

П.А. ПАТРОН*

МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС: ИСТОКИ, РОЛЬ ГОСУДАРСТВА, ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

Осень 2008 г. ознаменовала конец эпохи. Если в прошлом правительства большинства развитых стран проповедовали политику невмешательства в финансовую систему, то теперь они вынуждены пойти на национализацию крупнейших финансовых институтов для предотвращения коллапса финансовой системы в целом.

Резкое обострение кризиса произошло в августе – сентябре 2008 г., когда правительство США объявило о покупке ипотечных гигантов «Фредди Мак» (*Freddie Mac – Federal Home Loan Mortgage Corporation*) и «Фанни Мэй» (*Fannie May – Federal National Mortgage Association*), предоставив им кредит в 200 млрд. долл. Это было сделано для того, чтобы не обрушился рынок долговых обязательств (его объём составлял порядка 6 трлн. долл.), который традиционно имел наивысший кредитный рейтинг AAA и в который инвестировали практически все самые консервативные инвесторы (включая и Центральный банк России). Через несколько дней обанкротился, не дождавшись стратегического инвестора, инвестиционный банк «Леман бразерс» (*Lehman Brothers*), а «Мерил Линч» (*Merill Lynch*), испугавшийся сложившейся на рынке ситуации, был поглощён «Бэнк оф Америка» (*Bank of America*). Практически одновременно с этим, крупнейшая в мире страховая компания АИГ (*AIG*) стала терять доверие кредиторов и от банкротства её спас только кредит ФРС, который был выдан компании напрямую, что противоречит всем американским финансовым законам, так как АИГ не является банковской организацией.

Все эти события явились следствием процесса постепенного дерегулирования мирового финансового рынка, который происходил на протяжении последних 30-ти лет.

Исторические предпосылки финансового кризиса

Очень тяжело точно предсказать время наступления любого кризиса, но ещё сложнее выявить причины, его породившие. Согласно работам американского экономиста Х. Мински, который посвятил всю свою жизнь изучению этих причин, экономические кризисы зарождаются спонтанно¹. Финансовая

* ПАТРОН Пётр Анатольевич – кандидат экономических наук, ассистент кафедры политэкономии МГУ им. Ломоносова. Copyright © 2009.

¹ M i n s k y H. The Financial Instability Hypothesis (May 1992). The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74, p. 2.

стабильность общества порождает уверенность инвесторов и усиливает их желание заключать высокорискованные сделки в надежде получить значительную прибыль. Это дестабилизирует финансовую систему из-за огромного количества убыточных сделок, что и приводит к кризисным явлениям в экономике. После падения того или иного рынка, финансовая стабильность постепенно восстанавливается и начинается новый виток экономического цикла.

Если говорить о нынешнем кризисе, то его призрак замаячил ещё в 1971 г., когда тогдашний президент США Р. Никсон в стремлении решить проблему растущего торгового и бюджетного дефицитов США отменил золотое обеспечение доллара, положив конец Бреттон-Вудской финансовой системе, препятствовавшей свободному переливу финансовых капиталов из одной экономики в другую, и ввёл плавающий курс доллара. Как только это произошло, и обменные курсы перестали быть стабильными, компаниям стало необходимо хеджировать^{**} свои валютные риски. В 1972 г. бывший адвокат Лео Меламед изобрёл валютные фьючерсы и ими стали торговать на Чикагской товарной бирже². Современные сложные деривативы это прямые потомки фьючерсов.

Р. Рейган продолжил курс на либерализацию финансового рынка, что позволило крупным институциональным инвесторам – таким как пенсионные фонды и страховые компании – легко вступать на рынки других государств. Это привело к тому, что брокерская комиссия стала падать, а объём торгов постоянно увеличиваться. Торговать по поручению клиента становилось всё менее выгодно, поэтому брокерские фирмы были вынуждены вкладывать свои собственные капиталы в торговлю на бирже.

С течением времени все эти казалось бы незначительные изменения коренным образом поменяли структуру финансового сектора. Инвестиционные банки, которые традиционно создавались в форме товариществ, обладали незначительным собственным капиталом и получали основной доход от консультационных услуг, были вынуждены реорганизовываться в акционерные общества и привлекать дополнительный капитал на бирже. В свою очередь, это привело к размытию и отмене в 1999 г. закона Гласа – Стигала 1933 г., который с целью минимизации рисков простых вкладчиков законодательно разделял банки на коммерческие и инвестиционные³.

1970-е годы ознаменовались также бумом в развитии торговли опционами. Банки благодаря этим инструментам могли хеджировать риски, возникающие в процессе изменения цены актива. Покупатель должен был заплатить премию за приобретение права исполнить опцион (т.е. продать или купить определённый актив), если цены на него будут изменяться в нужном ему направлении. Если же цена покупателя не устраивала, то он не был обязан заключать сделку и терял только выплаченную премию.

Развитие производных финансовых инструментов связано с публикацией модели ценообразования опционов, разработанной Фишером Блэком и Майро-

^{**} *Хеджировать* – в первом приближении, значит «страховать». – *Ред.*

² Более подробно см.: M e l a m e d L. *Escape to the Futures*. Wiley, 1996.

³ B a r t h J., B r u m b a u g h R. D., Jr. *The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking*, Economic and Policy Analysis Working Paper 2000-5, April 2000 (<http://www.occ.treas.gov/ftp/workpaper/wp2000-5.pdf>).

ном Шоулзом⁴. До появления этой модели никто не умел рассчитывать точную стоимость опциона. Новая модель предлагала ясную математическую формулу, которая выводила взаимосвязь цены опциона и цены положенной в его основу акции или облигации. Это позволило многим инвесторам обрести уверенность и начать активно инвестировать в только что образовавшийся рынок производных ценных бумаг. 26 апреля 1973 г. на Чикагской опционной бирже (*Chicago Board Options Exchange*) – в первый день её работы – было заключено 911 опционных контрактов. В 2007 г. общее количество заключённых опционных контрактов достигло 944 миллионов, а сумма сделок по ним составила 609,4 млрд. долларов⁵.

Следующим важным шагом в развитии финансового рынка стали свопы – производные финансовые инструменты, позволяющие временно обменять одни активы или обязательства на другие. Особое место заняли процентные свопы (*interest-rate swap*), которые представляют собой соглашение между двумя сторонами об обмене процентными платежами на заранее оговоренную условную сумму (в определённую дату одна сторона платит второй стороне фиксированный процент на эту сумму и получает от второй стороны платёж на сумму процента по плавающей ставке, например, по ставке *LIBOR*). На практике такие платежи складываются, и одна из сторон выплачивает разницу указанных выше платежей⁶.

В настоящее время наиболее важны, а следовательно интересны дефолтные свопы (*credit-default swap*), которые непосредственным образом связаны с разразившимся финансовым кризисом. В соответствии с условиями данного свопа продавец кредитной защиты соглашается выплатить покупателю определённую сумму в случае наступления дефолта заёмщика по будущим платежам. Взамен покупатель выплачивает продавцу премию.

Одна из ключевых проблем рынка дефолтных свопов состоит в том, что из-за чрезвычайной сложности данных финансовых инструментов их ценообразование очень тяжело поддавалось математическому моделированию. Каждый выпуск основывался на уникальном наборе активов, и поэтому создание унифицированной математической модели для всех существующих на рынке дефолтных свопов оказалось невозможным.

Ни одна из моделей не могла предсказать потерю кредитоспособности заёмщика в момент выдачи ипотечных кредитов. Академические исследования подтверждают, что банки, которые проводили первоначальный анализ состояния заёмщика отказались от практики проведения длительных собеседований, так как не могли количественно представить в модели оценки риска такие

⁴ Black F., Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. – «Journal of Political Economy», 81 (3) 1973, p. 637–654.

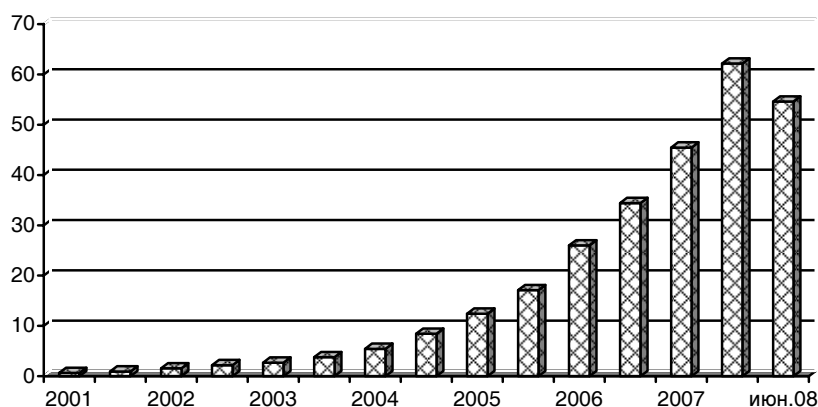
⁵ Chicago Board Options Exchange, Market Statistics 2007, p. 1 (<http://www.cboe.com/data/marketstats-2007.pdf>).

⁶ Халл Дж. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты. 6-е изд. М., 2007, с. 1056.

субъективные факторы, как твёрдость рукопожатия клиента или его бегающий взгляд во время интервью.⁷

Сегодня очевидно, что именно эти, на первый взгляд незначительные детали оказались более точными предсказаниями дефолта заёмщика, нежели сложно рассчитываемые кредитные рейтинги или показатели кредитной нагрузки заёмщика. В условиях отсутствия каких-либо «предохранителей» рынок дефолтных свопов в последнее десятилетие рос невероятными темпами и начал снижаться только в последнее время (см. диаграмму 1).

Диаграмма 1. Объём рынка дефолтных свопов, трлн. долл.



International Swaps and Derivatives Association Inc., ISDA Market Survey results, 1987 – Present
(www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-results1987-present.xls).

Фьючерсы, опционы и свопы обладают одной немаловажной характеристикой: маленькие первоначальные вложения могут привести к значительным убыткам. Фьючерсные контракты покупают за незначительную часть реальной стоимости, а вот продавцы опционов должны будут покрыть убытки покупателей, что может быть в несколько раз больше, чем размер премии, которую им заплатили изначально и т.д.

Всё это затрудняло регуляторам рынка оценку рисков отдельных компаний, и поэтому они сосредоточились на улучшении инфраструктуры самого рынка, отслеживая лишь исполнение совершённых сделок через центральные клиринговые палаты (чего, к сожалению, до сих пор не существует на рынке дефолтных свопов).

Темпы роста рынка деривативов значительно снизились после кризиса 1987 г., который обнажил недостатки техники хеджирования рисков портфеля ценных бумаг. Инвесторы продавали фьючерсы, чтобы застраховать себя от падения стоимости своих портфелей. Однако чем больше инвесторов продавали эти фьючерсы, тем больше они падали в цене, что влекло за собой падение

⁷ Kashyap A., Rajan R., Stein J. The Global Roots of the Current Financial Crisis and Its Implications for Regulation, August 2008, p. 4
(<http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/cbc5/Rajan.pdf?e6ec05de5d9a6758edda6c09842b4fe8>).

реальной стоимости акций, что, в свою очередь, вынуждало инвесторов ещё больше увеличивать продажу фьючерсных контрактов и т.д.⁸ Американским надзорным органам пришлось законодательно ограничить использование производных ценных бумаг для того, чтобы предотвратить повторение подобных ситуаций.

Деривативы, однако, продолжали активно использоваться инвесторами для перераспределения рисков. Ярким сторонником использования деривативов был А. Гринспен, председатель правления ФРС с 1987 по 2006 г. В своей книге «Эпоха потрясений» он приветствовал развитие рынка дефолтных свопов: «Одной из последних важнейших финансовых инноваций является дефолтный своп... Рыночный инструмент, позволяющий кредиторам с высокой долей заёмных средств передавать риск третьей стороне, может иметь критическое значение для экономической стабильности, особенно в глобализированной среде. Дефолтные свопы, появившиеся в ответ на эту потребность мгновенно завоевали рынок... Смягчающий эффект этих инструментов наглядно проявился в период между 1998 и 2001 гг., когда они были использованы для передачи рисков по кредитам в 1 трлн. долл., которые были предоставлены на развитие телекоммуникационных сетей. Хотя значительная доля компаний в этой сфере не смогла погасить долг из-за лопнувшего технического пузыря, не пострадала ни одна крупная кредитная организация»⁹.

Секьюритизация активов – одна из важнейших причин сегодняшнего кризиса – также зародилась в 1970-х годах. Именно тогда возникла идея объединять займы в пакеты и продавать их сторонним инвесторам. Термин «секьюритизация» впервые появился в колонке «Слухи со Стрит» в «Уолл-стрит джорнел» в 1977 г. Он был «изобретен» Льюисом Раниери, главой ипотечного департамента банка «Саломон бразерс» (*Salomon Brothers*). Именно этот термин Л. Раниери предложил использовать репортёру Энн Монро в статье, посвящённой описанию операций с первым выпуском ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам¹⁰. Сделка была основана на использовании структуры прямого распределения (*pass-through*), в соответствии с которой особая проектная компания распределяет между держателями ценных бумаг все «сгенерированные» пулом кредитов денежные средства на момент очередной выплаты по бумагам. В качестве андеррайтера как раз и выступил «Саломон бразерс». Сделка получила название «Эмиссия Банка Америки» (*Bank of America Issue*)¹¹. Рынок ценных бумаг подобного рода постоянно рос и к концу 2007 г. достиг объёма в 2,5 трлн. долл. (см. диаграмму 2).

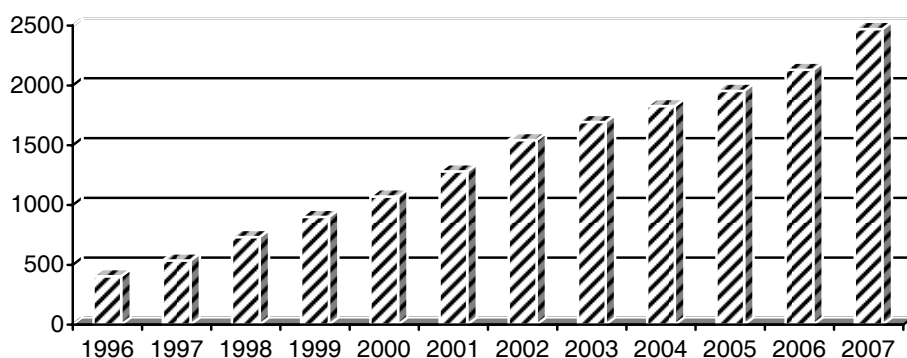
⁸ Furbush D. Program Trading and Price Movement: Evidence from the October 1987 Market Crash. – «Financial Management», 18 (1989), pp. 68–83.

⁹ Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы. М., 2008, с. 335–336.

¹⁰ Казаков А.А., История секьюритизации. – «Рынок ценных бумаг», 2003, № 19, с. 35.

¹¹ Raniere L. Your Mortgage Was His Bond. – «Business Week», 29.11.2004, p. 16.

Диаграмма 2. Объём американского рынка ценных бумаг, обеспеченных диверсифицированным пулом финансовых активов (Asset Backed Securities), млрд. долл.



Securities Industry and Financial Markets Association, Statistical Fact Sheet (www.sifma.org/research/pdf/ABS_Outstanding.pdf).

Развитие этого вида деривативов также поощрялось со стороны регулирующих органов как один из важнейших инструментов для перераспределения риска в экономике. Банки получали прибыль от выданных кредитов без необходимости держать их на своём балансе, что позволяло им кредитовать большее количество клиентов, а инвесторы получали финансовый инструмент, который приносил несоизмеримо больший доход, чем государственные облигации.

Секьюритизация открыла совершенно иные горизонты развития для коммерческих банков: теперь они не должны были полагаться лишь на средства, привлечённые у частных и корпоративных вкладчиков на депозиты. Благодаря использованию структурированных ценных бумаг, банки могли с легкостью привлекать ресурсы на открытом рынке. Никто не задумывался о том, что в какой-то момент времени это станет невозможно.

Регулирующие органы тем не менее попытались создать стандарты в мировой финансовой системе путём заключения Базельских соглашений, первая версия которых была составлена в 1988 г. Банки всегда были слабым звеном мировой финансовой системы из-за несоответствия между их активами и обязательствами. Активами банка обычно являются долгосрочные кредиты физическим лицам и корпорациям, в то время как их обязательствами являются депозиты, которые могут быть сняты со счетов практически мгновенно. Как показала недавняя практика, «набега вкладчиков» может не выдержать даже самый крупный банк, так как его активы невозможно вернуть мгновенно, причём досрочный отзыв кредитов может спровоцировать панику в реальном секторе экономики.

Базельские соглашения были направлены на решение проблемы банкротства крупных заёмщиков. Они обязывали банки иметь определённые финансовые резервы на покрытие возможных убытков. Так как это было очень дорого, банки стремились любыми средствами убрать со своих балансов подобные активы, и секьюритизация активов использовалась именно для этого. Кроме того, использовались дефолтные свопы с такими страховщиками как компания

АИГ, для того чтобы застраховать данные ценные бумаги от риска банкротства заёмщиков. Когда финансовые рынки обрушились, эти активы в балансах крупнейших финансовых компаний превратились в «чёрную дыру», став основной причиной сегодняшнего финансового кризиса.

Было бы несправедливо говорить, что политики предостерегали банкиров от принятия заведомо рискованных решений. Наоборот, политики стимулировали банки, чтобы те выдавали более рискованные кредиты. Особенно чётко эта тенденция прослеживалась в США, где был принят ряд законодательных актов¹², которые поощряли банки удовлетворять потребности в кредитах «всего сообщества». Это была одна из социальных программ правительства: больше кредитов бедным людям. «Фанни Мэй» и «Фредди Мак» – два поддерживаемых государством гиганта ипотечного рынка США – снизили стандарты кредитования и выдали в 1990-е годы огромный объём ипотечных кредитов.

Количество американцев, ставших владельцами собственного дома, постоянно росло, что было непосредственным итогом дерегулирования финансовых рынков. Большее количество покупателей означало повышение цены на недвижимость, делая кредиты менее доступными для бедных слоёв населения, что приводило к ещё большему снижению стандартов кредитования. Новые методы секьюритизации помогали банкам выдавать эти чрезвычайно рискованные кредиты и быстро избавляться от них, распродавая их на мировом финансовом рынке.

Либерализация возникла из-за множества причин. Прежде всего регулирующие органы стремились сделать национальные финансовые рынки конкурентоспособными по сравнению с быстрорастущими офшорными финансовыми рынками. Кроме того, либерализация предоставляла то, что было нужно простым избирателям – дешёвые кредиты. Следует отметить, что каждая финансовая инновация, которая с течением времени становилась предметом спекуляций, облегчала процесс получения кредитов как для физических, так и для юридических лиц, способствуя тем самым на первых порах экономическому росту.

Меры государственного регулирования в период кризиса и их последствия

В настоящее время американским властям необходимо преодолеть несколько проблем. Главная угроза экономике состоит в потере банковской системой значительной части собственного капитала. Совокупные потери мировых банковских институтов на конец октября 2008 г. составили порядка 675 млрд. долл., из которых около половины приходится на американские банки. Примерно 50% этой суммы банкам уже удалось компенсировать за счёт привлечения нового капитала, но, по последним оценкам МВФ, сумма потерь банков может возрасти более чем вдвое – до \$1,4 трлн.¹³ В результате этого компании

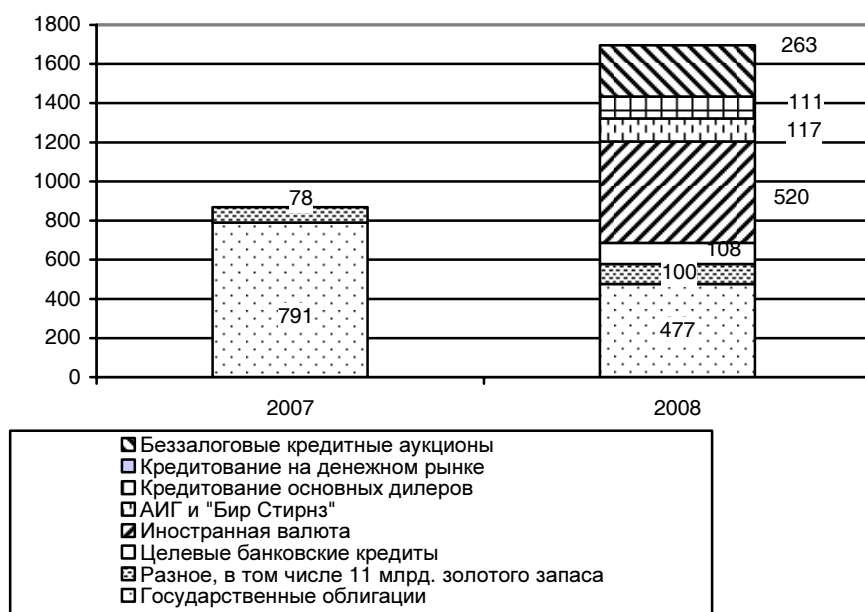
¹² Например, Community Reinvestment Act 1977. (Pub. L. 95-128, title VIII, 91 Stat. 1147, 12 U.S.C. § 2901) (<http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/6500-2515.html>).

¹³ Global Financial Stability Report – Wash., International Monetary Fund, October 2008, p. XII–XIII.

различных стран недополучат кредитов на сумму от 3 до 6 трлн. долл., что, конечно же, станет резким тормозящим фактором как для американской, так и для всей мировой экономики в целом.

Это означает, что важнейшей задачей является быстрое восстановление совокупного капитала банковской системы, что в нынешних условиях сделать крайне тяжело, так как привлекательность частных вложений в банковский сектор продолжает падать. Поэтому единственный быстрый способ восстановить ликвидность – это крупные государственные вложения. ФРС США предприняла ряд мер, направленных на поддержание стабильности американской финансовой системы, что отразилось на её активах (см. диаграмму 3).

Диаграмма 3. Активы ФРС, млрд. долл.



*Federal Reserve statistical release, 23.10.2008
(www.federalreserve.gov/releases/h41/20081023/).*

Если в августе 2007 г., активы ФРС состояли на 90% из государственных облигаций (791 млрд. долл.), то к концу октября 2008 г. объем государственных облигаций составил 477 млрд. долл., т.е. всего около 28% общей стоимости активов. 108 млрд. долл. было выделено на прямые банковские кредиты, 117 млрд. – на поддержку инвестиционного банка «Бир Стирнз» (*Bear Stearns*) и страховой компании АИГ. 111 млрд. долл. было выделено на поддержку тех инвестиционных банков, которые должны продавать новые выпуски государственных облигаций населению, 263 млрд. – на банковские беззалоговые кредитные аукционы (ФРС планировала впоследствии довести объем подобного вида кредитования до 500 млрд. долл.). ФРС также была вынуждена обменять 520 млрд. долл. на иностранную валюту для того, чтобы помочь иностранным центробанкам удовлетворить долларový спрос на национальных рынках. Аналитики инвестиционного банка «Голдман энд Сакс» (*Goldman & Sachs*) считают, что, если ФРС будет выдавать кредиты такими же темпами, как и

Центробанк Японии во время кредитного кризиса 1990-х – начала 2000-х, то её активы *** могут достичь 4 трлн. долларов¹⁴.

Ещё при Дж. Буше-мл. правительство США было вынуждено обратиться к Конгрессу с просьбой о выделении 700 млрд. долл. на выкуп просроченных ипотечных облигаций, которые изначально спровоцировали начавшийся финансовый кризис. Министр финансов Генри Полсон решил использовать до 250 млрд. долл. из средств, выделенных в рамках данного пакета антикризисных мер на рекапитализацию девяти крупнейших американских банков¹⁵. Впоследствии этот список был расширен до 60 финансовых институтов¹⁶. И всё же, даже эти значительные денежные интервенции не смогли восстановить полностью ликвидность в американской финансовой системе. Казалось бы, крупные банки увеличили свой кредитный портфель почти на 200 млрд. долл. (см. таблицу), однако эти деньги большей частью были выделены по уже существовавшим кредитным линиям, которые корпорации были вынуждены выбрать полностью.

Таблица

Кредитные портфели

	Увеличение кредитного портфеля*, млрд. долл.	Увеличение депозитов*, млрд. долл.
Крупные американские банки	196,4	88,4
Мелкие и средние американские банки	37,0	1,3
Дочерние структуры иностранных банков	12,7	68,0

* Данные приведены за период с 17.09.2008 по 15.10.2008.

Federal Reserve Statistical Release, 16.10.2008.

(www.federalreserve.gov/releases/h41/20081016/).

Прогнозируя будущие крупные убытки от операций на рынке ценных бумаг, банки вынуждены создавать значительные резервы, которые препятствуют выдаче кредитов. Если в период кредитного бума с 2004 по 2007 г. банковские кредитные портфели увеличились в среднем на 600 млрд. долл., то в современных условиях это представляется недостижимым. Эксперты предсказывают: в лучшем случае объём кредитования коммерческих банков увеличится примерно на 5%, что составит около 350 млрд. долл. Чтобы превысить этот уровень, нужно будет опять значительно ослабить требования к заёмщикам, а это как раз и оказалось одной из первопричин текущего финансового кризиса, поэтому подобный вариант развития событий кажется маловероятным.

*** В соответствии с Международными стандартами финансовой отчётности (МСФО) в активы включаются контролируемые данной структурой ресурсы, от которых она ожидает экономическую выгоду в будущем. – *Ред.*

¹⁴ «Businessweek», 1011.2008, p. 11.

¹⁵ U.S. to Buy Stakes in Nation's Largest Banks. – «Wall Street Journal», 14.10.2008 (<http://online.wsj.com/article/SB122390023840728367.html>).

¹⁶ Participants in Government Investment Plan. – «Wall Street Journal», 11.11.2008. (http://online.wsj.com/public/resources/documents/st_BANKMONEY_20081027.html).

Однако даже 350 млрд. долл. новых кредитов не смогут спасти американскую экономику от глубокой рецессии. Коммерческие банки предоставляли всего лишь порядка 30% общего объёма выдаваемых кредитов населению и корпорациям. Остальная часть приходилась на другие финансовые инструменты: корпоративные облигации, ценные бумаги, обеспеченные диверсифицированным пулом финансовых активов (*asset-backed securities*) и другие, рынки которых до сих пор практически заморожены. К примеру, в октябре 2008 г. была проведена всего лишь одна сделка стоимостью 500 млн. долл. по размещению на фондовом рынке ценных бумаг, обеспеченных потребительскими кредитами, что составляет примерно 1% объёма сделок, проведённых по данным бумагам в октябре 2007 года.

Вследствие этого федеральным правительством было принято решение о восстановлении ликвидности данных рынков для облегчения доступа населения к потребительским кредитам. Для этого будут использоваться ещё не потраченные (порядка 410 млрд. долл.) фонды из принятой антикризисной программы. Генри Полсон заявил: «с помощью государственных средств мы стараемся привлечь частных инвесторов обратно на эти проблемные рынки, в то же время сохраняя надёжность инвестиций налогоплательщиков»¹⁷.

23 марта 2009 г., новый министр финансов Тимоти Гайтнер огласил новые инициативы по созданию частно-государственного партнёрства для очищения американской банковской системы от проблемных активов. Эти шаги являются необходимой предпосылкой для возобновления нормального функционирования финансового сектора и экономики США в целом. Американская администрация вернулась к первоначальному плану по выкупу проблемных активов, который был озвучен ещё Г. Полсоном, но так и не был реализован до настоящего момента. Однако в плане Гайтнера ведущую роль будут играть именно частные инвесторы, которые получают соинвестирование со стороны Казначейства США, дешёвые кредиты со стороны ФРС и государственные гарантии со стороны Федеральной корпорации страхования депозитов (*Federal Deposit Insurance Corporation*). На каждый доллар из частных рук, который будет инвестирован в проблемные активы, государство выделит 13 долларов кредитных средств¹⁸. Причём выделяемые кредиты будут невозвратными, т.е. частный инвестор, для которого эта сделка обернётся убытком, потеряет только свои собственные первоначальные инвестиции.

Парадоксально, но в то время как частные компании избавляются от кредитов, государство рассматривает эти заимствования в качестве лучшего способа разморозить рынок закладных и связанных с ним ценных бумаг. В теории частные инвесторы, конкурируя между собой, должны лучше чем правительство определять реальную стоимость активов. Кроме этого, соединяя государственный и частный капитал, правительство планирует увеличить покупательную способность экономики более чем на 1 трлн. долл., используя только 75–100 млрд. долл. государственных средств.

¹⁷ More Rabbits from the Hat. – «The Economist», 13.11.2008 (http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=12597500).

¹⁸ «Second Time Lucky», 23.03.2009 (http://www.economist.com/finance/displayStory.cfm?story_id=13354675&source=features_box_main).

Как уже отмечалось ранее, одной из главных причин кризиса стало устранение американских надзорных органов от сколь-нибудь значимого регулирования финансовых операций, связанных с производными финансовыми инструментами, их неспособность или нежелание адекватно оценить те риски, которые принимали на себя финансовые институты. Следовательно, американским регуляторам предстоит переосмыслить системы оценки рисков, надзора за финансовыми институтами, их отчётности. Не исключено, что надзорные органы должны будут пойти на ужесточение регулирования отдельных операций и финансовых инструментов. Первым, хотя и необъявленным шагом на этом пути, стало превращение двух последних могикан инвестиционного банкинга – «Голдман энд Сакс» и «Морган Стэнли» (*Morgan Stanley*) – в коммерческие банки и переход их под надзор ФРС, что положило конец существованию такого класса финансовых институтов. Подобные действия с неизбежностью повлекут ограничения и на размах банковских операций, и на тот уровень риска, который будет считаться допустимым, и, следовательно, на уровень доходов банковского сектора.

Огромную роль в формировании данного финансового кризиса сыграли три крупнейших рейтинговых американских агентства – «Фитч» (*Fitch*), «Муди'з» (*Moody's*) и «Стэндард энд Пурс» (*Standard and Poor's*). Именно они активно участвовали в развитии рынков производных финансовых инструментов, присваивая им наивысшие рейтинги надёжности, что позволяло центральным банкам, пенсионным и хедж-фондам инвестировать свои золотовалютные резервы в эти ценные бумаги. Причём многие банки прибегали к услугам специализированных фирм (таких как «Кодфарм» (*Codefarm*), которая недавно была продана инвестиционному холдингу «Калипсо» (*Calypso*), обладавших информацией об используемых в рейтинговых агентствах моделях оценки риска, что позволяло им структурировать выпускаемые производные финансовые бумаги под любой нужный рейтинг надёжности¹⁹. Сейчас невозможно подтвердить объективность тех данных, которые использовались в процессе присвоения рейтингов, так как в мире не существует такого органа, которому были бы подотчётны данные компании.

Однако, несмотря на все вышеперечисленные факты, нельзя идти по пути значительного ужесточения процессов регистрации и тотального регулирования деятельности рейтинговых агентств. В настоящее время они обладают огромной властью: им доступна информация, к которой не имеют доступа рядовые аналитики и участники рынка, присваиваемые ими рейтинги играют ключевую роль при оценке и регулировании банков, страховщиков и пенсионных фондов. Это породило олигополистический информационный рынок, который побуждает инвесторов опираться при своих решениях о будущих инвестициях только на кредитный рейтинг, не проводя своего собственного анализа. Хотелось бы подчеркнуть, что огромная власть рейтинговых агентств не возлагает на них ни малейшей ответственности. Как только становится понятно, что они совершили ошибку, выставляя тот или иной рейтинг, рейтинговые агентства

¹⁹ Calypso Acquires Codefarm, 27.02.2009 (<http://www.finextra.com/fullstory.asp?id=19683>).

начинают ссылаться на свободу слова и заявляют, что их рейтинги являются не чем иным, как просто «выражением частного мнения».

Ужесточение контроля над рейтинговыми агентствами скорее всего приведёт лишь к обострению данных противоречий, снизив и так ограниченную конкуренцию на данном рынке до минимума. Наиболее оптимальным выходом из сложившейся ситуации было бы поощрение создания новых рейтинговых агентств и обязательное требование ко всем компаниям, размещающим свои ценные бумаги на биржах, публиковать в открытом доступе ту информацию, которую в настоящее время получают только рейтинговые агентства. Таким образом, каждый участник рынка смог бы сам принимать взвешенное решение по каждой совершаемой им сделке, не полагаясь слепо на чьё-то «частное мнение».

Следует подчеркнуть также, что немалый вклад в развитие современного мирового финансового кризиса внесла «слепая» вера инвесторов в непогрешимость математического моделирования. Все модели ценообразования рассчитывают будущую стоимость деривативов исходя из статистических данных прошедших лет, тем самым они изначально неспособны предсказать резкие скачки цен, вызванные динамическими процессами, происходящими в мировой экономике. Основывая своё решение только на математической модели, инвестор непременно обрекает себя на ошибку в долгосрочном периоде.

Подводя итог вышесказанному, стоит подчеркнуть, что происходящие в настоящее время два процесса – массированный приток (прежде всего государственного) капитала в банковский сектор и потенциальное снижение доходности банковского бизнеса в связи с ужесточением надзорного законодательства и контроля – являются взаимопротиворечащими. Это наталкивает на предположение о том, что в мировой экономике в ближайшем будущем произойдёт переоценка роли и места банковского сектора и того уровня его доходности, который может быть признан нормальным. Реальный сектор мировой экономики должен согласиться платить банковскому (впрочем, и всему финансовому) сектору за оказываемые услуги существенно больше, чем он платит в настоящее время. Банки должны извлекать бóльшую часть своей прибыли из базовых банковских операций (выдача кредитов, ведение счетов), чтобы у них не возникала необходимость участия в высокорискованных сделках, как это происходит в современных условиях. Если этого не произойдёт, то размах и разнообразие банковских операций будут сокращаться, что неизбежно повысит риски и издержки реального сектора мировой экономики.