

## ЭВОЛЮЦИЯ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА: ОТ ИПОТЕЧНОГО КРИЗИСА В США К ДОЛГОВОМУ КРИЗИСУ В ЕВРОПЕ

© 2012 М.О. Ширалиев

кандидат экономических наук

Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов

E-mail: murad@shiraliyev.com

Рассматривается состояние мировой экономики; подчеркивается, что она находится в состоянии неопределенности и вызывает беспокойство.

*Ключевые слова:* глобальный экономический кризис, состояние экономики, перспективы развития.

Мировой финансовый кризис, выросший из локального американского ипотечного кризиса в 2007 г. и трансформировавшийся в дальнейшем в долговые кризисы ряда европейских стран, показал, что во многом применяемые стратегии банков и других участников международных финансовых рынков, а также используемые финансовые инструменты оказались слишком рискованными, а адекватный противовес не был создан ни государственными органами, которые призваны поддерживать стабильность финансовых рынков и банковских систем, ни самим рынком.

И несмотря на то, что отдельные страны вступили на путь реформирования своих финансовых и банковских систем в целях предотвращения будущих кризисов, эти преобразования в большинстве случаев не отличаются системностью и в значительной степени зависят от политической конъюнктуры. Более того, отсутствие реальной (а не декларируемой) координации действий регулирующих органов на международном уровне оставляет потенциальную возможность для регулятивного финансового арбитража и появления новых потенциально рискованных продуктов финансового инжиниринга.

Отметим, что банки занимают особое место в данных процессах. Они являются одними из самых активных участников мирового финансового рынка, источником и одновременно потребителем финансовых инноваций. Банки служат связующим звеном между финансовой системой и остальными секторами реальной экономики, потенциальным механизмом передачи кризисных явлений, и поэтому государственные регулирующие органы должны уделять им наибольшее внимание.

Отсутствие целостной концепции управления системными рисками как у финансовых ком-

паний, так и у банков с их операциями на финансовых рынках, снижает эффективность усилий государств, направленных на достижение долгосрочной финансовой стабильности, а также лишает сами банки возможности выстраивать свою долгосрочную стратегию деятельности.

И до сих пор вопреки надеждам и ожиданиям многих специалистов и экспертов разразившийся на всем мировом финансовом пространстве кризис вместо завершения получил дальнейшее продолжение в виде долговых кризисов (кризисов суверенного долга) в ряде европейских стран. В 2010 г. первыми странами, зафиксировавшими проблему суверенного долга, были Греция и Ирландия, далее вся еврозона поэтапно была охвачена кризисным пожаром. Здесь следует уточнить, что в Греции изначально были серьезные внутренние проблемы, во многом спровоцировавшие долговой кризис, и не случайно именно в этой стране впервые эти проблемы вышли из тени, породив дальнейшие негативные последствия. Так, уже осенью 2009 г. в Греции случился кризис рынка гособлигаций. Отдельные эксперты подчеркивают, что для некоторых стран еврозоны стало сложным или невозможным рефинансирование государственного долга без помощи посредников<sup>1</sup>.

Подчеркнем, что последовательную трансформацию ипотечного кризиса в США в мировой финансовый кризис и далее в долговые кризисы ряда европейских стран следует рассматривать через призму тех глубинных проблем, которые уже созрели достаточно давно как в экономиках стран, так и в системах регулирования этих стран. Иными словами, разразившийся кризис отнюдь не явился результатом действия непрогнозируемого стечения обстоятельств или каких-то новых факторов мировой экономики. Он лишь

заострил проблемы, которые в течение многих лет формировались на финансовых рынках. США, объективно находясь в авангарде финансового рынка мира, имели возможность пользоваться преимуществами своего лидирующего положения, но в то же время эта страна первой испытала последствия несбалансированности финансовых механизмов.

Однако многие ведущие экономисты накануне кризиса были оптимистично настроены. Так, Рэндалл Рэй (Randall Wray) утверждал, что «в последние годы появилась уверенность, что экономика добилась более стабильного состояния»<sup>22</sup>. В качестве примеров факторов, на которых базировалась эта уверенность, он приводит следующие: более успешная денежная политика ведущих центральных банков мира, которая уладила инфляцию и колебания экономического цикла; глобализация, которая облегчила поглощение шоков, так как эффекты распределены; достижения в области информационных технологий, которые улучшили оценку риска и ускорили коммуникации; увеличение прибыли и снижение корпоративных финансовых рычагов, что привело к увеличению стоимости акций; секьюритизация, улучшившая управление риском и перенаправившая риски тем участникам, которые лучше к ним приспособлены; производные инструменты, которые могут быть использованы для хеджирования нежелательного риска. В совокупности эти факторы привели к стойкому убеждению, что центральные банки обладают желанием и возможностью изолировать и устранить любые угрозы финансовой системе. Практика показала, что данное убеждение не соответствует действительности.

Накануне кризиса понимание того, что достижение финансовой стабильности и противодействие кризисным явлениям выступают одними из важнейших вопросов мировой экономики, было утрачено из-за постоянно растущих запросов участников рынка. А легкость передачи ипотечного кризиса с одного сегмента финансового рынка на другой во многом была вызвана финансовой либерализацией. До 1990-х гг. только инвестиционные банки и брокерские компании, которые согласно закону Гласса-Стигалла, не могли принимать депозиты, создавали секьюритизированные ценные бумаги. Однако Закон о финансовой модернизации 1999 г. фактически устранил разделение финансовых учреждений США на коммер-

ческие и инвестиционные банки. А после создания банковских и финансовых холдинговых компаний стало возможно сочетать практически любые виды бизнеса на финансовых рынках.

Коммерческие банки активно включились в данный процесс еще и потому, что секьюритизация ипотечных активов по определению переносила риски с организаторов выпуска облигаций, обеспеченных ипотекой, на инвесторов. Для банков возможность снять с баланса данные активы носила принципиальный характер, поскольку соблюдение Базельского норматива достаточности капитала требовало дополнительных ресурсов.

В условиях падения доходов на рынке акций банки искали источники доходов, не требовавшие увеличения собственного капитала. Рынок ипотеки идеально подходил для этой цели, так как предлагал потенциальные доходы от организации ипотечных займов, их секьюритизации, обслуживания секьюритизированных бумаг, страхования и т.д. В результате одно подразделение финансовой холдинговой компании могло заниматься выдачей ипотечных займов населению, другое - производить обслуживание ипотеки, т.е. собирало и перераспределяло процентные платежи и выплаты основного долга, третье - создавало обеспеченные ипотекой ценные бумаги, четвертое - формировало специальные инвестиционные структуры, принимавшие участие в секьюритизации, пятое - занималось андеррайтингом и продажей ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, и т.д. Каждое из этих подразделений взимало комиссии за свои услуги, обеспечивая банку доходы и не требуя дополнительного капитала в соответствии с установленными нормативами. Это в краткосрочном плане увеличило доходы финансовых учреждений, но одновременно резко усилило подверженность систематическому риску.

Механизм рыночного финансирования ипотеки стал развиваться таким образом, что его основной целью стало постоянное увеличение оборотов рынка за счет привлечения новых заемщиков, облегчения процедуры получения кредитов, эмиссии новых инструментов с гибридными характеристиками. В данном случае нововведения, призванные сделать рыночный механизм более эффективным, в конечном счете сделали его еще более подверженным рискам.

Секьюритизация задумывалась как механизм распределения рисков. Будучи элементом глоба-

лизации финансовых рынков, 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. долл. США из своих резервов в связанные с американской ипотекой бумаги, не говоря уже о составе золотовалютных резервов России накануне разразившегося кризиса<sup>3</sup>.

В Великобритании Норсен Рок (Northern Rock), крупный кредитор недвижимости, вынужден был впоследствии закрыться из-за одновременного снятия вкладчиками средств со своих депозитных счетов, вызванной паникой. В Германии ряд банков потерпели убытки от инвестиций в финансовые активы, связанные с американскими ипотеками. В феврале 2008 г. ВестЭлБи (WestLB), принадлежащий государству немецкий банк, дополнительно получил от своих собственников, правительства Северной Рейн-Вестфалии, капитал в сумме 5 млрд. евро для покрытия убытков от операций с *subprime* бумагами.

В начале 2010 г. французский банк Сосьете Женераль (Société Générale) официально озвучил сумму расходов в объеме 1,4 млрд. евро в виде резервов и убытков на так называемые “токсичные” активы<sup>4</sup>. Несмотря на положительные прогнозы банка о результатах своей деятельности за последний триместр 2009 г., был отмечен очередной рост его потерь по активам, связанным с американскими ипотечными кредитами. “Сосьете Женераль” (Société Générale) анонсировал свое решение централизовать в Париже эти токсичные активы, которые достигли в суммарном выражении по состоянию на 31 декабря 2009 г. 37 млрд. евро<sup>5</sup>.

Таким образом, с начала развития кризиса мы могли наблюдать быструю смену событий в экономической жизни. Оглушительные банкротства крупнейших банков, списание многомиллиард-

ных долгов с балансов, разорения частных игроков, изначально сомнения в том, что ипотечный кризис США перекинется на другие страны, сменились пессимизмом и сравнением разразившегося кризиса с Великой депрессией 30-х гг. XX в. После этого снова появились робкие надежды на выход из кризиса. Так, в середине 2010 г. в США появились положительные прогнозы, обусловленные положительной динамикой мировых фондовых рынков, вызванные, в свою очередь, публикацией хороших отчетов крупных американских компаний. Однако оживление на рынке не подтвердилось оптимизмом всех участников. Например, по данным июльского опроса 2010 г. управляющих фондами, проведенного Bank of America Merrill Lynch, 12 % опрошенных прогнозировали спад мировой экономики в течение следующего года и собирались сократить в портфелях долю рискованных активов. При этом еще в мае 2010 г. 24 % опрошенных респондентов были уверены в восстановлении экономики<sup>6</sup>.

Позитивная отчетность американских корпораций за первое полугодие 2010 г. немного потеснила “неопределенность в американской экономике”, о которой говорил глава ФРС Бен Бернанке, выступая в рассматриваемый период перед комитетом по финансовым услугам палаты представителей конгресса США. По мнению Бернанке, экономика возобновила рост уже в 2009 г., но высокий уровень безработицы, новый спад активности в строительном секторе, а также замедление показателей обрабатывающей промышленности вызывают опасения второй волны кризиса<sup>7</sup>.

На современном этапе мирового развития мы вполне можем констатировать, что период неопределенности продолжается. Европа пока еще не решила своих проблем; экономическая политика США достаточно невнятна; что же касается России, то серьезных оснований для ее позитивных оценок нет.

Вовлеченность европейских стран в кризис была вызвана не только серьезными вложениями банков в американские ипотечные бумаги и взаимопроникновением международных финансовых рынков в условиях глобализации, но и, как было отмечено выше, проблемами, накопившимися в национальных экономиках. Собственные государственные (страновые) проблемы явились катализатором развития кризиса и его трансформации в новые формы, а также в проблемы внут-

ри системы объединенной Европы: разный уровень развития стран, разнонаправленные интересы сильных и слабых участников Евросоюза, сложность отстаивания позиций и взглядов представителей разных стран, сложность координации действий различных наднациональных регулятивных структур. Все это в комплексе помешало справиться с глобальным кризисом, породив отдельные долговые кризисы внутри Евросоюза, поставив под угрозу саму идею существования объединенной Европы и целесообразность единой валюты.

В качестве негативного фактора, с точки зрения развития кризиса, в Европе следует также назвать структуру еврозоны, которую можно охарактеризовать как валютный, но не бюджетно-налоговый союз. Имея единую валюту, в еврозоне отсутствует единое налоговое и пенсионное законодательство. Соответственно, нет единых механизмов в данных немаловажных сферах экономики, через которые можно осуществлять регулирование.

Отметим также, что в начале декабря 2011 г. рейтинговое агентство Standard & Poor's поместило на пересмотр с возможностью понижения рейтинги 15 из 17 стран еврозоны. И в январе 2012 г. Standard & Poor's реализовало свои угрозы, понизив кредитные рейтинги ряда стран. Эмоциональным и в то же время вполне рыночным потрясением явилось снижение кредитного рейтинга Франции с наивысшего уровня AAA до AA+ с отрицательной перспективой.

Европейские банки, списав огромные убытки, вызванные вложениями в различные американские ценные бумаги, в настоящее время обременены весьма сомнительными вложениями в государственные облигации стран, которые вызывают серьезные опасения. Таким образом, можно сделать вывод, что качество кредитных портфелей европейского банковского сектора не позволяет делать оптимистичные прогнозы по поводу состояния банковских систем объединенной Европы, и, соответственно, нельзя сказать, что кризис преодолен.

Европейские банки по-прежнему обладают недостаточными уровнями собственного капитала. С таким заявлением выступили эксперты Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР)<sup>8</sup>. Аналитики ОЭСР в своем докладе "Focus: Strengthening Euro Banks" отмечают, что наиболее заметно проблема нехватки бан-

ковского капитала проявляется не в проблемных странах европейской периферии, а в финансовой системе так называемых "стержневых" стран еврозоны, таких как Германия, Франция и Нидерланды. Исключением является лишь Греция, где данная проблема стоит еще острее.

По оценкам экспертов, совокупный объем дополнительного капитала для банков еврозоны составляет примерно 400 млрд. евро, что эквивалентно 4 % от годового ВВП еврозоны. Себастьян Барне, старший экономист ОЭСР, отмечает: "В последнее время мы видим определенную стабилизацию в финансовом секторе Европы, что, конечно, является позитивным сигналом как для властей, так и для частного сектора. Однако для дальнейшего улучшения ситуации необходимо продолжение реформ в банковском секторе. Мы не можем просто вернуться к прежним параметрам крайне низкого уровня собственного капитала банков, которые были в докризисный период. Речь не идет о какой-то новой программе спасения банков или европейской периферии. Это проблема нехватки капитала, которую необходимо решать практически во всех европейских странах. Во многих ключевых странах Европы она стоит особенно остро".

Цифра в 400 млрд. евро взята не с потолка. В 2012 г. власти ЕС поставили цель перед финансовыми учреждениями по увеличению минимального объема основного капитала первого уровня до отметки в 9 % от объема рискованных активов на их балансах. Однако в ОЭСР отмечают, что подобный шаг не сможет существенно повысить уверенность инвесторов в стабильности финансовой системы Европы. Оценка степени риска тех или иных активов на балансе банка целиком зависит от собственных суждений банка на этот счет. В ОЭСР считают, что более реальным критерием, который мог бы обеспечить стабильность европейских банков, было бы повышение объема собственного капитала до уровня в 5 % от общего объема активов на балансе банков по правилам соглашения "Базель III" к 2019 г.

В ОЭСР признают, что повышение уровня капитала в объеме 400 млрд. евро в текущих условиях для многих европейских стран будет крайне непростым решением. По мнению Барне, процесс повышения уровней собственного капитала может быть постепенным, но так или иначе он должен продолжаться, чтобы убедить инвесторов

в серьезности намерений властей и частного сектора Европы по обеспечению стабильности финансовой системы Старого Света.

Безусловно, Евросоюз находится в состоянии активной борьбы с кризисом и ищет новые пути решения целого комплекса проблем. К позитивным шагам следует отнести инициативу министров финансов лидеров-стран объединенной Европы в мае 2010 г. по созданию Европейского фонда финансовой стабильности в размере 75 млрд. евро. В октябре 2011 г. и феврале 2012 г. были согласованы лидерами еврозоны антикризисные меры, в рамках которых было заключено соглашение о списании банками 53,5 % долговых обязательств Греции<sup>10</sup>. Кроме того, следует сказать об увеличении объемов средств Европейского фонда финансовой стабильности почти до 1 трлн. евро. При этом в конце 2011 г. и начале 2012 г. ЕЦБ напечатал в два приема более двух триллионов евро, чем продемонстрировал серьезность своих намерений, а заодно обеспечил ресурс для оптимизма финансовых рынков, т.е. массовые обещания стали выглядеть достаточно убедительно.

В то же время хотелось бы подчеркнуть, что в настоящее время мировое финансовое сообщество (с точки зрения дальнейших перспектив развития) находится в состоянии неопределенности, так как полностью кризис не преодолен, еще необходимо пройти долгий путь перестройки механизмов и систем регулирования финансовых рынков, прийти к пониманию согласованности действий на межгосударственном уровне, а не ограничиваться локальными решениями проблем, которые на самом деле являются не настоящими решениями, а лишь отсрочкой во время нахождения решения.

Мировые экономики сейчас находятся в положении, обязывающем их лидеров принимать

непопулярные, но необходимые решения. Для стабилизации темпов роста мирового ВВП нужны фундаментальные изменения в регулировании отношений участников финансовых рынков: увеличение маржинальных требований по позициям крупнейших инвесторов, постепенное введение мер бюджетной экономии в странах с максимальными уровнями долга, усиление контроля над действиями небольших банков со стороны центробанков, долгосрочные государственные реформы пенсионных систем на внутренних рынках проблемных стран и т.п. Ситуация сейчас сложная, но пока не критическая. Период бездействия подошел к логическому завершению, далее закрывать глаза на очевидные проблемы становится просто невозможно.

<sup>1</sup> Хайдар Дж.И. Риск невыплат по долговым обязательствам стран еврозоны // Мировая экономика. 2012. Вып. 13 (1). С. 123-136 (англ.).

<sup>2</sup> Wray R.L. Lessons from the Subprime Meltdown // The Levy Economics Institute Working Paper. 2007. № 522. P. 16.

<sup>3</sup> Подробно о механизмах передачи ипотечного кризиса на другие сектора финансового рынка см. монографию: Киевич А.В. Деятельность коммерческих банков на мировом финансовом рынке : монография. СПб., 2010.

<sup>4</sup> Там же.

<sup>5</sup> Там же.

<sup>6</sup> URL: <http://lci.tfl.fr/economie/entreprise/2010-01/la-société-générale-encore-intoxiquée-5635421.html>.

<sup>7</sup> Гайдаев В., Хвостик Е. Рынок пережил Бена Бернанке. Доклад главы ФРС давил на индексы полдня // Коммерсантъ. 2010. 23 июля (№132 (4432)).

<sup>8</sup> URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/21909>.

<sup>9</sup> Там же.

<sup>10</sup> Willem Sels. Greek rescue package is no long term solution, says HSBC's 27.02.2012. URL: <http://www.investmenteurope.net/investment-europe/opinion/2155438/greek-rescue-package-term-solution-hsbcs-willem-sels>.

Поступила в редакцию 05.11.2012 г.