



## «Кризис века»...

Поскольку финансовый кризис продолжает разрастаться с головокружительной скоростью, бизнес-модель, лежащая в основе растущей доли деятельности финансового сектора, все более себя дискредитирует.

В настоящей записке, посвященной вопросам политики, отстаивается мысль о том, что во избежание нанесения еще большего ущерба финансовой системе и реальной экономике требуется значительное государственное вмешательство. Императивом являются также укрепление системы регулирования и повышение степени транспарентности финансовых инструментов и институтов.

В целом макроэкономическая политика должна быть направлена на недопущение глобальной рецессии или даже депрессии. В конечном итоге главным вызовом для экономической политики может быть не инфляция, а дефляция.

Прошло уже более 13 месяцев с того момента, как впервые разразился этот кризис, а пресловутого света в конце туннеля для глобальной экономики так пока и не видно. Дела только ухудшаются, по мере того как назревает полномасштабный финансовый обвал, правительство США изо всех сил старается утихомирить рынки с помощью крупнейшего за всю историю пакета мер по спасению финансового сектора, и несколько европейских правительств подключаются к этим усилиям. Почти ежедневные сообщения о крахе банков и тот факт, что когда-то всячески превозносившаяся бизнес-модель инвестиционных банков исчезла в черной дыре кризиса, не сулят ничего хорошего глобальной экономике, которая уже находилась на грани рецессии еще до ускорения раскручивания спирали падения финансовой системы.

Угроза обвала вернула правительства на авансцену. Действительно, правительства и центральные банки являются единственными действующими лицами, способными стабилизировать рынки в тот момент, когда доверие утрачено и все другие игроки пытаются урезать расходы или любой ценой очистить свои балансы, чтобы избежать банкротства. Поскольку долг одного домохозяйства является активом для другого, а расходы одной компании представляют собой доходы для другой, во времена одинаковых ожиданий рынок не может нащупать дно без контрциклического государственного вмешательства. Тем, кто занимается разработкой политики во всем мире, как никогда важно понять, что законы, применимые ко всей экономике в целом, в конце отличаются от законов, лежащих в основе поведения отдельного домохозяйства или фирмы. Правительства и центральные банки должны признать также, что современный финансовый рынок, который гонится за все более и более высокими прибылями исходя из ожидания неуклонного роста цен в определенных секторах или на определенные активы, это тот монстр, которого необходимо приручить, прежде чем он нанесет колоссальный ущерб и создаст угрозу для всей системы. Правительства, наблюдавшие за громадными пузырями, раздувавшимися в последнее время из-за спекулятивных операций с привлечением заемных средств на российском и китайском фондовых рынках, например, должны знать, что такие пузыри не могут лопнуть, не породив угрозу

системного кризиса. Для других правительств - в том числе для некоторых правительств в Восточной Европе - спекуляции приводят к завышению курсов валют и к колоссальным валютным перекосам на балансах национальных домашних хозяйств и компаний. Им следует отдавать себе отчет в последствиях этого для их торговых балансов и в возможной необходимости девальвации их валют, даже если это увеличит сумму выраженного в национальной валюте внешнего долга домохозяйств и компаний.

По чисто идеологическим соображениям некоторые люди подвергли критике тот акцент, который был сделан в ходе кризиса на заново открытой роли государства. Но сегодня настало время не для догм или идеологической борьбы, а для прагматических решений. Государство вновь оказалось в центре общего внимания, поскольку финансовые рынки в фазах бумов или спадов никак нельзя сравнить с реальными рынками, на которых независимые субъекты обеспечивают предложение товаров и услуг и спрос на них исходя из своих индивидуальных предпочтений и бюджетных ограничений. В отличие от реальных рынков для поведения финансовых рынков часто характерен «стадный синдром». И когда спекулятивные операции на них достигают полного размаха, почти все их участники получают одинаковую информацию и исходят из одинаковых ожиданий. Единообразии их поведения порождает манию и панику. В фазе бума фондовых игроков, играющих на понижение, оказывается слишком мало, а в фазе спада - слишком много.

Стандартная точка зрения в экономической теории в последние годы заключалась в том, что финансовые инновации способны помочь в диверсификации рисков, поскольку они могут эффективно распределять их среди тех субъектов, которые лучше всего подходят для того, чтобы взять их на себя. Однако эта позиция является ошибочной, поскольку в ней не учитывается тот факт, что на определенном этапе практически все действующие лица, включая агентства, которым поручено определять рейтинг кредитных рисков, заражаются эйфорией от высоких прибылей. Сегодня в качестве одного из важнейших недостатков современного финансового



инжиниринга называют систематическое исключение рисков из информации о кредиторах и их кредитоспособности<sup>1</sup>.

«Обобщение потерь», связанное с колоссальной санационно-спасательной операцией, предложенной правительством США, породило широкую критику. Однако с учетом рисков для финансовой стабильности и для отечественной экономики в более общем плане правительство не имело иного выбора, кроме предоставления страховой поддержки некоторым из крупнейших учреждений, оказавшихся на грани исчезновения. Это вмешательство, направленное на стабилизацию рыночной системы и недопущение финансового и реального обвала, следует рассматривать также как попытку свести к минимуму негативное воздействие на реальную экономику. Разумеется, защита вкладчиков и кредиторов пошатнувшихся банков заслуживает большего внимания, чем защита акционеров. Аналогичным образом, следует держать под контролем и долгосрочные издержки как для правительства, так и для налогоплательщиков путем придания приоритетного значения не просто субсидированию банков, а государственному участию в акционерном капитале.

### ...и извлеченные уроки

Очевидно, что пакеты государственных страховочных и спасательных мер не могут быть «бесплатными» ни с точки зрения непосредственных издержек для налогоплательщиков, ни с точки зрения более долгосрочных перспектив реструктуризации рынков. Решение прийти на выручку ряду финансовых учреждений - более того, всему рынку - с целью предотвратить системный кризис должно иметь последствия для системы регулирования. В будущем на такие учреждения следует распространить режим, подобный режиму депозитных банков, и более жесткий механизм пруденциального регулирования - или же, как это уже произошло в некоторых случаях, их необходимо заставить изменить свою бизнес-модель и адаптироваться к более традиционным схемам банковской деятельности. Основанный на рыночном фундаментализме аргумент против усиления режима регулирования, строящийся на идее о том, что рыночная дисциплина сама по себе может наиболее эффективным образом контролировать поведение банков, явно дискредитировал себя в результате этого кризиса. Именно поэтому извлечение уроков на долгосрочную перспективу должно начинаться с признания того, что, хотя финансовые услуги играют ключевую роль в деле направления средств в высокодоходные отрасли деятельности, чрезмерные финансовые инновации могут породить феномен, который инвестор и миллиардер Уоррен Баффет охарактеризовал как «финансовое оружие массового уничтожения».

Политика регулирования должна быть направлена на повышение прозрачности финансовых продуктов. Для этого существует несколько быстрых регулятивных решений, которые могут быть приняты как на национальном, так и на международном уровне.

Первое заключается в переоценке роли рейтинговых агентств. Эти агентства, которые призваны решать информационные проблемы и повышать прозрачность, как представляется, сыграли противоположную роль и сделали рынок еще менее прозрачным. Вторым решением является создание стимулов для упрощения финансовых инструментов. Нынешняя позиция системы регулирования порождает уклон в пользу сложных финансовых продуктов, которые чаще всего являются малопонятными для участников рынка. Третий шаг - это устранение перекосов в сроках погашения инструментов в небанковских финансовых учреждениях и ограничение тесных контактов банков со слабо регулируемые учреждениями. Четвертое - это ограничение

ухудшения качества кредитов, связанного с секьюритизацией. Банки, которые быстро избавляются от своих займов, в меньшей степени заинтересованы в отслеживании качества заемщиков. Эту проблему можно было бы смягчить, заставив банки хранить на своих балансах часть предоставляемых ими займов.

Если при очень оперативном тушении пожара в последние несколько недель внимание было совершенно правильно сосредоточено на ограничении непосредственного воздействия финансового кризиса на реальную экономику, то следующим шагом должно стать устранение угрозы проявления косвенных последствий. С начала 2008 года правительство США принимало меры для смягчения этих косвенных последствий и восстановления уверенности потребителей и компаний. Однако действие денежно-кредитных и финансово-бюджетных стимулирующих инъекций, сделанных в начале 2007 года, возможно, ослабло в свете нового раскручивания вниз финансовой спирали, краха некоторых крупных банков и негативных последствий этого для надежд на быстрое урегулирование кризиса.

Серьезная глобальная проблема заключается в том, что активная позиция властей США, которые стремятся оживить реальную экономику, наталкивается на волну реактивной или даже сдерживающей макроэкономической политики в других крупных развитых странах. Хотя Европейский центральный банк активно накачивает ликвидность в систему и тем самым предотвращает крах межбанковского рынка, он не обеспечивает столь необходимых денежно-кредитных стимулов. Более того, ЕЦБ решил действовать с точностью наоборот, заняв исключительно радикальную позицию в денежно-кредитной сфере в тот момент, когда финансово-бюджетная политика остается скованной требованиями Пакта стабильности и роста ЕС.

Во всем мире те, кто разрабатывает экономическую политику, явно не смогли осознать все последствия ускорения процесса избавления от привлеченных средств (т. е. процесса обесценения ничем не обеспеченных активов и сокращения долга на всех уровнях) в Соединенных Штатах, слабого доллара США и неуверенности американцев на волне наступившего кризиса. Такие силы могут иметь колоссальные негативные последствия для перспектив мировой экономики в целом. Нежелательные последствия необходимого, но болезненного процесса избавления от неприемлемых долгов можно компенсировать только в том случае, если страны, имеющие положительные сальдо, особенно Япония и крупные страны в зоне евро, где рост уже является нулевым или даже отрицательным, сократят свои активные сальдо на всех уровнях и быстро обеспечат стратегические стимулы во избежание сползания глобальной экономики в пропасть затяжной рецессии или даже депрессии.

Международные меры реагирования на сложившуюся ситуацию, в рамках которых чрезмерное значение придается обеспокоенности по поводу инфляции, являются ложно-направленными. Гораздо более важное значение имеет риск затяжного спада или депрессии, поскольку замедление приведет к еще большему снижению цен на сырьевые товары. Кроме того, нет особых свидетельств того, что спирали роста заработной платы и цен, аналогичные тем, которые спровоцировали инфляцию в 1970-х годах, создают реальную угрозу на данном этапе. Лишь в очень немногих развивающихся и развитых странах рост номинальной заработной платы систематически превышал темпы роста производительности труда на величину, превышающую допустимую с точки зрения инфляции. На деле главным вызовом для экономической политики может быть не инфляция, а дефляция.

<sup>1</sup> См. UNCTAD, Recent developments on global financial markets (TD/B/54/CRP.2, 28 сентября 2007 года), и UNCTAD Policy Brief No. 1, октябрь 2007 года.