



ФИНАНСОВО-КРЕДИТНАЯ СИСТЕМА. БЮДЖЕТНОЕ, ВАЛЮТНОЕ И КРЕДИТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ЭКОНОМИКИ, ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕСУРСЫ

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР: ПРОМЕЖУТОЧНЫЕ ИТОГИ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

А.В. Киевич,

доцент кафедры финансов Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов, кандидат экономических наук
lubovvg@bk.ru

В статье рассматриваются предпосылки, причины и промежуточные итоги мирового финансового кризиса и возможности его предупреждения в дальнейшем.

Ключевые слова: банки, финансовый кризис, финансовый рынок, кредиты, секьюритизация

УДК 336.71

Начало 2010 года не стало благоприятным с точки зрения оценки ситуации на банковском рынке и выхода из кризиса различных экономик. Главный экономист Всемирного банка по России Желько Богетич считает, что в 2010 г. выход экономик из кризиса будет долгим и тяжелым. При этом особенно тяжелым он будет для России: в силу низкой конкурентоспособности ее экономики, инфраструктурных проблем и проблем в банковском секторе. В своем интервью журналу «Деньги» он сказал, что «вероятно, 2010 год будет последним годом антикризисного государственного стимулирования экономики. Возможно, в начале 2010-го государственное стимулирование темпов экономического роста еще сохранится, но этот процесс не может

продолжаться вечно... Что касается банков, они, по всей видимости, не смогут принять у правительства эстафету стимулирования экономики. Они вряд ли будут расширять кредитование по причине сохраняющихся высоких кредитных рисков. Кроме того, у банков достаточно и собственных проблем, например проблема токсичных кредитов, которая так и не решена. Предполагается, что условия на рынке банковского кредитования в 2010 г. станут более жесткими» [1].

Вопросы достижения финансовой стабильности и противодействия кризисным явлениям являются одними из наиболее актуальных в мировой экономике. Они интересуют как теоретиков, так и субъектов реального и финансового секторов эко-

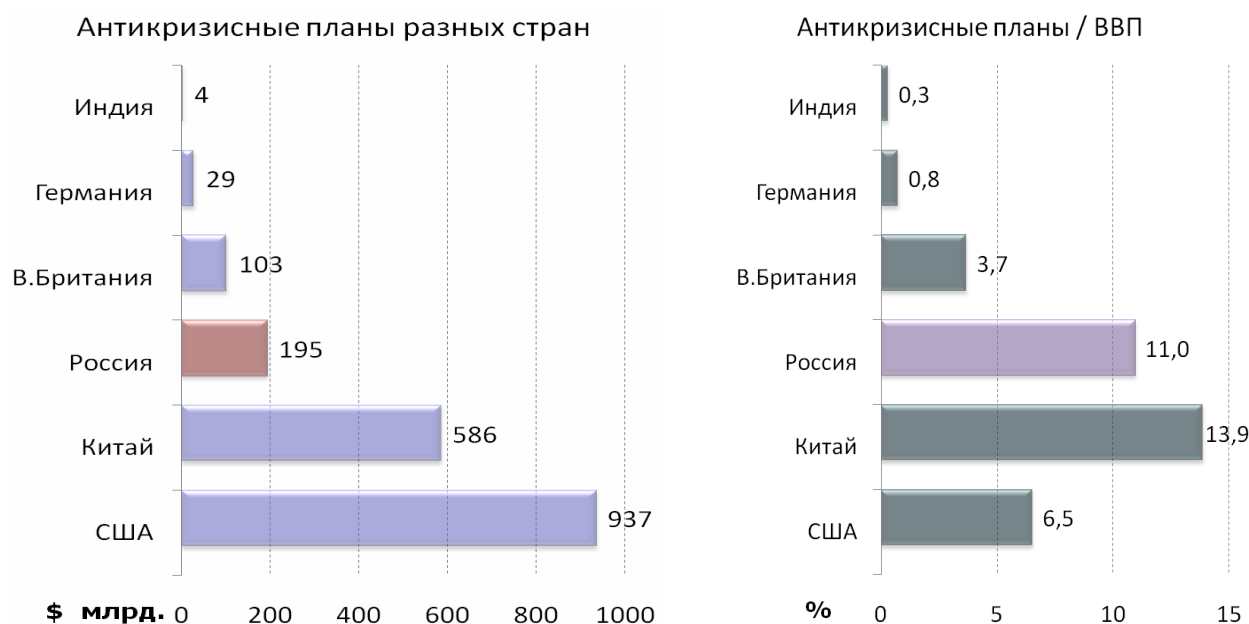


График 1. Антикризисные планы разных стран

Источник: Тосунян Г.А. Основные риски для экономики и банковской системы России. Необходимость изменения подходов: Материалы Четырнадцатой Северо-западной Банковской Конференции. Доступно на: <http://www.nwbc.ru/?pid=58>

номики. История показывает, что ни полное огосударствление регулирования финансового сектора, ни приверженность классическим принципам невмешательства в действия «невидимой руки рынка» не защищают экономические системы от периодических потрясений на мировых финансовых рынках. После некоторого периода относительно устойчивого роста каждое новое поколение начинает надеяться, что им наконец-то удалось открыть секрет поступательного безкризисного развития. Однако «внезапное» проявление глобального или локального финансового кризиса раз за разом рушит эти надежды. Мировой финансовый кризис, зародившийся в 2007 г. на американском рынке жилищной ипотеки, лишь последнее тому подтверждение. В настоящее время можно уже говорить о том, что успели сделать в части преодоления последствий финансового кризиса, как банкиры, так и государственные органы, к каким выводам пришли участники рынка.

Президент Ассоциации Российских Банков Тосунян Г.А. в своем выступлении на Четырнадцатой Северо-западной банковской конференции анализировал меры, предпринимаемые различными государствами по оздоровлению экономики и банковской сферы, и подчеркнул, что для России эти меры недостаточны. При этом он отметил, что сравнение антикризисных планов крупнейших развивающихся экономик, как это показано на графике 1, не в пользу России.

Кроме того, Гарегин Тосунян подчеркнул, что уровни развития ипотечных рынков развитых стран и России, представленные на графике 2, как до кризиса, так и в настоящее время не соизмеримы, в связи с чем, нельзя говорить о том, что финансовый кризис в России носит тот же характер, что и кризис, разразившийся в США.

Кроме рассмотрения практических аспектов текущей ситуации в финансовом секторе многих участников рынка ин-

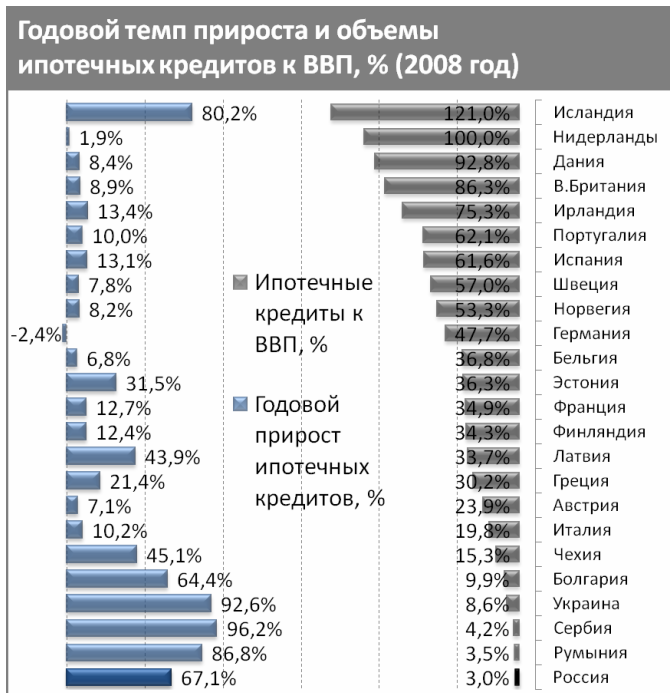
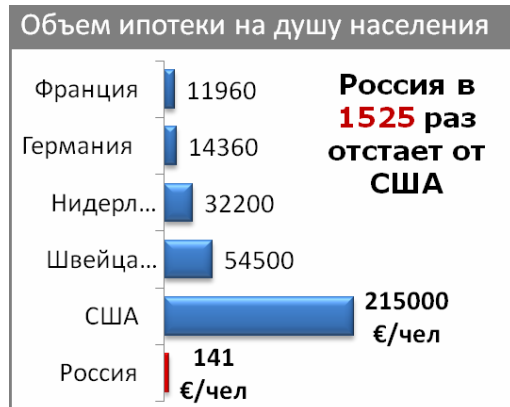


График 2. Показатели ипотечного рынка разных стран

Источник: Тосунян Г.А. Основные риски для экономики и банковской системы России. Необходимость изменения подходов: Материалы Четырнадцатой Северо-западной Банковской Конференции. Доступно на: <http://www.nwbc.ru/?pid=58>



тересует теоретическое осмысление причин возникновения финансовых кризисов и возможностей минимизировать риски негативных последствий.

В последнее время все больше сторонников приобретает «Гипотеза финансовой нестабильности» (Financial Instability Hypothesis), сформулированная американским экономистом Хайманом Мински (Huyman Minsky). Некоторые аналитики даже называют текущую ситуацию «моментом Мински» [2]. Данная теория базируется на двух основных теоремах. Первая утверждает, что «в экономике существуют финансовые режимы, при которых она стабильна, и финансовые режимы, при которых она [экономика] нестабильна» [3]. Согласно второй теореме, «в течение продолжительных периодов процветания экономика переходит от финансовых отношений, содействующих стабильной системе, к финансовым отношениям, которые поддерживают нестабильную систему» [3]. Таким образом, согласно Мински, финансовой системе присуща внутренняя нестабильность. Естественное направление ее развития не стремление к равновесию, как утверждает классическая экономическая наука, а переход от здорового состояния к более уязвимому. В своих работах Мински неоднократно утверждал, что «стабильность дестабилизирует».

Этот переход связан с изменением характера финансовых сделок, преобладающих на рынке. Все операции на финансовом рынке, в которые вовлечены разнообразные экономические агенты, Мински разделил на три категории — хедж, спекуляция и операции Ponzi [3].

Мински утверждал, что финансовые позиции постепенно трансформируются от хеджа, к спекуляции, а затем и к операциям Ponzi по мере того как растет оптимизм участников рынка. Поэтому как раз видимость стабильности порождает завышенные ожидания относительно будущей прибыли и побуждает экономических агентов занимать все более рискованные позиции на рынке, которые не смогут быть закрыты без убытков, если реальная рыночная ситуация окажется хуже прогнозируемой. При этом каждый отдельный участник рынка ведет себя вполне рационально, принимая решения на основе имеющейся у него информации. Истинное положение вещей становится ясным только уже после того, как финансовый пузырь взорвется. Мински не пытается переложить ответственность за возникновение спекулятивных финансовых пузырей на иррациональное поведение игроков. Он подчеркивает, что согласно Гипотезе финансовой нестабильности финансовые кризисы — это зако-

номерный этап развития финансовой системы, а не результат воздействия каких-либо внешних факторов.

Предпосылки для возникновения ипотечного кризиса в США начали формироваться задолго до его начала. Большинство исследователей связывает это с постепенным отходом от традиционной модели банковского финансирования. Практически всегда упоминается дерегулирование финансовых рынков последней четверти XX века.

Переход от системы ссудо-сберегательных учреждений к доминированию частных инвестиционных банков на рынке США ознаменовал собой смену основного источника доходов — от процентной маржи между кредитными и депозитными операциями к разнице в ценах покупки и продажи обращающихся активов. В традиционной системе организации банковского дела очень важна была социальная составляющая отношений банкира и его клиента, а также постоянный и строгий контроль за рисками. Естественно, что система не была лишена недостатков. В частности, доступ к жилищным кредитам был существенно ограничен для значительных слоев населения: женщинам, иммигрантам, представителям национальных меньшинств, людям свободных профессий очень тяжело, или практически невозможно, было получить ипотечный кредит, поскольку при принятии решения о выдаче кредита играло роль субъективное мнение банкира. Однако, несомненно, то, что банкиры были кровно заинтересованы в постоянном контроле за кредитными рисками.

При переходе к модели секьюритизации ипотечных активов данная заинтересованность была утеряна. Брокеры, получая свой основной доход от разницы в ценах покупки и продажи бумаг, агенты, организующие первоначальный кредит, зная заранее, что перепродадут его, особенно не интересовались кредитоспособностью заемщиков. Их главной целью становилось увеличение объемов рынка. Как отмечал Льюис Раниери [4], целью секьюритизации было создание активов, которые могли бы обращаться, не требуя оценки кредитоспособности. Обратимость была важнее кредитного риска. Именно поэтому было так важно создать из набора разнообразных ипотек облигацию с фиксированным купоном и сроками, которая могла бы служить заменителем корпоративным облигациям.

Секьюритизация задумывалась как механизм распределения рисков. Будучи элементом глобализации финансов, она должна была помочь снизить риски инвестирования за счет диверсификации активов в глобальном масштабе. Действительно, например, европейским банкам было удобно использовать обеспеченные ипотекой американские облигации для поддержания определенной доли своих активов в долларах США. Однако на практике это привело не к глобальной диверсификации, а к усилению системной зависимости международных рынков, поскольку финансовые институты инвестировали в одни и те же активы. Как коммерческие, так и государственные структуры из всех регионов мира были подвержены этому групповому поведению. Даже Центральный Банк Китая не избежал этой участи, разместив 9,7 млрд долларов из своих резервов в связанные с американской ипотекой бумаги, не говоря уже о вложениях Банка России. Почему так произошло, это скорее вопрос к специалистам по экономической психологии. Мы же можем только еще раз подчеркнуть важность реалистичного управления рисками.

Постепенно потребности профессиональных участников рынка ипотечного кредитования в США в повышении комиссионных доходов и рост спроса на высокодоходные вторичные бумаги со стороны внутренних и иностранных инвесторов привели к тому, что рынок мог развиваться только за счет вовлечения все новых и новых заемщиков. Когда резерв первоклассных заемщиков был исчерпан, начали постепенно снижаться стандарты андеррайтинга для привлечения все более и более рискованных заемщиков.

До 2003 г. большая часть ипотечных займов представляла собой первоклассные займы, соответствующие критериям, предъявляемым агентствами Фрэddie Мак и Фанни Мэй. Однако к 2006 г. уже более половины кредитов не соответствовало этим критериям. К началу 2006 г. первоклассные кредиты составляли только 36 % рынка, 15 % приходилось на высококлассные «гигантские» (jumbo) кредиты, которые превышали максимально допустимую агентствами величину кредита в 417 000 долларов США, 3% составляли кредиты гарантированные правительством в соответствии со специальными программами, например для ветеранов, а оставшиеся 46% приходились на кредиты для непервоклассных заемщиков [5].

Естественно, что по прошествии некоторого времени легко говорить о том, что кризис был закономерен. Для экономистов-теоретиков, взгляды которых в фундаментальные тенденции рынка этого может быть и достаточно. Те же, кто занимается практическими финансами — операторы рынка, регулирующие органы — заинтересованы в том, как предсказать точное время наступления кризиса, его возможную глубину. Поэтому интересен вопрос о том, возможно ли было предсказать приближение кризиса на ипотечном рынке США. Исследователи Юлия Демьянюк и Отто Ван Хемерт (Yuliya Demyanyuk, Otto Van Hemert) дают положительный ответ на этот вопрос. В своей работе [6] они проанализировали статистическую информацию, которая была доступна по состоянию на конец 2005 г., не учитывая никаких данных опубликованных позднее. Они утверждают, что к концу 2005 г. близость кризиса была ясна. На тот момент качество ипотечных займов продолжало ухудшаться уже в течение 5 лет. Быстрый рост стоимости недвижимости маскировал ухудшение качества займов, а, следовательно, и реальный риск не первоклассных ипотечных кредитов. Когда цены на рынке перестали расти, риск стал очевиден.

Как ни банально это звучит, но ипотечный кризис в США в очередной раз напомнил, что любое нововведение на финансовом рынке имеет не только положительные, но и отрицательные стороны. Финансовые механизмы работают не только так, как выдвинулось при их создании. В полной мере это относится и к секьюритизации активов и глобализации рынков.

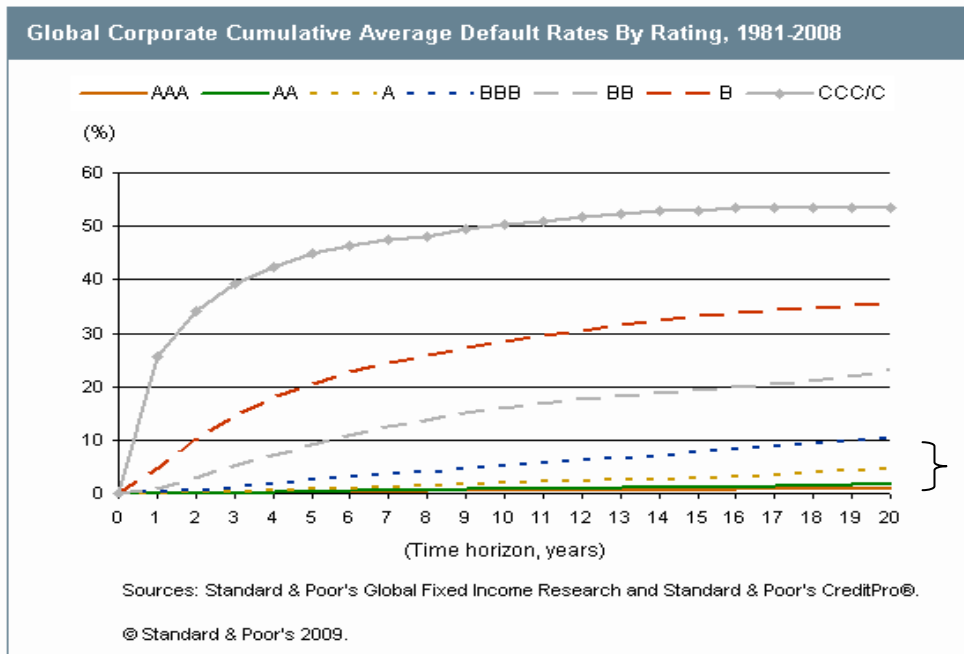
Важный урок состоит в том, что система, в которой нет адекватной оценки кредитных рисков, неизбежно придет к кризису, поскольку индивидуальные цели групп участников вступают в противоречие с интересами рынка в целом. Секьюритизация привела к тому, что, отказавшись от индивидуальной оценки рисков ипотечных заемщиков, сделки стали осуществляться с инструментами, в основе которых лежали риски, которых никто никогда не оценивал. Каждый участник цепочки секьюритизации работал за комиссию и заинтересован был лишь в увеличении оборота, а инвесторы были убеждены в том, что приобретают высоконадежный инструмент. Например, глобальные инвесторы, не имея прямого доступа к ипотечному рынку США, считали, что приобретают пакеты ценных бумаг с взвешенным риском, оцененным известными рейтинговыми агентствами.

Особо необходимо отметить негативную роль, которую сыграли рейтинговые агентства в развитии кризиса. Теоретически они должны были выдавать объективные и независимые заключения о надежности тех или иных траншей обеспеченной ипотекой облигаций. Поскольку серьезного анализа кредитных рисков при выдаче первоначальных ипотечных кредитов не производилось, рейтинговые агентства, по существу, оставались единственным агентом, имеющим доступ к информации и способным оценить риски. Однако их интересы оказались слишком тесно переплетены с интересами эмитентов вторичных ипотечных бумаг. Некоторые авторы утверждают, что инвестиционные банки платили рейтинговым агентствам за выставление более благоприятных рейтингов. Но даже если это утверждение не соответствует действительности, то рейтинговое агентство все равно допустило несколько серьезных просчетов, несомнимыми с их статусом «гуру прогнозов». Они использовали те же математические модели, что и другие участники рынков. Предположения, на которых построены эти модели, существенно снижают их точность, особенно в периоды резкой трансформации рынков. Рейтинговые агентства полагались на продолжение роста цен на недвижимость и игнорировали систематический риск. Например, практически одинаковые рейтинги присваивались пулам ипотек, в которых покупатели недвижимости вносили значительный первоначальный взнос за счет собственных средств и тем пулам ипотек, где заемщики привлекали отдельный кредит для выплаты первоначального взноса. Во втором случае заемщики вовсе не вкладывали собственных средств в сделку и надеялись, что расходы по обслуживанию независимого кредита на первоначальный взнос будут покрыты за счет более низкой процентной ставки по ипотеке. Другой пример — присвоение высшего кредитного рейтинга траншею обеспеченных ипотекой облигаций в связи с наличием у этого транша дополнительных гарантий страховой компании с высоким рейтингом надежности, тогда как собственные средства самой страховой компании вложены в аналогичные ценные бумаги или у нее уже накоплены обязательства по аналогичным бумагам на крупные суммы.

Однако справедливости ради необходимо отметить, что рейтинговые агентства не согласны с претензиями в свой адрес. Так,

например, представители Standard and Poor's в одном из своих публичных выступлений [7] говорили о том, что рейтинг — это относительная оценка кредитоспособности заемщика, а не абсолютный индикатор вероятности дефолта.

Комиссия подвергла жесткой критике крупнейшие американские банки, обвинив их в неэффективном управлении кредитными рисками, что в дальнейшем привело к увеличению плохих кредитов, и вполне закономерному росту просроченных



Источник: S&P "Default, Transition, and Recovery: 2008 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions", Chart 24, Ratings Direct, April 2nd, 2009

платежей по ним. В свою очередь, неадекватное управление кредитными рисками привело к многомиллиардным убыткам крупнейших инвестбанков, что в конечном итоге спровоцировало глобальный финансовый кризис. Глава FCIC Фил Анджелидис заявил, что «все это похоже на то, как если бы кто-то продавал кому-то машины со сломанными тормозами, а потом начал продавать страховые полисы на эти машины» [8].

В ответ на такие серьезные обвинения банкиры утверждали, что причины кризиса кроются в стечении объективных обстоятельств и неспособности регуляторов своевременно предвидеть надвигающиеся проблемы.

Руководитель Goldman Sachs Ллойд Бланкфайн видит в качестве ключевых причин возникновения финансового кризиса существенный рост объемов иностранного заемного капитала в США, многолетняя политика по поддержанию низких учетных ставок и стимулирование властями политики по активизации потребительского спроса на рынке жилищного кредитования.

Интересно отметить, что на вопрос одного из членов комиссии о том, почему банкиры не заметили накануне кризиса развернувшуюся повсеместно практику плохого кредитования, глава Goldman Sachs ответил, что мы, конечно, видели изменение ситуации, но старались видеть в этом положительные моменты. Мы считали, что если требования упрощаются, то ситуация в экономике становится лучше. Поэтому изменение ситуации

не вызывало у нас опасений, достаточных для того, чтобы начинать принимать экстренные меры. Руководитель Morgan Stanley Джон Мэк в этой связи добавил, что финансовый кризис выявил то, что у регуляторов просто не было достаточных инструментов для защиты стабильности финансовой системы. Сложность финансовых рынков и финансовых продуктов заметно возросла в последнее время, в то время как регулирование и надзор не поспевали за этими темпами. Аналогичную мысль высказал и глава JP Morgan Chase Джейми Даймон: «Я не хочу винить регуляторов, но очень важно решить, как эта система может работать лучше. Нынешняя система регулирования не очень хорошо организована» [9].

В настоящее время можно сделать только промежуточные выводы по результатам еще незавершенного мирового финансового кризиса. Очевидно, что это не последний в истории финансовый кризис, поэтому следует стремиться, чтобы регулирующие органы обладали необходимыми возможностями (знаниями, умениями, инструментами) и желанием для превентивного воздействия на финансовый рынок. Следует признать, что секьюритизация вывела большинство участников данного рынка из-под контроля регулирующих органов, при этом выводы ряда уважаемых рейтинговых агентств были далеки от действительности, что подчас приводило к заблуждениям инвесторов при принятии ими финансовых решений.

Литература

1. Чувиляев П., Богетич Ж. Восстановление мировой экономики будет медленным // Деньги. — 2010. — №1 Доступно на: <http://www.kommersant.ru/doc.aspx?DocsID=1301344&ThemesID=437>
2. См. напр.: Magnus G. What This Minsky Moment Means for Business // Financial Times. — August 23, 2007. — P.11.
3. Hyman P. Minsky. The Financial Instability Hypothesis. // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College // Working Paper. — 1992. — №74. — May — P.8.
4. Ranieri L. The Origins of Securitization, Sources of Growth, and Future Potential. In A Primer on Securitization, Leon T. Kendall and Michael J. Fishman (eds.). — Cambridge, MA: MIT Press, 2000.
5. Kiff J., Mills P. Money for Nothing and Checks for Free: Recent Development in U.S. Subprime Mortgage Market // IMF Working Paper. — 2007 — N 88. — p. 6.
6. Demyanyk Y., Van Hemert O., Understanding the Subprime Mortgage Crisis // Доступно на http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1020396
7. Трофимова Е.К., директор группы «Финансовые институты», Standard & Poor's, Париж «Как худшие времена могут быть лучшими временами». Материалы Четырнадцатой Северо-западной Банковской Конференции. Доступно на: <http://www.nwbc.ru/?pid=58>
8. Хвостик Е. Банкиры переадресовали кризис. Главы крупнейших банков США обвинили в нем регуляторов // Коммерсантъ. — 2010. — № 4 (4304) от 14.01.2010 Доступно на <http://www.kommersant.ru/doc.aspx?DocsID=1303053&ThemesID=437>
9. Там же.