

☞ // 13.10.2008

## Глобальный финансовый кризис: открывай ворота

Мировой кризис всегда приходит неожиданно и в конце экономического подъема. Естественно возникает вопрос: это единый финансовый кризис в мире, идущий из США и задевающий ЕС, Россию и другие страны, или это много разных неприятностей? Естественный вывод любого современного политика в любой стране: это американский кризис, а остальные -- жертвы. Политически это так удобно, что даже не обсуждается, -- под большой «общий» кризис всем будет удобно списать все свои экономические ошибки. Хотя в хаосе кризиса, конечно, взрываются и свои «национальные» мины, детонированные финансовой бомбой из США.

Исторически финансовый кризис на развитых рынках включает в себя и ликвидный кризис, и кредитный паралич, и падение на биржах, и банкротства банков, но падение доверия занимало дни, а не недели и не носило обычно такого всеобщего характера. Да и передача отрицательных импульсов, например во времена Великой депрессии, шла медленнее. Можно выделить несколько рубежей или этапов нынешнего кризиса и обозначить будущие «рубежи угроз». Эти кризисные этапы наступают неравномерно по странам -- от США к России и постепенно втягивают всех -- и на Востоке, и на Западе.

### Десять кризисных этапов

Первый этап -- американский жилищный кризис, списание огромных средств по плохим закладным банками и первые банкротства -- по времени от августа до августа.

Второй этап -- кризис ликвидности идет всплесками, но с середины сентября он так и не проходит. Банки торгуют только «чужими» деньгами центральных банков, но своих не доверяют -- именно этот кризис не удастся погасить. Кстати, явной ошибкой выглядит «разрешение» на банкротство «Леман Бразерс». Оно было дано из корректных теоретических соображений -- предотвратить «моральный вред» (то есть не снимать totalmente ответственности с участников рынка). И это как раз указывает на недостаток понимания глубины нынешнего кризиса -- это банкротство напугало всех, так как показало, что больше нет надежных брендов.

Третий этап -- это паралич кредита, вытекающий из кризиса ликвидности. Чем дольше он тянется, тем больше вреда текущей экономической деятельности, но особенно будущим капиталовложениям.

Четвертый этап -- закрепление недоверия и передача панических сигналов через циклические обрушения биржи. И тут пока ничего не получается. Даже несмотря на принятие плана Полсона и одновременное снижение ставок рефинансирования сразу семью ЦБ: попытка всемирного лечения чумы лекарствами от анорексии.

Пятый этап -- «мягкая приватизация» ключевых банков, страхователей рисков. Даже если речь идет о временном явлении (можно надеяться, что вливание в либеральных экономиках сотен миллиардов правительственных средств в частный бизнес, действительно, только на время), то все равно это нечто эпохальное. «Кошмар» Хайека:

неоконсерваторы заняты делом огосударствления банков. А, например, министр финансов Германии Штейнбрюк в интервью «Шпигелю» даже вспомнил о марксизме: «Вообще-то можно было бы сказать, что некоторые положения марксистской теории не были ошибочными».

Шестой этап -- этот кризисный рубеж, кажется, удастся пока обойти. Если не считать конфликта с Исландией и ее банками в Англии (которые вначале привлекли полмиллиона клиентов в Европе, а теперь обанкротились, за что англичане арестовали исландские счета), мировые денежные власти проявляют солидарность в приемах борьбы с кризисом и общих декларациях -- они понимают, как протекционизм уничтожил мировую экономику в 30-х годах.

Седьмой этап -- вот этот рубеж нельзя сдавать ни при каких обстоятельствах -- веру в сохранность личных сбережений. Мы наблюдаем повсеместное повышение потолков страхования депозитов физлиц. Правда, это может таить и опасность -- нельзя создавать соблазн того, что можно забрать домой средства из банков.

Восьмой этап -- решение проблем реального сектора. США и ряду европейских стран грозит рецессия. А России тем более жалко своих темпов и программ, хотя торможение неизбежно.

Девятый этап -- восстановление доверия, хотя до этого рубежа пока далеко. Потребуются некие международные соглашения и какие-то реальные шаги, которые должны сделать США.

И наконец, только на десятом этапе просматривается настоящая реформа мировой финансовой системы. Тут понадобится еще один Джозеф Кеннеди (отец братьев Кеннеди, алкогольный магнат и глава комиссии в администрации президента Рузвельта по реформе американской финансовой системы в 30-х годах) для перестройки мировой финансово-экономической системы XXI века.

### **Расплата за рост и иллюзии**

Последний по времени подъем шел минимум 2003--2008 годы, причем мировой реальный ВВП (по данным МВФ) вырос за шесть лет на 33%, а за предшествующие 12 лет -- на 42%! Так что это лучший, видимо, результат для мира в целом за последние 60 лет. Такие подъемы в рыночном хозяйстве не проходят бесследно -- марксист сказал бы, что «накопились противоречия». Действительно, подъем имел важное положительное свойство -- самостоятельный рост развивающихся стран (60%), который сделал их менее зависимыми от циклических процессов на развитых рынках (18%). Но взлетели цены на энергоносители и другие сырьевые товары.

Перемещение экономической мощи видно *по таблице 1* -- в Китай, Индию, развивающиеся страны в целом. Доходы и валютные резервы также сдвинулись в пользу Китая и нефтеэкспортеров: в 1998 году страны ОПЕК получили все вместе 100 млрд долл., а Россия -- 30 млрд., а в 2007 году в семь раз больше -- соответственно 700 и 210. Энергетические дисбалансы создали проблемы для транспорта и многих отраслей мировой промышленности, для жителей многих стран и не прибавили стабильности. На фоне войны в Ираке заново развился дефицит бюджета и платежного баланса США (по 4--6% ВВП в последние годы). Американские отрицательные балансы противостоят теперь как маастрихской финансовой строгости Европейского союза, так и положительным платежным сальдо Китая и экспортеров нефти.

Все это было до поры до времени «в пределах меры», пока сохранялась общая стабильность. Но на фоне низкой инфляции и низких процентных ставок (до 2006 года) подъем создал ложную иллюзию вседозволенности. И финансовый сектор породил триллионные пирамиды вторичных бумаг и экзотических деривативов на базе довольно шатких активов в жилищном секторе. Уолл-стрит имела самые широкие возможности для создания гибридных инструментов в течение каждой декады. Давление квартальных отчетов для контроля прибыльности толкало менеджеров к активности и соревнованию за бонусы. Строго говоря, оценка менеджеров по квартальным успехам -- старая проблема американской деловой культуры. Крупные проекты не могут быть успешны во всяком квартале, отсюда и больше угрозы принятия банками чрезмерных рисков. Контроль регуляторов за банками оказался недостаточным, как и в 2001 году -- над нефинансовыми компаниями. Тут и накопили максимум «токсичных» активов -- индивидуальные инструменты перераспределения рисков (вторичные бумаги по закладным, CDS, CDO) оказались источником системного риска. Все финансовые инструменты -- новые, но люди те же -- такие же паникеры, так же легко уговаривают себя в наступлении депрессии. Наука некритически приняла опасные финансовые инновации за прогресс. Регуляторы опять опоздали ровно на один кризис, а неподкупные аудиторы, мудрые аналитики и рейтинговые ястребы промахнулись. Мы также полагали весной этого года, что все еще обойдется.

### **Системный провал**

Дальше история разворачивается как в фильме-катастрофе. Сначала в течение года с августа прошлого года шел пожар в торфяниках, в котором к зиме-весне 2008-го начали исчезать отдельные банки. В него упало несколько крупных финансовых институтов (банкротства и слияния). Потом настало временное летнее затишье, в которое поверили даже скептики. В течение достаточно спокойного периода мая--августа регуляторы успели с облегчением сходить в отпуск. Разговоров о приближающемся кризисе было много, «Великую депрессию» затаскали комментаторы, но никто к ней не готовился. За год списали порядка 600 млрд долл. плохих активов в США, более 200 млрд в ЕС и примерно 25 млрд в Азии. Но это еще едва ли половина основных бумаг -- знатоки полагают, что впереди еще много «токсичных» активов.

Фактически именно в этот период произошел *огромный системный провал* всех органов надзора, анализа и контроля финансовых рынков. Суть проблемы -- неспособность институтов и рынков адекватно оценить совокупность рисков. Оказалось, что они могут отслеживать только частичные риски, но *системные угрозы не видят*. Потеря доверия к мудрости регуляторов и финансовых властей -- уже опасный результат и фактор последующей всеобщей потери доверия. Возможно, поэтому появление на экранах телевидения групп серьезных джентльменов в галстуках -- министров финансов и центральных банкиров, их объявления о совместных действиях уже несколько недель как не вызывают позитивной реакции у инвесторов. На сей раз нет уверенности ни в чем: они не заметили сначала «плохих закладных», они год не замечали и скорого выхода пожара на поверхность. Теперь вопрос, что они думают о следующих угрозах.

При дальнейших ударах могут быть задеты еще самые различные виды активов: жилищный рынок США -- цены идут вниз -- все еще под угрозой; 2,2 трлн долл. -- коммерческих бумаг (commercial papers), включая ипотечные бумаги (ABCP); 2,5 трлн долл. -- репо/обратное репо; 4,0 трлн долл. -- активы брокеров; 1,8 трлн долл. -- хедж-фонды. Потенциально под угрозой еще и страховки от дефолтов займов и гибриды -- до 60 трлн долл. (CDS и CDO).

## **Единый кризис и разные стратегии**

Кризис общий, однако он вызвал к жизни разные стратегии реагирования -- в США, ЕС и в развивающихся странах. И во всех трех, по-видимому, было три разных регулятора -- американское и европейское «самоуправление» и международные институты (МВФ и пр.) для остальных. В США в течение трех недель шло лечение страхом: президент Джордж Буш вынужден был запугивать конгресс и публику паникой и безработицей. Конечно, трудно представить себе хуже время для финансового кризиса в США. Интерпретируя Уинстона Черчилля, отличная штука демократия, но только после выборов. В понедельник, 29 сентября, конгресс отклонил план Полсона и чуть не отправил американскую экономику в штопор. Можно представить себе отчаяние министра финансов, который в отличие от политиков понимал, чем все рискуют, чего от него ждет бизнес и что скажут историки. Разумеется, на данном повороте никто не может точно сказать, что такое план Полсона -- омут или брод? Принятый в итоге конгрессом США пакет законов охватывает массу дополнительных лоббистских деталей на 150 млрд долл. различных подарков (полмиллиарда на кино и 10 млн на велосипедистов) -- это пригодится на выборы и на Рождество.

В целом мы видим американскую стратегию борьбы с угрозой паники -- устрашение и пакет мер. Самое непонятное, что будет с выкупом опасных бумаг, как будет преодолено противоречие между минимизацией выплат бизнесу по бумагам (экономия расходов правительства) с необходимостью передать ликвидность банкам.

В континентальной Европе кризис идет мягче, бизнес намного более традиционен -- наибольшие потери у тех банков, которые решились поднять свою норму прибыли с невинными на вид бумагами на американском рынке. Но резкое торможение кредита в ряде европейских стран свидетельствует, вероятно, о начале рецессии. Европейские члены «большой восьмерки» встретились в Париже, обошлись без общеевропейской демократии, но не стали обсуждать фонд на 400 млрд евро для всех стран ЕС. Внутренние проблемы 27 стран слишком велики, разнообразие «мин» просто не поддается оценке. Французы было захотели сыграть в «добраго следователя», но мудрость канцлера Ангелы Меркель просто спасла ЕС от втягивания в неопределенные обязательства помогать банкам по всей периферии. Европейцы пока надеются переждать: если план Полсона сработает, то можно будет отделаться национальными антикризисными средствами и перейти к реформам уже зимой.

Огромные резервы экспортеров, включая Россию, ушли в США и ЕС в форме низкопроцентных надежных (правительственных) бумаг. В развивающихся странах накоплено не так много американских «токсических» активов. Скорее это западные фонды и банки старались взять высокодоходные рискованные активы развивающихся стран для поднятия нормы прибыли. Вложения на этих рынках всегда давали чуть более высокие доходы для западных банков и инвесторов, но как рискованные лимитировались. Риски оказались неверно локализованы -- они были дома, но развивающимся странам от этого не легче. Волны портфельных капиталов приходят и уходят из развивающихся стран не только тогда, когда там возникают проблемы. Возможность получать инвестиции из международной финансовой системы зависит не только от климата в стране-получателе, но и от циклов и потрясений в самой финансовой системе. Если там плохо -- вы можете оказаться безвинно пострадавшим отличником финансовых рынков.

**Российский подход: "сила и спокойствие"**

Критика как аналитиками, так и популистами действий правительства США (или России) в данном кризисе вполне объяснима -- ничего бесспорного не бывает. Российский подход в одном схож с американским -- использование максимальной силы против проблемы; но в другом прямо противоположен американскому -- вместо устрашения явное намерение тихо задавить кризис дома и дать миру пример спокойствия.

Россия демонстрирует, что на выходе из кризиса она нуждается в спокойном рынке развитого мира для покупки ее энергоносителей и продажи ей оборудования для нашей модернизации. По всем шагам в отношении кризиса этой осенью Россия шла вровень, а к октябрю немного впереди развитых стран. Для повышения устойчивости банков была закачена значительная ликвидность, несколько банков тихо saniруются без потерь для инвесторов. Поскольку одной из угроз стали залоговые ценные бумаги под внешние займы, отсюда быстрый закон в Думе, разрешающий взять 50 млрд долл. через ВЭБ. Альтернатива выглядела бы довольно мрачно -- скупка залогов (пакеты российских ведущих компаний) по дешевке залогодержателями не из-за провала самих российских заемщиков, а в силу «сложившихся обстоятельств». До сих пор накопленные финансовые ресурсы страна не использовала для капиталовложений. Но если мы и в кризис будем беречь нефтяную ренту, то это уже «болезненная жадность» -- умирать от нехватки ликвидности, сидя на сундуке в полтриллиона долларов. Разумеется, это не значит, что действия правительства не должны анализироваться по целям, инструментам, последствиям на трезвую голову.

В любом случае надо исходить из того, что внешняя среда в ближайшие годы будет неблагоприятна для нашего развития. А малый российский инвестор-любитель уже стал жертвой биржевой игры. В этом отношении мы уже повторили опыт 1998 года -- разочарование еще одного слоя новых предпринимателей в рыночных возможностях. Но наша главная проблема в кризисе -- выход из него в модернизацию финансовых институтов. Как стране, стоящей на старте большой модернизации, нам важно пройти мировой финансовый кризис и использовать свои национальные сбережения для инвестиций до уровня 25--27% ВВП.

У развивающихся стран нет ни форума, ни механизма, чтобы обсудить свои проблемы, -- только съездить в МВФ или на «расширенную восьмерку». Правда, образовалось некоторое число экспортеров энергоносителей, которые накопили валютные резервы. Однако у России или ОПЕК есть опыт работы в энергетике, но нет базы и инструментария использования своих финансовых ресурсов для стабилизации. Пока единственная мудрость состояла в «карусели»: вложить резервы в надежные бумаги на Западе и занимать с помощью «бывших инвестиционных» банков на проекты. Можно было бы подумать об инициативе по организации мониторинга и анализа, поиска решений на будущее -- у нас свои интересы и их надо обосновывать.

\*\*\*

Кризис на Уолл-стрит вновь оживил дискуссию о гибели либерализма. Однако тут нужно быть аккуратным в понятиях. В кризисе находится один из идеологических подходов, скорее «либерализм без институционализма» как одна из сект мировой экономической мысли. Предпринимательский капитализм, о котором вновь заговорил президент Николя Саркози, остается основой развития эффективного хозяйства. Государство сейчас вмешивается в экономику для борьбы с одним из потенциально опаснейших провалов рынка, и это крайне важно. Меняются не основы экономики, а идет отрезвление от возможностей развития вне обеспечения регулирования, вне адекватных институтов. Стало очевидно, что возможность институциональных провалов существует не только в

развивающихся странах при становлении рыночных демократий, но и в самых развитых странах.

Кризис ставит вопрос и об американской модели культуры бизнеса, и о стиле деятельности регуляторов. Превращение знаменитого инвестбанка «Голдман Сакс» в коммерческий банк практически уже означает ломку старой модели распределения рисков с неизвестными последствиями. Большая ломка финансовой системы началась и уже идет без конференций и решений. Но это ставит критический вопрос: кто в мире «смотрит» за системными рисками мировой экономики? МВФ старается, но обычно в рамках традиционных макроэкономических проблем и в «американском стиле». Ежегодная сессия МВФ и МБРР, проходящая в эти дни, покажет, удалось ли им предложить что-то концептуальное. Пока Франция во главе с Саркози и Европейский центральный банк во главе с французом Трише готовы предложить свою лидирующую роль не только для ЕС, но и для мира. В конечном итоге решать проблемы реформы финансовой системы придется быстро, забыв политические дразги, на «очень большой восьмерке», расширенной до 14 стран с 80% мирового ВВП.

Таблица 1.	Динамика ВВП основных стран и регионов, 1990-2008	
	1990-2002 (12 лет)	2002-2008 (6 лет)
Мир	42,3	33,9
Развитые страны	37,2	17,6
ЕС-27	29,5	17,0
США	41,7	18,3
Япония	19,3	12,1
Развивающиеся страны	51,3	59,7
Бразилия	24,7	30,3
Россия	-33,0	59,2
Индия	89,4	70,5
Китай	203,0	99,9
Источник:	IMF WEO (October 2008)	

Таблица 1.	Динамика основных фондовых индексов, 2007-2008								
	31.07.07	31.08.07	30.09.07	31.12.07	31.01.08	29.05.08	29.08.08	29.09.08	10.10.2008
S&P 500 (США)	1455	1473	1526	1468	1378	1400	1300	1164	899
Vovespa (Бразилия)	54789	54714	61054	64123	57886	71694	55680	49541	35609

Nikkei 225 (Япония)	17248	16569	16785	15307	13592	14338	13072	11259	8276
FTSE (Великобритания)	6360	6303	6466	6456	5879	6053	5636	4902	3932
Shanghai Comp (Китай)	4471	5218	5552	5261	4383	3433	2397	2293	2000
РТС (Россия)	1961	1919	2071	2290	1906	2459	1646	1211	844
<b>31.07.07 = 100</b>									
S&P 500 (США)	100	101,2	104,9	100,9	94,7	96,2	89,3	80,0	61,8
Bovespa (Бразилия)	100	99,9	111,4	117,0	105,7	130,9	101,6	90,4	65,0
Nikkei 225 (Япония)	100	96,1	97,3	88,7	78,8	83,1	75,8	65,3	48,0
FTSE (Великобритания)	100	99,1	101,7	101,5	92,4	95,2	88,6	77,1	61,8
Shanghai Comp (Китай)	100	116,7	124,2	117,7	98,0	76,8	53,6	51,3	44,7
РТС (Россия)	100	97,9	105,6	116,8	97,2	125,4	83,9	61,8	43,0
<i>Источник:</i>	РБК, расчеты ИЭФ								

**Леонид ГРИГОРЬЕВ, президент Института энергетики и финансов, декан факультета менеджмента Международного университета в Москве,**

**Марсель САЛИХОВ, заведующий сектором Института энергетики и финансов**

// **читайте тему** // Мировой финансовый кризис

Свидетельство о регистрации СМИ:  
ЭЛ № 77-2909 от 26 июня 2000 г

Любое использование материалов и иллюстраций возможно только по согласованию с редакцией

Принимаются вопросы, предложения и замечания:

По содержанию публикаций - [info@vremya.ru](mailto:info@vremya.ru)

По сотрудничеству и развитию сайта - [web@vremya.ru](mailto:web@vremya.ru)