

ВЕДОМОСТИ

THE WALL STREET JOURNAL |  | Издается совместно с |  FINANCIAL TIMES

Кризис: Совесть надо иметь

Леонид Григорьев

25.09.2008, №181 (2203)

[■добавить отзыв](#)¹¹

[блогерам письмо](#) [только текст](#)

Великая депрессия в США 30-х гг. и прошедший транзитивный кризис в России 1990-1999 гг. чрезвычайно схожи: падение ВВП на 40%, личного потребления — примерно на 20% и накопления — на 80%. Это единственные два таких кризиса в мирное время. Мир давно уже другой — последние 20 лет падение ВВП в ведущих странах находилось в пределах 2%. Только в ходе азиатского кризиса 1997-1998 гг. несколько стран ЮВА потеряли 10-15% ВВП и несколько лет развития. Без развала всей финансовой системы мира не может быть и резкого удара по мировой экономике. Поэтому будем осторожны в сравнениях. Сейчас другое время: информационное общество против телеграфа; есть страхование личных депозитов; есть полезные нормы в коммерческом и сберегательном секторах банковских систем; регуляторы разбужены и приведены в действие (в 30-е гг. они были очень слабы).

Угроза финансового краха пока не ликвидирована — примерно \$1,5 трлн остается во вторичных-третичных инструментах от закладных. Огромной угрозой остаются развившиеся после азиатского кризиса новые инструменты — в частности, страховки от дефолта займов (CDS), рынок которых оценивается в \$45-70 трлн. Эти величины невозможно как-то выкупить — можно попробовать выкупить исходные «плохие закладные», лежащие в основе пирамиды. Отсюда и логика поведения американских властей — поддерживать не сами банки. Они скорее поддерживают тех, кто держит страховки: \$85 млрд для AIG плюс около \$200-300 млрд для двух гигантов Fanny Mae и Freddie Mac в сфере жилищных закладных (вроде нашего АИЖК, только очень большие). Сначала эти меры не помогли — индексы в Нью-Йорке полетели вниз.

Биржи США повернули к росту в четверг — пятницу 18-19 сентября только после обещания «Большого выкупа» — плана, появившегося с опозданием в полгода-год. Президент Буш 19 сентября объявил о плане выкупа опасных облигаций на \$700 млрд (с созданием специального фонда, как в 80-е гг.). Для США это дело не новое — кризис ссудо-сберегательных ассоциаций обошелся в 80-е гг. казне в \$300 млрд. Общая величина спасательного круга на сегодня — примерно \$1 трлн.

События последних дней показали, что мировая финансовая система уже не будет такой, какой мы ее видели. Последние оставшиеся гиганты Уолл-стрит — Morgan Stanley и Goldman Sachs — станут коммерческими банками с привлечением депозитов и доступом к кредитам последней инстанции от ФРС. Мы будем наблюдать становление новой эпохи финансовой системы. Как заявил недавно президент ЕЦБ Жан-Клод Трише, «бессмысленно искать козла отпущения в происходящих событиях, финансовая система должна измениться: никаких привилегий — никому из участников, ни одному из инструментов».

Пока не затронута доверие жителей к сберегательным банкам. Вот это критическая точка (всем предлагаю перечитать сцену набега на банк в «Менялах» Артура Хейли). Пока твердо стоят сберегательные институты, кризис еще не слишком опасен.

Мы можем ожидать некоторого облегчения положения авиации, других транспортных сегментов мировой экономики в связи со снижением цен на нефть. Но уже есть признаки того, что большие дорогостоящие проекты, в том числе в энергетике, могут пострадать из-за изменения перспектив экономического роста, приоритетов инвесторов и роста стоимости кредита. Очевидные последствия встряски на прошлой неделе — это сокращение возможностей инвестиционных банкиров обеспечивать финансирование проектов по всему миру через сложные финансовые инструменты. Это отрицательно скажется на глобальном экономическом росте. Можно ожидать замедления на год.

В России финансовая система еще очень слаба — большая часть капиталовложений финансируется или собственными средствами, или заемными средствами из-за рубежа. России давали плохие прогнозы после краха в августе 1998 г., но спад был невелик именно потому, что банки не играли

особенно важной роли в долгосрочном кредитовании. В то же время биржевая паника прошедшей недели и падение индексов наполовину с мая 2008 г. указывают на сочетание системных слабостей финансовой системы как на воздействие внешних по отношению к самой финансовой системе факторов. Война всегда плохо, паника иностранцев — тоже, кризис в Нью-Йорке по воздействию на нашу биржу — еще важнее.

Но в остальном мы должны критически взглянуть на свою финансовую систему. Без кризиса было даже как-то неудобно высказывать сомнения в успехах. Пенсионная система осталась на распутье и не вырабатывает пока длинных денег для капиталовложений — ее не первая, но чрезвычайно важная роль. Длительность внутренних пассивов банковской системы за годы подъема выросла до трех лет, но стала сползать назад с августа 2007 г. Массовый кредит, как банковский, так и облигационный, — до трех лет. С таким горизонтом не то что энергетику и инфраструктуру, но и обрабатывающую промышленность не поднимешь. Больше половины сбережений оказалось не у бизнеса и населения, а у государства — теперь никак не можем придумать, как их реинвестировать в развитие. Инструменты развития (банки и проч.) находятся в стадии первых экспериментов — семь лет подъема потеряны для их отработки. Госкорпорации и крупные госбанки оказались единственными каналами восстановления ликвидности — удобно, несложно, но совершенно недостаточно для долгосрочного инновационного развития. Год прошел с начала финансовых потрясений, но тема только разрастается, а инвестиции пока больше в планах. Наконец, доли акций, торгующихся на бирже (free float), обычно не превышали 20% во все годы подъема — фактор блокирующего пакета создает тенденцию к концентрации собственности до 75%. А это ограничивает возможности выпуска акций без угрозы для контроля над компанией, мешает расширению владения ими семей и развитию независимого от зарубежных бирж контингента акционеров — наиболее очевидный провал 90-х гг. Относительная независимость капиталовложений от биржи слабое утешение.

За 10 лет после краха 1998 г. многое не было сделано, так что не приходится удивляться нервной реакции бирж на комбинацию неблагоприятных воздействий. Денежную массу с начала 2008 г. зажимали в борьбе с инфляцией — в частности, росли нормы резервирования в ЦБ (по обязательствам перед нерезидентами — до 8,5%). Банки так и не смогли за год продавить доступ к государственным сбережениям для замещения внешних кредитов. Теперь по тем же канонам, что и в США, «скупой платит дважды» — приходится раскошелиться серьезнее. Снижены экспортные пошлины для нефтяников (\$5,6 млрд — около 140 млрд руб.), сокращены нормы обязательных резервов в ЦБ (250-300 млрд руб.). АИЖК получило еще 60 млрд руб. Наконец, Сбербанк, ВТБ и Газпромбанк получили 1,1 трлн на три месяца на межбанковское кредитование. Еще полтриллиона обещано президентом на поддержку финансовой системы, так что в целом пакет достигает \$80-90 млрд. Можем себе позволить потратить на кризис — сейчас не 1998 год. Оба пакета — США и РФ — в отношении к своему ВВП находятся практически на одном уровне. Но большинство мер — временные и направлены против текущей паники.

Главный вопрос на будущее: сможем ли мы выйти из антикризисного управления с ясным планом развития современной конкурентоспособной частной финансовой системы и начать ее модернизацию для обеспечения модернизации экономики страны? Сколько мы можем потратить на модернизацию финансовой системы и на капиталовложения — вот критический вопрос. Непосредственные проблемы текущего финансового кризиса, конечно, давят и на власти, и на бизнес, инвесторы и граждане пристально смотрят на происходящее. Поток плохих финансовых новостей с августа 2007 г. утомил и сделал недоверчивыми и нервными большие массы жителей планеты, в том числе и инвесторов. На прошедшей неделе зафиксирована отрицательная номинальная доходность по американским правительственным векселям — впервые с 1938 г. Для бегства в надежные инструменты из прочих инвесторы готовы были сами платить (а не получать!). На этой стадии финансового кризиса именно сохранение капитала и сбережений, а не их рост является ключевой проблемой.

Явно резко возросла ответственность сберегательных учреждений и коммерческих банков за стабильность планетарных финансов. Регуляторы стараются, но надо за ними присматривать — действуют ли они в частных интересах каких-либо кланов или стабильности развития. Полной гарантии, что такие недели не могут повториться, у нас нет. Ключ к тому, чтобы эти «четыре дня в сентябре» 2008 г. так и остались «репетицией без спектакля», лежит в сфере:

- восстановления доверия к руководству стран, центральных банков и министерств финансов;
- веры граждан ведущих стран в то, что те действуют в интересах экономики и населения, а не групп финансовых интересов;
- уверенности бизнеса, что денежные власти знают, что делают, устоят и не бросят массового мелкого

вкладчика, инвестора и бизнесмена;

— поддержания широкой международной кооперации ведущих держав в соблюдении дисциплины;

— немедленного анализа наиболее пострадавших отраслей и стран для предотвращения (сокращения) паузы в экономическом росте и развитии в ближайшие кварталы.

Главная наша национальная задача — перейти от антикризисных мер к модернизации частной финансовой системы и процесса финансирования капиталовложений в стране. Выводы же для всего финансового мира — от банкиров и инвесторов до регуляторов — можно сформулировать в вечных понятиях: Бога не надо гневить и совесть надо иметь!

Автор — президент Института энергетики и финансов, декан факультета менеджмента Международного университета в Москве, член группы «Сигма»

Мнения, публикуемые в колонке «От редакции», не влияют на выбор и освещение новостей в остальной части газеты. Другие мнения, публикуемые на полосе «Комментарии», могут не совпадать с позицией редакции. Комментарии online — статьи, которых нет в бумажной версии, повестка дня, все колумнисты.
