

ГЛОБАЛЬНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ КРИЗИС: ИСТОКИ, ПРИЧИНЫ, РАЗВИТИЕ

*И.С. Турлай (БГУ),
Е.В. Субцельная (БГУ)*

Разразившийся летом 2007 г. кризис на мировых финансовых рынках проявился в первую очередь в острой нехватке ликвидности у широкого круга институциональных инвесторов. Недостаток ликвидных средств носил системный характер и был спровоцирован обострением проблем в сфере субстандартных ипотечных кредитов в США (кредитов, выданных заемщикам с небезупречной кредитной историей). По мере своего развития данный кризис привел к резкому снижению стоимости доллара США, падению рынка акций, дополнительному витку роста стоимости сырьевых рынков, а также увеличению общего уровня рисков. Происходившие негативные явления в средствах массовой информации связывались в основном с проблемами заемщиков по субстандартным ипотечным кредитам в США, которые, безусловно, внесли свою лепту в развитие кризиса.

Субстандартными заемщиками (*sub-prime borrowers*) являются заемщики со слабой кредитной историей, что предполагает их невысокую способность обслуживать получаемые кредиты. Соответственно, заемщики с хорошей кредитной историей называются стандартными заемщиками (*prime borrowers*). Качество заемщика в США оценивается компанией FICO (*Fair Issac Corporation*) по шкале от 300 до 850 баллов. Заемщики, которые получают оценку менее 620 баллов, относятся к субстандартным, выше – к стандартным заемщикам. Процентные ставки по субстандартным кредитам более высокие по сравнению со стандартными кредитами, так как они более рискованные для банков. По данным агентства Moody's, к середине 2008 г. на субстандартные кредиты приходилось 25 % американского рынка ипотечных кредитов, или около 2,5 трлн. долл. США. Однако проблемы на рынке субстандартных кредитов не являются началом возникшего кризиса. Скорее всего, они выступают вполне закономерным следствием ряда произошедших существенных изменений как в экономике США, так и в мировой экономике. К ним можно отнести возросшую избыточную ликвидность в глобальном масштабе, агрессивное вовлечение потребителей США в ипотечное кредитование, секьюритизацию, превышение расходов американских потребителей над их доходами. Поэтому перед тем как рассмотреть, каким образом кризис проявился, более подробно остановимся на указанных изменениях [1].

На первый взгляд, может показаться парадоксальным, что кризис мировых финансовых рынков, который начался именно

с нехватки ликвидности, стал следствием *избытка ликвидности* в глобальном масштабе. Однако в реальности ничего удивительного не наблюдается.

Для удобства разделим понятие «ликвидность» на две части: монетарную и рыночную. Под монетарной ликвидностью будем подразумевать совокупную денежную массу в мире, объем которой преимущественно определяется действиями центральных банков. В свою очередь, под рыночной ликвидностью подразумевается совокупная стоимость всех финансовых инструментов, включая секьюритизированные долговые обязательства и производные инструменты.

За последние десять лет монетарная ликвидность существенно возросла – рост денежной массы в глобальном масштабе превысил рост мирового ВВП на 30 %. Увеличение монетарной ликвидности опережающими темпами свидетельствует о росте ее избыточности. Необходимо отметить, что за период с 1983 г. по 1997 г. избыточная денежная масса возросла в среднем на 1 % в год, а за последние десять лет – уже на 3 % в год (т.е. в три раза больше). Подобное резкое увеличение избыточной ликвидности обуславливалось внешними шоками (кризисом хедж-фонда LTCM в 1998 г., обвалом рынка акций в 2000 г., событиями 11 сентября 2001 г.). В результате центральные банки снижали ставки и накачивали финансовую систему ликвидностью высокими темпами. Проводимая монетарная политика поддерживала многих инвесторов, оказавшихся в сложном положении. В конечном счете избыточная монетарная ликвидность приводит к повышению цен на товары и активы. Наверное, это было меньшим «злом» для мировой экономики по сравнению с вариантом, когда центробанки бездействовали бы. В таком случае вполне вероятно было бы повторение событий Великой депрессии, когда денежная масса в США была сокращена на 30 %, что привело к резкому сокращению расходов и, как следствие, падению ВВП.

Рыночная ликвидность в отличие от монетарной не приводит избыточно к росту цен. Увеличение рыночной ликвидности может происходить на фоне как роста, так и снижения цен. По причине усиления глобализации финансовых рынков рыночная ликвидность (объем торгуемых инструментов) за последние тридцать лет выросла очень существенно – с 0,75 до 32 трлн. долл. США (т.е. более чем в 40 раз). В частности, этому способствовали развитие деятельности хедж-фондов и частных инвестиционных компаний, а также стремительное увеличение объема операций с производными, рынок которых буквально взорвался (за последнее десятилетие его объем вырос почти в 5 раз и превысил уровень в 450 трлн. долл. США) [1].

Рост операций с производными способствовал увеличению разрыва между монетарной и рыночной ликвидностью за счет

использования финансового рычага. Таким образом, ситуацию с ликвидностью схематично можно представить в виде перевернутой пирамиды, в основании которой находятся «живые» деньги, составляющие всего порядка 10 % мирового ВВП (рис. 1). Затем следуют широкая денежная масса (монетарная ликвидность) – 130 % от мирового ВВП, объем рынка секьюритизированных долговых обязательств (структурированные финансовые инструменты) – 140 % от мирового ВВП, объем рынка деривативов – почти 1000 % мирового ВВП (т.е. рынок производных инструментов в 10 раз превышает мировой объем ВВП).

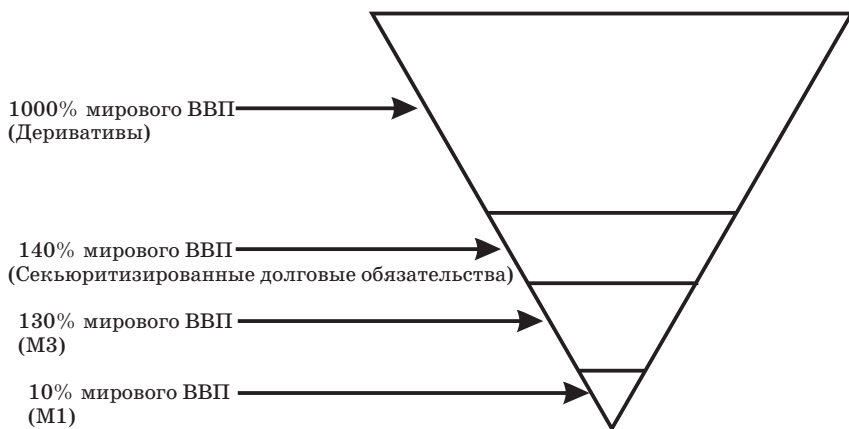


Рис. 1. Разрыв между монетарной и рыночной ликвидностью

Характерно, что мировые центральные банки более-менее непосредственно могут воздействовать только на первые два элемента мировой ликвидности, тогда как степень влияния на остальные элементы (структурированные финансовые инструменты и деривативы) весьма ограничена. Следовательно, пока мировая финансовая система функционирует нормально (например, для проведения расчетов по сделкам с деривативами требуется лишь определенная часть их номинальной стоимости), проблем нет. Но в случае наступления системного кризиса (возникновения цепочки неплатежей) может потребоваться исполнение обязательств по производным инструментам в полной мере, что будет очень нелегкой задачей. Подобное положение вещей указывает на то, что в условиях кризиса способность центральных банков влиять на рыночную ситуацию может значительно сократиться.

В целом увеличение избытка ликвидности привело к необходимости поиска нового инструмента для вложения инвесторами своих средств (вместо фондового рынка, который только в последние несколько лет восстановился от потерь 2000 г.). Такими инструментами

стали непосредственно жилой недвижимостью и ценные бумаги, основу которых составляли обязательства по ипотечным кредитам: долговые обязательства, обеспеченные ипотекой; долговые обязательства, обеспеченные другими видами имущества (требований); долговые обязательства, обеспеченные платежами по ценным бумагам, обеспеченным ипотекой и другими видами имущества.

Следующим фактором, приведшим к финансовому кризису, стало значительное *смягчение условий предоставления кредитов банками*, направленное на увеличение количества граждан, пользующихся ипотечным кредитованием. На первый взгляд, это вполне положительное явление – больше граждан могут позволить себе собственное жилье. Однако на практике ситуация была обратной – доступность жилья для американских граждан резко снизилась. Так, с 2003 г. по 2005 г. (период максимального роста цен на жилье и последующего за ним периода) индекс доступности жилья в США снизился со своего максимального значения в 145 пунктов до минимального значения за последние 20 лет – 102,7 пункта [2, 6]. Увеличению индекса соответствует ситуация, когда семья со средним доходом с большей вероятностью может позволить себе покупку дома, в то время как снижению индекса соответствует обратная ситуация.

Иными словами, действия финансовых институтов обуславливались максимизацией своей прибыли за счет расширения доходной базы. Об этом свидетельствуют следующие данные. За последние восемь лет увеличение объемов кредитования происходило на фоне снижения требований банков к заемщикам. Так, в 1998 г. доля кредитов, требующих от заемщика минимум документов (или вообще не требующих каких-либо документов, подтверждающих уровень доходов заемщика и его кредитную историю), в общем объеме ипотечных кредитов составляла 24 %. К концу 2006 г. данные кредиты стали преобладать – их удельный вес среди вновь выдаваемых кредитов возрос до 62 %.

Для дополнительного увеличения количества заемщиков банки придумали ряд «инноваций», уменьшающих первоначальную нагрузку на заемщика по обслуживанию ипотечных кредитов, делая таким образом кредиты еще более доступными для получения. Именно для получения, а не для обслуживания: вся нагрузка просто переносилась на более поздние сроки. Так появились кредиты, не требующие от заемщика внесения собственных средств на покупку дома при использовании ипотечного кредита. Если раньше этих кредитов практически не было, то в 2007 г. они уже составляли почти половину всех вновь выдаваемых кредитов.

Еще одной приманкой для заемщиков стали ипотечные кредиты, по которым первые несколько лет пользования кредитом (льготный период) процентная ставка устанавливалась на уровне, ниже рыночного (дополнительная льгота в течение этого периода заключалась в

отсрочке платежей по основному долгу). Размер ставки повышался по истечении льготного периода. И если в течение льготного периода процентная ставка была ниже среднерыночного уровня, то после его окончания ставка по таким кредитам превышала рыночный уровень (банки редко сознательно работают себе в убыток) [1].

Наряду со смягчением условий получения субстандартных кредитов банки поддерживали жесткие условия по их досрочному возврату. При этом следует отметить, что условия прекращения отношений с банком для заемщиков по субстандартным кредитам существенно отличаются от условий для стандартных заемщиков, и не в лучшую сторону. Например, договоры по стандартным кредитам в основном не предполагают уплаты заемщиком штрафа за досрочный возврат средств. Однако договоры по субстандартным кредитам, как правило, предполагают уплату такого штрафа – часто он составляет сумму процентных платежей за шесть месяцев.

Таким образом, кредиты стали доступны более широкому перечню граждан за счет включения в него менее обеспеченных категорий населения благодаря существенному смягчению условий предоставления кредитов. Другими словами, доля субстандартных заемщиков в кредитных портфелях банков значительно возросла. В свою очередь, расширение круга заемщиков по ипотечным кредитам обеспечило постоянное «вливание» в рынок недвижимости, что и поддерживало его рост.

Еще одним фактором, обусловившим возникновение кризиса, стал *рост цен на недвижимость*. Характерно, что и рост цен на жилье способствовал расширению круга заемщиков, т.е. получился «замкнутый круг» – жилье стало инструментом инвестирования. Многие стали приобретать недвижимость не только для проживания, но и для извлечения прибыли из роста его стоимости. Так, с 2003 г. по 2005 г. (период максимального роста цен на жилье в США) цены в среднем за год увеличивались более чем на 14 % – изменение индекса S&P/Case-Shiller Index 20, отражающего динамику цен на жилье в двадцати крупнейших городах США (т.е. за эти три года недвижимость подорожала более чем на 50 %). В то же время американский фондовый рынок (индекс S&P 500) за аналогичный период обеспечил увеличение капитала инвесторов на 46 %. В подобных условиях приобретение недвижимости с целью ее последующей продажи было выгодно даже с учетом затрат по полученным для этих целей кредитам – реальная процентная ставка по ипотечным кредитам для заемщиков фактически была отрицательной. В данном случае под реальной ставкой по ипотеке понимается разница в номинальной ставке по ипотеке и в темпах подорожания жилья. Так, в 2005 г. номинальная ставка по тридцатилетней ипотеке составляла 5,9 %, а прирост цен – 10,7 % [3]. В результате реальная ставка по ипотеке равнялась минус 4,8 %, что делало очень привлекательным заимствование недвижимости

под залог и позволяло делать деньги буквально из ничего: допустим, получаете кредит на 1 млн долл. США, покупаете жилье, а через год продаете его, гасите кредит, и у вас остается 48 тыс. долл. США, для получения которых вы не потратили ни одного собственного доллара. Многие так и делали, в том числе те, у кого доходов было недостаточно для обслуживания кредитов в долгосрочной перспективе: кредиты брались из расчета их досрочного возврата благодаря продаже жилья по более высокой цене.

Рост процентных ставок поставил под сомнение эффективность описанной схемы вложения средств. Следует отметить, что проблемой стали не растущие процентные ставки по ипотечным кредитам как таковые (они не очень-то и высоки с точки зрения ставок последнего десятилетия), а рост «реальной» ставки по ипотеке из-за замедления роста цен на жилье и последующего их падения.

Вполне естественно, что уже на этой стадии (еще в 2006 г.) у ряда заемщиков возникли проблемы: сначала с обслуживанием, а потом и с погашением полученных кредитов. В итоге процент дефолтов по ипотечным кредитам практически с минимальных значений вырос до максимальных исторических значений. Если, например, в 2005 г. процент дефолтов по стандартным кредитам составлял 4,3 %, по субстандартным кредитам – 10,6 %, то в конце I квартала 2008 г. уровень данного показателя уже был значительно выше: стандартные кредиты – 6,4 %, субстандартные кредиты – 18,8 %.

Среди причин произошедшего кризиса – *секьюритизация всевозможных активов*, получившая широкое распространение в последнее десятилетие. Под секьюритизацией понимается перевод долговых обязательств различного характера (по ипотечным кредитам, по кредитам на покупку автотранспорта, по кредитам по пластиковым карточкам и др.) в форму ценных бумаг для их последующей продажи инвесторам (Mortgage Backed Securities, или MBS-облигации, обеспеченные ипотекой; Asset Backed Securities, или ABS-облигации, обеспеченные другими активами).

Пример. Банк имеет кредитный портфель на сумму 100 млн. долл. США, может секьюритизировать, допустим, 60 млн. долл. США, продать созданные долговые ценные бумаги инвесторам (обеспеченные пулом платежей по выданным кредитам) и направить полученные деньги на кредитование вновь. В итоге объем выданных кредитов будет составлять 160 млн. долл. США, из которых 100 млн. долл. США будет принадлежать банку, а 60 млн. долл. США – инвесторам, купившим указанные ценные бумаги. При этом по 100 млн долл. США банк будет получать полное вознаграждение, включая премию за риск, а по 60 млн. долл. США – только вознаграждение за посреднические услуги. Все риски по ценным бумагам, в которые были переведены обязательства по кредитам, понесут уже инвесторы, а не банк [2].

Для инвесторов, владеющих MBS, неплатежи распределяются пропорционально, т.е. при наступлении неплатежа по этим ценным

бумагам инвесторы несут убытки в равной степени. Например, наступил неплатеж в размере 3 % от суммы всех обращающихся MBS, тогда потери инвестора, которому принадлежат данные бумаги на сумму 100 тыс. долл. США, составят 3 тыс. долл. США, а потери инвестора, владеющего этими ценными бумагами на сумму 10 тыс. долл. США, составят 0,3 тыс. долл. США.

Из этого следует, что секьюритизация обеспечивает перенос традиционно банковского риска (кредитного риска) на широкий круг других инвесторов. Поскольку секьюритизированные долговые обязательства являются производными от выданных кредитов, инвесторы, приобретающие такие ценные бумаги, начинают фактически нести риски по выданным кредитам. При этом если банки имеют хорошо диверсифицированные кредитные портфели (по видам, по отраслям, по регионам и т.д.), то кредитные риски инвесторов представляются более концентрированными. Иными словами, за последнее десятилетие институциональные инвесторы, в числе которых взаимные и пенсионные фонды, хедж-фонды, страховые компании, стали подвержены новому (и достаточно специфичному) для них риску – риску невыполнения частным лицом своих обязательств по кредиту. И если раньше проблемы дефолтов физических лиц по полученным кредитам, как правило, ограничивались банками, в настоящее время круг подверженных этому риску существенно расширился. Следует обратить внимание на то, что торговля ипотечными ценными бумагами осуществляется с 1970 г. Вместе с тем только с 2002 г. у таких инвесторов, как пенсионные фонды и хедж-фонды, страховые компании, значительно возрос интерес к этим ценным бумагам. Крупнейшие инвестиционные банки Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Deutsche Bank и USB выкупали ипотечные кредиты у специализированных банков, секьюритизировали их и продавали в розницу. Более того, инвестиционные банки стали «входить» в данный бизнес и с другой стороны – покупали банки, предоставляющие ипотечные кредиты, в том числе и субстандартные кредиты [2].

Наряду с этим произошло еще одно важное изменение на рынке ипотечных бумаг. Если раньше они покупались инвесторами и «держались» главным образом до погашения, то теперь они стали предметом активной торговли на вторичном рынке. Так, в 2006 г. средний ежедневный оборот ипотечных бумаг Fannie Mae и Freddie Mac – двух крупнейших агентств, пользующихся государственной поддержкой (government sponsored agencies), составлял порядка 300 млрд. долл. США, что почти в 5 раз больше по сравнению с их дневным оборотом в 2000 г. Это означает, что соответствующие рынки стали более подвержены риску быстрого вывода своих средств инвесторами. Деятельность хедж-фондов (их активы составляют почти 2 трлн. долл. США) можно охарактеризовать скорее как

«арендаторов», чем собственников активов, в которые они инвестируют: средний оборот ценных бумаг в их портфелях за год составляет 300 % по сравнению с 89 % у обычных взаимных фондов. Хедж-фонды обеспечивают до половины дневного оборота торговли на Нью-Йоркской бирже.

Относительно секьюритизации особо следует отметить такое новшество финансовой инженерии, как облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (Collateralized Debt Obligations – CDO). Если основу ипотечных облигаций (MBS) и облигаций, обеспеченных другими активами (ABS), составляют платежи по соответствующим кредитам, то основа CDO, как правило, – платежи по MBS и ABS (т.е. облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, являются производными от ипотечных облигаций и облигаций, обеспеченных другими активами, которые, в свою очередь, производные от кредитов). Таким образом, CDO – фактически производные от других производных финансовых инструментов (производные второго порядка).

Успешности этого бизнеса способствовали рейтинговые агентства, фактически превращавшие «мусорные» (высокорисковые) обязательства в первоклассные активы. Рейтинговые агентства по причине высоких комиссионных очень заинтересованы в данном бизнесе – максимальное вознаграждение (при объеме эмиссии 500 млн. долл. США) составляет 12 базовых пунктов, или 600 тыс. долл. США, против 4,25 базового пункта, или 213 тыс. долл. США, по аналогичному выпуску обычных корпоративных облигаций (почти в 3 раза больше).

Очевидно, что рейтинговые агентства допустили определенные фундаментальные ошибки, присваивая CDO, созданным на основе обязательств субстандартных заемщиков, наивысшие рейтинги. В частности, модели агентств предполагали, что рынок жилья США является региональным, а не национальным. Поэтому агентства считали, что создание больших пулов CDO, составленных из ипотечных обязательств большого количества штатов, предоставит достаточную диверсификацию и защитит инвесторов от проблем на рынке жилья в отдельных регионах. Однако в условиях кризиса национального масштаба подобная модель рейтинговых агентств перестала работать.

Таким образом, можно сделать вывод, что секьюритизация долговых обязательств расширила перечень инвесторов, подверженных рискам на рынке ипотечного кредитования. Это, в свою очередь, существенно повлияло на сами рынки ипотечных кредитов.

На первоначальном этапе кризис проявился в виде возникновения потерь банков и других инвесторов, которые вкладывали средства в финансовые инструменты, основанные на субстандартных ипотечных кредитах США. При этом сильнее всего пострадали финансовые учреждения, специализировавшиеся на вложении средств именно в сферу субстандартных ипотечных кредитов, – некоторые

из них оказались на грани банкротства. Следует отметить, что на данном этапе круг пострадавших был относительно узким. Но дальнейшее развитие ситуации привело к существенному расширению круга инвесторов, которые понесли потери от кризиса. И произошло это не без участия рейтинговых агентств, присваивавших ценным бумагам, базирующимся на платежах по субстандартным ипотечным кредитам, высокие рейтинги.

По мере появления в адрес рейтинговых агентств критики относительно адекватности их моделей по оценке рисков финансовых инструментов, основывающихся на ипотечных кредитах и соответствующих ценных бумагах, рейтинговые агентства начали исправлять свои ошибки. Подобная работа «над ошибками» заключалась в более консервативной оценке, которая в результате привела к снижению рейтингов по значительному количеству эмитентов. Так, только с июля по август 2007 г. агентства произвели беспрецедентное количество изменений оценок надежности ценных бумаг, основу которых составили ипотечные кредиты (главным образом это было снижение рейтингов). Совокупное количество данных изменений, осуществляемых тремя основными агентствами, за указанный период превысило 5000 случаев. В итоге действия рейтинговых агентств послужили в качестве «спускового» механизма, запустившего очередной масштабный виток опасений инвесторов относительно жилищного рынка.

Снижение рейтингов стало проблемой особого рода для целого ряда консервативных инвесторов (пенсионных фондов и некоторых взаимных фондов, страховых компаний), которые вкладывают средства в инструменты, имеющие минимально допустимый для инвесторов уровень рейтинга. Это означает, что если инвесторы имели в своем портфеле ценные бумаги, рейтинг которых опустился ниже минимально допустимого значения, то они вынуждены продать такие ценные бумаги (даже несмотря на то, что это может принести убытки) [3, 4].

Следствием пересмотра рейтинговыми агентствами своих подходов к оценке стало снижение рейтингов, которое усугубило падение рынков соответствующих ценных бумаг. Это, в свою очередь, дополнительно увеличило убытки инвесторов. Так, по данным агентства Bloomberg, совокупные потери инвесторов в связи с кризисом превысили 500 млрд. долл. США. При этом следует отметить, что одной из причин падения рынков ценных бумаг, основу которых составляли ипотечные кредиты, стало требование по переоценке активов в соответствии с их рыночной ценой. Понятно, что это не причина падения рынков как таковая, но подобное требование стало дополнительным импульсом к «снижению» рынков [5].

Требование по переоценке активов в соответствии с рыночной ценой активно рекомендовалось аудиторскими компаниями после того, как они столкнулись с критикой в свой адрес в результате краха «дот-комов» (технологических компаний) в 1990-х гг.

Действующие правила бухгалтерского учета, исходя из консервативного подхода, вынудили банки по всему миру списывать связанные с ипотекой активы. Данный подход работает хорошо, когда потери возникают у банков на индивидуальной основе. Если у этих потерь системный характер, тогда необходимость переоценки служит своего рода усилителем существующих проблем. Например, в условиях неликвидного рынка (когда рыночная цена не всегда соответствует истинной стоимости финансового инструмента) переоценка имеющихся у банка ипотечных ценных бумаг приводит к возникновению значительных потерь, вынуждающих банк продавать ценные бумаги. Это приводит к дополнительному снижению их цены на рынке и новой волне переоценки и списаний (и так по кругу). Более того, требование по переоценке активов с учетом требований рынка в такой ситуации может стать пагубным даже тогда, когда рынки соответствующих финансовых инструментов функционируют нормально. Это возможно по причине того, что многие используют для переоценки рыночные индексы, которые из-за реализации стратегий коротких продаж могут искусственно занижать цены инструментов. Поэтому переоценка активов при помощи индексов в указанной ситуации скорее всего не будет отражать справедливую стоимость финансовых инструментов.

Похожую позицию озвучил и глава ФРС Б. Бернанке, считающий, что в условиях низкой ликвидности рынков переоценка активов в соответствии с их рыночной ценой, которой по многим инструментам во время кризиса практически не было по причине отсутствия спроса на бумаги, может привести к преувеличению потерь и списаний активов.

В подобной кризисной ситуации возможным вариантом поддержки могло бы стать временное изменение правил бухгалтерского учета. Отмена требования по переоценке позволила бы банкам не признавать убытки до момента реализации имеющихся у них ценных бумаг (или до момента их погашения), что положительно бы сказалось на величине капитала банков.

Проблема субстандартных ипотечных кредитов не признавалась органами власти США значимой до момента, пока ее последствия не стали очевидными. Еще весной 2007 г. экс-глава ФРС А. Гринспен указал на возможную рецессию в США по причине чрезмерно высоких цен на недвижимость и трудностей в сфере субстандартных ипотечных кредитов. В то же время руководители ФРС и Министерства финансов США подобную позицию не разделяли, полагая (на тот момент), что трудности в сфере субстандартного кредитования не должны были оказать существенного влияния на экономику, так как это всего лишь небольшая часть совокупного рынка ипотечного кредитования.

Официальные лица занимали такую позицию вплоть до июля 2007 г., когда кризисные явления уже активно начали проявляться.

Позиция американских властей продолжала оставаться достаточно мягкой. В этих условиях глава ФРС В. Бернанке всего лишь считал, что замедление роста на американском рынке жилья может продлиться дольше, чем ожидалось ранее. Но быстрое ухудшение ситуации на мировых рынках заставило финансовые ведомства США и других стран предпринять ряд мер, направленных на восстановление и поддержание стабильности на рынках.

Принимая во внимание тот факт, что внешне кризис проявился с нехватки ликвидности на рынках, первоочередные меры были направлены как раз на ее увеличение. Так, с августа 2007 г. ФРС США и другие центральные банки начали значительно поддерживать ликвидность национальных банковских систем. Дополнительной мерой по поддержанию ликвидности в более долгосрочной перспективе со стороны центрального банка США стало снижение процентной ставки (с сентября 2007 г. по апрель 2008 г. ставка снижалась с 5,25 до 2 %) [4, с. 41].

Однако стандартного набора инструментов было недостаточно, и поэтому финансовые власти предлагали рынку новые инструменты поддержки ликвидности, а также расширяли перечень финансовых институтов, которые могли бы рефинансироваться у центрального банка. В частности, ФРС предложила новый инструмент для финансовых институтов, привлекающих средства во вклады, позволяющий им рефинансироваться у ФРС под залог более широкого перечня активов (по сравнению со стандартным перечнем), кроме того, инструмент поддержки ликвидности и для так называемых первичных дилеров (банков и крупных финансовых компаний, заключающих сделки с ценными бумагами ФРС напрямую и обязанных поддерживать торговлю на рынке государственных облигаций США). Данный инструмент предоставил первичным дилерам возможность временно обменивать имеющиеся у них менее надежные долговые обязательства (удовлетворяющие установленным критериям) на государственные облигации США. Другими словами – это получение кредита в государственных облигациях под залог менее надежных долговых обязательств. Ранее первичные дилеры не имели возможности получать кредиты у центрального банка напрямую, поскольку ФРС традиционно выдает ссуды через свое дисконтное окно лишь финансовым учреждениям, привлекающим вклады.

Аналогичные меры были приняты и центральными банками других государств.

Помимо прямой поддержки участников рынка власти США инициировали программу по поддержанию ипотечного рынка путем предоставления помощи домовладельцам с ипотекой. Данная программа была направлена на сокращение количества персональных дефолтов по ипотечным кредитам (для минимизации негативного воздействия на рынок недвижимости и рынок соответствующих

ценных бумаг). Она ориентирована на домовладельцев, имеющих ипотечные кредиты с плавающей ставкой. В ее рамках банки должны предлагать заемщикам рефинансирование кредитов или замораживание ставок по ним на 5 лет.

Власти США были вынуждены также прибегнуть к совсем нерыночным мерам – прямой поддержке отдельных финансовых институтов. Характерно, что до момента существенного ухудшения ситуации официальные лица (в том числе и глава ФРС Б. Бернанке) отмечали, что в обязанности центрального банка не входит защита инвесторов от последствий принятых ими решений (т.е. вариант поддержки отдельных финансовых институтов отрицался). Тем не менее действительность заставила поступать по-другому.

По мере ухудшения ситуации на рынках ФРС была вынуждена поддержать крупнейший инвестиционный банк Bear Stearns, оказавшийся на грани банкротства из-за проблем в сфере субстандартного ипотечного кредитования и снижения ликвидности рынков соответствующих ценных бумаг. Точнее, поддержку оказал банку JP Morgan Chase, который приобрел Bear Stearns, находившийся в критической ситуации. Данную сделку ФРС профинансировала примерно на 30 млрд. долл. США [4, с. 81]. Похожие действия ФРС предпринимала десять лет назад, когда после дефолта в России крупный хедж-фонд LTCM (Long Term Capital Market) также стал практически несостоятельным. Тогда хедж-фонду предоставили финансирование на сумму около 3 млрд. долл. США. При этом участие ФРС ограничивалось координацией действий имеющихся на тот момент кредиторов хедж-фонда, которые и предоставили ему эти средства [4, с. 41]. Показательно, насколько изменился масштаб деятельности финансовых институтов. Прошло десять лет, а «цена» вопроса выросла в 10 раз. Более того, его урегулирование уже потребовало прямого предоставления ресурсов центральным банком.

С одной стороны, центральный банк вынужден действовать подобным образом, чтобы не допустить возникновения системного кризиса. В то же время такие действия центрального банка попустительствуют принятию инвесторами избыточного риска и мешают нормальному рыночному оздоровлению системы через банкротство разорившихся институтов. Защищая действия ФРС относительно Bear Stearns, Б. Бернанке подчеркивал, что банкротство банка могло привести к гораздо более серьезному кризису ликвидности. Вместе с тем он признал опасность подобного вмешательства, которое несет существенные моральные риски, так как многие инвесторы могут вновь начать совершать рискованные операции в надежде на защиту ФРС.

В качестве поддержки ипотечного рынка финансовыми властями США рассматривался также вариант увеличения объема вложений двумя крупнейшими ипотечными агентствами Fannie Mae и Freddie Mac в соответствующие инструменты. Однако подобный вариант

поддержки больше выглядел бы не как решение проблемы, а как ее перекладывание «с больной головы на здоровую», и в итоге он не прошел. Более того, «здоровая голова» оказалась не такой уж «здоровой». Финансовое положение самих агентств стало не очень устойчивым. Соотношение активов Fannie Mae и Freddie Mac к их капиталу равно 20 к 1 и 30 к 1 соответственно. Другими словами, это в два и три раза больше, чем у 20 крупнейших банков США. До момента кризиса и в настоящее время активы Fannie Mae и Freddie Mac превышают 5 трлн. долл. США, что составляет почти половину всего американского ипотечного рынка.

Обеспокоенность инвесторов касательно финансового состояния Fannie Mae и Freddie Mac на протяжении последнего времени постоянно росла (до конца 2008 г. им предстояло осуществить рефинансирование на сумму свыше 200 млрд. долл. США), что привело к резкому снижению их капитализации. Поэтому летом 2008 г. финансовые власти предложили этим агентствам расширение имеющихся у них кредитных линий, а также прямой доступ Fannie Mae и Freddie Mac к средствам центрального банка. Дополнительно была озвучена возможность покупки акций данных частных агентств государством (в случае необходимости). А спустя несколько месяцев власти пошли дальше и ввели временное государственное управление Fannie Mae и Freddie Mac с «вливанием» необходимых объемов ликвидности для поддержания их «жизнедеятельности». Таким образом, Fannie Mae и Freddie Mac из агентств, пользующихся государственной поддержкой, фактически стали государственными.

По мере развития кризиса аналитики неоднократно озвучивали идеи о необходимости реформирования органов, осуществляющих надзор за финансовыми рынками. Подобную мысль озвучил и министр финансов США Г. Полсон, по мнению которого чрезмерная сложность американской финансовой системы сыграла негативную роль в кризисе на рынках. В связи с этим он считает необходимым перераспределение функций ряда контролирующих органов, в том числе и функций Министерства финансов и центрального банка США. Одной из задач, которую видел при этом министр финансов США, было наделение Федеральной резервной системы постоянными полномочиями «регулятора рыночной стабильности», позволявшими при определенных условиях предоставлять необходимые средства более широкому кругу финансовых организаций для обеспечения ликвидности в случае возникновения угрозы стабильности финансовой системы в целом. Также министр финансов США призвал позволить ФРС более жестко контролировать крупные инвестиционные банки и небанковские финансовые институты, в том числе инфраструктуру платежной системы для обеспечения стабильности финансовой системы.

В свою очередь, по мнению главы ФРС В. Бернанке, адекватным ответом на нестабильность финансовых рынков является

предоставление Федеральной резервной системе больших полномочий по контролю – не только за инвестиционными банками и небанковскими финансовыми институтами (о чем уже говорилось), но и за финансовой инфраструктурой, особенно включающей рынки краткосрочных ресурсов и производных инструментов. При этом основная цель новых регулирующих мер должна заключаться в требовании по увеличению капитала финансовых институтов, их резервов ликвидности и совершенствованию риск-менеджмента.

В более долгосрочной перспективе может потребоваться изменение структуры регулирующих органов по причине существенного роста деятельности небанковских финансовых институтов (хедж-фондов) и развития рынков деривативов. По мнению Б. Бернанке, в будущем ФРС должна будет рассматривать финансовые компании в целом – по аналогии с подходом, который в настоящее время применяется по отношению к банковским холдингам, что потребует получения информации о структуре и деятельности финансовых рынков.

Это может выглядеть достаточно странно, так как многие рыночные участники полагают, что ФРС и так располагает подобной информацией. Очевидно, соответствующая информация, которая имеется на сегодняшний момент у ФРС, ограничивается коммерческими банками. Таким образом, в тени остаются другие важные игроки финансовых рынков.

Очевидно, что для оздоровления мировой экономики может потребоваться восстановление доверия к финансовым рынкам и институтам, усиление соответствующего регулирования, а также изменение системы взглядов на то, какими должны быть финансовые рынки, какова роль государства в предотвращении кризисов в целом.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Алексащенко, С.* Обвальное падение закончилось, кризис продолжается / С. Алексащенко // Вопросы экономики. 2009. № 5. С. 4–20.
2. *Архипов, В.* К вопросу о мировом финансовом кризисе / В. Архипов // Экономист. 2009. № 3. С. 50–56.
3. *Блант, М.* Финансовый кризис: почему он начался, как долго продлится? / М. Блант. – М.: Астрель: Щелково: АСТ, 2008. – 286 с.
4. *Боровкова, В.А.* Рынок ценных бумаг / В.А. Боровкова. – СПб.: «Питер пресс», 2009. – 396 с.
5. *Герц, А.* Глобальный экономический кризис 2008–2009: истоки и причины / А. Герц // Вопросы экономики. 2009. № 11. С. 18–31.
6. *Ковалев, М.* / Национальная экономика в условиях мирового экономического кризиса / М. Ковалев // Банковский вестник. 2009. №1. С. 5–12.