серьезной опасности со стороны рискованных ипотечных кредитов. Следовательно, традиционный учет просроченной кредиторской задолженности оказался невозможным. Последовавшее за этим состояние неопределенности подорвало уверенность в кредитоспособности финансовых институтов, что вызвало ограничение кредитования как самих банков, так и их нынешних и потенциальных клиентов. В некоторых странах, включая США и Великобританию, кризис привел к почти катастрофическому обвалу финансовой системы.

Такое ограничение кредитования возымело прямые последствия для реального сектора экономики (реального производства и потребления товаров и услуг) затронутых стран. Значительно снизились инвестиции коммерческих предприятий и потребительский спрос.

Более того, краткосрочные капиталовложения были изъяты из стран с формирующейся рыночной экономикой. Был нанесен тяжелый удар по зависимым от иностранных займов и инвестиций странам Балтии и Восточной Европы, а также развивающимся странам.

В результате экономической глобализации спад деловой активности затронул экспортно ориентированные страны, особенно в Восточной и Юго-Восточной Азии, развивающиеся страны и страны с переходной экономикой, зависимые от производства сырьевых товаров и энергоносителей, а также, например, Германию. Кроме того, многие развивающиеся страны и растущие экономики, сильно зависящие от экспорта сырья и энергоресурсов на внешние рынки, пострадали от спада спроса на свою продукцию.

Также начал истощаться и другой источник дохода развивающихся стран – пересылка заработка эмигрантов, работающих в странах, затронутых экономическим спадом.

Таким образом, к концу 2008 г. события в США, выглядевшие незначительными с глобальной точки зрения, привели к глобальному экономическому спаду, ввергнув многие государства в состояние рецессии (устойчивый период негативного экономического роста). И в результате кризис превратился в самый сильный экономический спад со времен Второй мировой войны.

Среди других наиболее выделяются следующие моменты:

1. В большей мере, чем что-либо прочее, этот глобальный кризис показал, насколько нынешние валютные, финансовые и экономические системы стали глобально взаимосвязаны и взаимозависимы.

2. В то же время кризис указал на основные глобальные финансовые и экономические тенденции и усилил их.

3. Кризис показал наличие фундаментальных системных слабостей национальных и глобальной финансовой и экономической систем. И стало предельно ясно, что правительства, центральные банки, национальные финансовые инспекции и соответствующие международные институты плохо осведомлены, некомпетентны и плохо подготовлены к тому, чтобы адекватно и своевременно справиться с этими слабостями, не говоря уже о предупреждающих мерах.

Поэтому из данного кризиса должны быть вынесены соответствующие уроки, чтобы обеспечить устойчивость и стабильность национальных и глобальной финансовой и экономической систем. В этой работе мы рассмотрим принципиальные глубинные уроки для творцов политики в правительствах, центральных банках и международных финансовых институтах. Мы начнем с наброска основных причин, сделавших глобальный финансовый кризис возможным.

Основные предпосылки глобального кризиса

С 1980-х гг. особенностью финансового сектора основных мировых экономик стали значительное структурное изменение и глобализация. Отличительными чертами, усиливавшими друг друга, были:

1. Технологические изменения, обуславливавшиеся как возможностями, обеспеченными современным информационно-технологическим прогрессом, так и прогрессом в математическом моделировании риска. Это сделало возможным достижения, указанные в пп. 2 и 3, включая, например, как более разнообразные и сложные финансовые продукты, так и беспрецедентные скорости транзакций и увеличение масштабов операций наряду с устранением операционных препятствий на пути к интернационализации.

2. Ослабление регулятивных режимов с упором на регулирование путем невмешательства и саморегулирование.

3. Изменение существующих финансовых инструментов и внедрение новых, приведшее к появлению специализированных процессов и инструментов, таких как секьюритизация, деривативы и т. п.

4. Институциональные изменения, характеризующиеся увеличением масштабов и объемов, интернационализация, усложнение и рост анонимности, увеличение расстояния между заемщиками и кредиторами, появление новых финансовых учреждений за рамками регулируемых границ традиционной банковской деятельности, таких как хедж-фонды, фонды прямых инвестиций и т. п.

Однако преимущества этих достижений были также очень значительны, так как увеличилось количество источников денежных средств для кредитования и инвестиций, а риски могли быть разделены между большим числом игроков. Повышенные риски были в пределах досягаемости и влекли за собой повышенный доход. Явившееся следствием этого смягчение условий кредитования, простимулированное низкими процентными ставками, благоприятствовало реальному сектору экономики, способствуя как инвестициям, так и потреблению.

Однако эти достижения имели обратную сторону и повлекли за собой системные риски. Например, они вызвали смещение центра тяжести финансовых то-

варов и услуг от качества к количеству. Ослабление регулятивных рамок привело к неизбежному недостатку внешнего надзора, понимания и прозрачности. К этому добавились и новые нерегулируемые финансовые учреждения и инструменты, и продажа ценных бумаг без посредства биржи, напрямую. Увеличившаяся сложность финансовых конгломератов также внесла свой вклад в их внутреннюю непрозрачность. Новые юридические толкования позволили таким финансовым институтам, как инвестиционные банки, использовать кредитные рейтинги как стимулирующий маркетинговый инструмент. Беспрецедентные результаты квартальных отчетов финансовых институтов привели к введению прогрессивной системы заработной платы, ориентированной на краткосрочный результат и поощряющей рискованные действия. По сути, разрешение саморегулирования в таких благоприятных условиях для погони за вознаграждением может быть сравнено лишь с ситуацией, в которой алкоголику поручили бы возглавить винно-водочный магазин.

Эти достижения в сфере глобальных финансовых систем не происходили в изоляции. Посему полезно отметить ряд существенных обстоятельств. Упрощенно они могут быть разделены на 4 категории.

1. Кредитно-денежная политика подразумевает регулирование количества или, что более распространено сегодня, цены (процентной ставки) ликвидных фондов в финансовых системах. Проводить эту политику в основных мировых экономиках – прерогатива центральных банков. Они осуществляют кредитно-денежную политику, увеличивая или уменьшая количество денег, доступное коммерческим банкам для кредитования. Главной целью кредитно-денежной политики является поддержание стабильности и уверенности в финансовой системе путем контроля над инфляцией.

Для измерения уровня инфляции центральные банки часто используют индекс потребительских цен (ИПЦ) для домашних хозяйств как основной индикатор. Следовательно, у традиционной кредитно-денежной политики имеются строгие ограничения.

Вспомним, что валовой внутренний продукт (ВВП) состоит из четырех основных элементов: потребление в частном секторе, инвестиции, государственные закупки товаров и услуг, чистый экспорт (разность стоимости экспорта и импорта). Таким образом, основной индикатор, используемый центральными банками, относится лишь к одной части этого – потреблению в частном секторе. Например, индикатор обычно не учитывает инвестиции в долгосрочные активы, такие как недвижимость. Следовательно, традиционная кредитно-денежная политика неспособна исследовать и побеждать «мыльные пузыри» в экономике¹, характеризующиеся сильной инфляцией цен на долгосрочные активы.

2. В последние десятилетия экономика США, страны, вызвавшей финансовый кризис 2007 г., стала крупнейшим потребителем кредитных ресурсов. Государственные закупки товаров и услуг, потребление в частном секторе, валовые инве-

¹ Среди основных глобальных экономик единственным примечательным исключением является китайская. Китайский центральный банк ограничивает коммерческие банки в кредитовании некоторых отраслей, например строительной, если в них есть ощущаемая угроза «перегрева» (излишнего инвестирования, приводящего к дефициту и последующему росту цен).

стиции, в частности, становились все более и более зависимыми от международных займов, в то время как накопление сбережений оказывалось все больше не в почете. Другими словами, в последние десятилетия экономика США функционировала все в большей степени за счет ожидаемых доходов будущих поколений.

Займы, не в полной мере финансируемые собственными сбережениями, – отличительная черта, характеризующая и другие экономики, особенно в Великобритании, во многих центральноевропейских странах с переходной экономикой и развивающихся странах. Вот некоторые достойные внимания достижения и тенденции.

Домашние хозяйства все в большей степени имеют тенденцию потреблять, превращая завышенные цены на недвижимость в займы. Набирающая популярность англосаксонская бизнес-модель ориентирована на краткосрочные квартальные результаты, отдает предпочтение оплате фиксированных дивидендов, независимо от эффективности деятельности компании, охотно освобождается от активов ради прибыли и с легкостью подвергает себя рискам процентных ставок и валютным рискам приобретением за счет заемных средств. Правительства слишком часто проводят несбалансированную бюджетную и фискальную политику и готовы создавать дефицит бюджетных средств даже на пике циклов деловой активности.

В то же самое время в некоторых основных экономиках, находящихся в центре финансового кризиса, в США и Великобритании в частности, производство наряду с инвестициями в инфраструктуру, образование и здравоохранение как в источники долгосрочного накопления богатства недостаточно или неэффективно. В этих странах зависимость от международных финансовых операций воспринимается как заменитель накопления богатства.

3. Как мы могли увидеть, в период перед финансовым кризисом 2007 г. произошли радикальные структурные изменения, трансформировавшие международный мир банковского дела и финансов. В коммерческой и инвестиционной банковской деятельности имели место автоматизация, диверсификация, производственная специализация, увеличение масштабов и объемов деятельности – и все это в условиях стремительной глобализации.

Менеджмент на основе реальных знаний и глубокого понимания фактической каждодневной коммерческой деятельности уступил место менеджменту на основе процедур, базирующемуся на принципах невмешательства и абсолютизации показателей эффективности. Большое количество транзакций, даже низкорентабельных, приносили большой доход. Кажущийся успех породил культуру, характеризующуюся надменностью, самонадеянностью и алчностью. Неучастие же во всем этом великолепии воспринималось как признак отсталости.

Однако финансовый кризис продемонстрировал, что некоторые ведущие коммерческие и инвестиционные банки не справились со своей первоочередной обязанностью поддерживать разумную и устойчивую систему управления рисками. Они в массовом порядке совершали безответственные и безрассудные инвестиции. В результате это потребовало беспрецедентного вмешательства правительств с целью избежать катастрофического краха всей глобальной финансовой системы.

Учитывая спад деловой активности нескольких ведущих финансовых институтов, а также тот факт, что государственная помощь с целью выхода из экономических трудностей и поддержки глобальной финансовой системы оказалась неизбежной, можно прийти лишь к одному выводу: в ключевых сферах международного банковского сектора осуществлялся вопиюще некомпетентный менеджмент.

4. Однако было бы неправильно обвинять в некомпетентности только лишь банкиров. Некомпетентность характеризует и саму экономику как учебную дисциплину, и соответствующие правительства и институты по регулированию и надзору: министерства финансов, центральные банки, финансовых наблюдателей, международные финансовые институты, ответственные за поддержание здоровой, устойчивой, рациональной и эффективной финансовой системы.

Ведь имели место существенные, бросающиеся в глаза недальновидность и неподготовленность. Финансовые инвестиции, вызвавшие кризис, коллатерализованные долговые обязательства, обеспеченные высокорискованными американскими сабпрайм-ипотечными кредитами, чувствительными к процентным ставкам и циклам деловой активности, – все это должно было неизбежно случиться. Кроме того, в недавнем прошлом имели место повторяющиеся «пузыри» в экономике и кризисы: в Японии с 1990 г., в Азии в 1997 г., в России в 1998 г. и т. д.

Не существовало также и эффективной системы предварительного оповещения. Глобальная координация по поддержанию здоровой международной финансовой системы была недостаточной. Неизбежным результатом этого оказался импровизированный процесс формирования реакции на происходящее.

Такое положение дел явно контрастирует с ситуацией в сфере климатологии, где ученые держат руку на пульсе. В ожидании неминуемой катастрофической опасности в лице глобального потепления проводятся целенаправленные исследования исторически важных эпизодов изменений климата, причин и системных последствий, осуществимости, затрат и преимуществ потенциальных решений. Правительства предпринимая решительные действия, а мнение общественности мобилизуется. Усилия, координируемые на международном уровне, объединяются для того, чтобы избежать опасности или минимизировать ее.

Здесь, в климатологии, мы рассматриваем потенциальный глобальный системный риск, последствия которого могут проявиться лишь спустя десятилетия. Однако к лету 2007 г. мир экономики и финансов сомнамбулировал в пучину почти катастрофического глобального финансового и экономического кризиса, расходы на преодоление которого должны будут нести нынешнее и будущие поколения, богатые и бедные, по всему миру.

Уже было достаточно сказано о пагубном характере систем оплаты труда в финансовом секторе, где награждается краткосрочный успех при игнорировании любых возможных долгосрочных последствий. Кроме того, мы хотели бы предложить объявить мораторий на присуждение Нобелевской премии по экономике (Премии Шведского государственного банка по экономическим наукам памяти Альфреда Нобеля), по крайней мере, в течение одного поколения.

Будущее глобальной финансовой системы

Как уже говорилось выше, современный гибкий и динамичный глобальный финансовый сектор может принести огромные выгоды для экономического роста и развития. Однако, как мы видели в предыдущем разделе, имеют место важные наглядные уроки, которые можно извлечь из событий, приведших к глобальному финансовому кризису 2007 г., и из того, каким образом справлялись с кризисом и резким экономическим спадом, к которому он привел.

Но есть также ряд проблем более фундаментального характера, которые необходимо учитывать и решать. В этом заключительном разделе мы кратко осветим наиболее важные из них.

1. Во-первых, в связи с кризисом 2007 г. увеличилось количество призывов к большему регулированию финансового сектора. Однако существуют важные ограничения для всего процесса регулирования. Как вновь и вновь подтверждает финансовый сектор, правила зачастую воспринимаются как вызов, а не как норма. В частности, трудно регулировать человеческий фактор.

Национальные нормативные режимы как сами по себе, так и в глобальной координации неизбежно оставляют пробелы: непредвиденные или же преднамеренные. В финансовом секторе достаточно изобретательности для того, чтобы использовать возможности, которые предлагают такие пробелы, и не обязательно ради общего блага.

2. Что, по крайней мере, так же важно, как и регулирование, а то и в значительно большей степени, так это адекватный и своевременный контроль и наблюдение за поведением всех игроков в финансовом секторе. Основными задачами здесь является достижение полной прозрачности, понимания и осведомленности – постоянно и во все времена – с тем чтобы, когда это понадобится, могли быть приняты особые меры с целью поддержания стабильности и уверенности. Особое внимание здесь должно, конечно, быть уделено вопросам адекватности и эффективности систем управления рисками. Простой опоры лишь на абстрактное математическое моделирование никоим образом не достаточно.

В частности, культура системного управления безопасностью и устойчивостью должна стать одной из основных черт финансовых систем как на национальном, так и на глобальном уровне. Это тем более важно, что в конечном итоге ключевые принципы в сфере банковского дела и финансов построены в большей степени на концепции уверенности и доверия.

Многое можно вынести из изучения подходов, применяемых в мировой гражданской авиации. В гражданской авиации структурная безопасность оборудования и эксплуатационной практики стала в последние десятилетия приоритетом номер один.

Ключевыми словами для финансового сектора в вопросе управления безопасностью и устойчивостью должны стать стабильность, надежность и приоритет интересов реального сектора экономики. Ведь кредитно-денежная и финансовая экономики не играют в первую очередь самостоятельной роли. В конце концов, их главная цель заключается в том, чтобы способствовать реальной экономике, производству товаров и услуг для накопления богатства и его использования через инвестиции и потребление.

Нет сомнений в том, что непрерывный структурный контроль и надзор, а также установление и поддержание безопасности являются дорогостоящими. Однако эти расходы начинают казаться мизерными по сравнению с экономическими и социальными издержками – для нынешнего и будущих поколений – в случае бездействия.

3. В частности, проблемой кризиса 2007 г. стал упор на концепцию «слишком значимый, чтобы потерпеть неудачу» в качестве основания для государственной помощи обанкротившимся финансовым институтам с целью выхода из экономических трудностей. Финансовые институты были спасены путем государственного вмешательства и поддержки в беспрецедентных масштабах.

Это примечательно тем, что ни один сектор в большей степени, чем финансовый, не был сторонником свободной рыночной экономики и невмешательства правительства. Логично, что очевидным последствием этого должно было стать то, что финансовые учреждения будут брошены на произвол судьбы, если они потерпят неудачу или разорятся.

Однако в процессе структурных изменений за последние десятилетия многие крупные финансовые институты выросли в размерах и позициях влияния, поэтому их банкротство поставило бы под угрозу стабильность финансовой системы в целом. Такой рост в размере оправдывался инновационным усилением мощности и производительности. Очевидно, однако, что связанные с этим риски не были надлежащим образом оценены, а сейчас они просто перешли на налогоплательщика.

Кроме того, сохранение этих обанкротившихся учреждений «в живых» несет в себе очень серьезный риск того, что такая глубоко укоренившаяся скверная практика не будет должным образом наказана и искоренена, что делает в будущем финансового сектора очень вероятным повторение поведения, генерирующего кризисы.

Как и в любом бизнесе, провал и, как следствие, банкротство финансовых учреждений, принимающих участие в такой скверной деловой практике, должны стать реальной возможностью. И это, скорее всего, вызовет серьезные структурные изменения, по меньшей мере в крупнейших финансовых институтах.

Есть еще два вопроса долгосрочного стратегического значения, которые заслуживают внимания.

4. Макроэкономическая политика крупнейшей в мире доминирующей экономики США уже давно способствовала структурному дефициту торгового баланса и принимала его. Кроме того, большинство крупных западных стран уже давно проводили структурную энергетическую политику, основанную на импорте. Ключевым следствием этих дисбалансов было постепенное, но постоянное и непрерывное смещение глобального экономического центра тяжести и изменение расстановки сил в мировом господстве. Наиболее заметными бенефициариями этого сдвига являются государства Восточной, Юго-Восточной и, с недавних пор, Южной Азии.

Страна, которая выделяется наиболее отчетливо, – Китай. Реформа и экономическая открытость позволили стране воспользоваться соответствующими возможностями. Впечатляющий беспрецедентный устойчивый рост, ориентированный на экспорт, продолжает быстрыми темпами трансформировать страну и уже

поднял миллионы из ужасающей нужды и нищеты. В результате успешной экспортно ориентированной экономики в стране продолжают накапливаться крупные валютные резервы, которые в настоящее время составляют около 2 триллионов (2 000 000 000 000) долларов США.

Золотое правило, конечно, гласит, что «правила определяет тот, у кого есть золото». Безусловно, страны, испытывающие значительный структурный дефицит торгового баланса, такие как, к примеру, США, со временем теряют глобальную власть и влияние. В то же время геополитическая власть таких стран, как Китай, растет. Мы уже видим, что Китай, длительное время являвшийся государством-интровертом, утверждает свое влияние в мире, и не только с кредитно-денежной и финансовой точки зрения. Это несет определенные риски для стабильности и непоколебимости мировой финансовой системы, так как подразумевает бóльшую, чем обычно, степень неопределенности.

Китай является страной, где исполнительная и законодательная власть, судебная система, финансовый сектор, крупные предприятия, а также средства массовой информации остаются по большому счету сосредоточенными в одних руках. Кроме того, эта система не характеризуется таким же уровнем прозрачности, который обычно встречается в западных странах. Китай также является большой страной, где имеет место сравнительно низкий уровень децентрализации власти, несмотря на сложности, связанные с массой городских, сельских и региональных различий. Следовательно, по сравнению с западными странами или, например, Индией Китай характеризуется ограниченной системой внутренних сдержек и противовесов. Кроме того, Китай по-прежнему сталкивается с целым рядом нерешенных территориальных споров. Страна борется и с увеличением числа структурных вызовов в своих попытках по-прежнему удовлетворять растущий на мировых рынках спрос на сырье, сырьевые товары и энергетику.

В то время как поддержание внутренней стабильности и гармонии является одной из самых серьезных задач китайских властей, в случае какой-либо значительной внутренней нестабильности в стране имеется лишь сравнительно ограниченное число механизмов самоуправления. Следовательно, чем более важную роль будет играть Китай в мировой финансовой системе, тем больше будет глобальная финансовая система подвержена риску того, что она серьезно пострадает от потрясений в результате какой-либо будущей нестабильности в китайской политике, экономике и/или обществе, возникновение которых – как бы нежелательно это ни было – не может быть полностью исключено.

5. Второй вопрос, имеющий долгосрочное стратегическое значение для мировой финансовой системы, – неизбежность давления, которое может создать в будущем «пузыри» цен на сырьевые товары и активы.

Глобальное давление, как, например, то, что наблюдали до начала 2008 г., на отдельные товары, включая некоторые продукты питания, энергию и сырье, возникает вновь. Это является неизбежным следствием продолжающегося роста мирового населения и нормального поступательного возобновления экономического роста на душу населения в целом и экономического роста в странах с формирующейся экономикой и в развивающихся странах в частности.

Кроме того, многие страны имеют особые структурные сложности, нехватки и ограничения, что приведет к новым дефицитам.

Например, Великобритания имеет систему планирования, которая структурно ограничивает строительство необходимого числа домов до такой степени, что докризисное давление на рынке жилья неизбежно вернется с новой силой.

Такое давление как на глобальном, так и на уровне отдельных государств приведет к возвращению агрессивной конкуренции в сфере производства и, как следствие, к росту уровня цен затронутых сырьевых товаров и активов. Кроме того, в преддверии ожидаемого повышательного давления на цены активность спекулянтов на рынках снова даст о себе знать. Это приведет к возобновлению волатильности, значительному повышению цен на отдельные сырьевые товары и активы в полном отрыве от фундаментальных причин для этого.

Даже в середине 2009 г., когда большинство крупных глобальных экономик показывают мало (или вовсе не показывают) убедительных признаков какого-либо экономического подъема, тенденции, свидетельствующие о спекуляции, уже явно прослеживаются, например при рассмотрении цен на сырую нефть.

Крайне важно, чтобы макроэкономическая, бюджетная, налоговая и кредитно-денежная политика адекватно и своевременно прогнозировала появление как любых таких неизбежных «пузырей» в ценах на товары и активы, так и сопутствующей деятельности спекулянтов. Только тогда можно будет сформулировать своевременные, адекватные и целенаправленные политические решения, которые позволят предотвратить какие-либо дестабилизирующие последствия для национальных и глобальной финансовых систем.