

100 ДНЕЙ ТЕЛЕКАНАЛА
«РОССИЯ СЕГОДНЯ»
НА АРАБСКОМ ЯЗЫКЕ с. 32

ГОСДУМА
ГОТОВИТ ЛИЧНОЕ
БАНКРОТСТВО с. 46

ИГРУШКИ-ВРЕДИТЕЛИ
И ИГРУШКИ-УБИЙЦЫ с. 66

www.profile.ru

ПРОФИЛЬ

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ЖУРНАЛ • № 31/27 августа 2007

ПОДПИСНОЙ ИНДЕКС 71800

DER SPIEGEL

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ РОДИОНОВА

ПЛОТ «МЕДУЗЫ» на пороге глобального кризиса с. 14





CORBIS/RPG

Отложенный финал

■ АНДРЕЙ ВАВИЛОВ, директор Института финансовых исследований, первый заместитель министра финансов России с 1994 по 1997 год

Легкие деньги — непосильное искушение. Политика «дешевого» доллара, проводившаяся в США последние десять лет, дав толчок буму на рынке недвижимости, одновременно привела к деградации кредитных стандартов. В результате многие неплатежеспособные американцы получили собственное жилье, а мировая финансовая система — серьезный кризис.

Кризис «токсичных отходов»

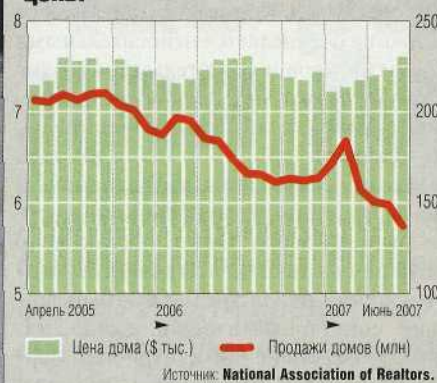
Главным инструментом по вовлечению широких слоев населения в бум недвижимости стали нетрадиционные долговые инструменты с очень льготными условиями. К примеру, ипотека с отрица-

тельной амортизацией, при которой долг накапливается, а не погашается, или выплачивается только процент, а сумма долга постоянная. Широко использовались предельно низкие, так называемые дразнящие ставки процента и другие рычаги. Не удивительно, что нашлось очень

много желающих заполучить дорожающее жилье, в том числе и среди тех, кто в нормальных условиях не мог бы мечтать о приобретении недвижимости.

Причем число проблемных должников и объем их долгов росли весьма быстро. С 2001 года доля кредитов заемщиков в сегменте Subprime выросла с 5% до 20% в 2006-м. Ипотечные компании вполне сознательно игнорировали оценки платежеспособности, идя на высокие кредитные риски. Они перекладывали их на других участников финансового рынка с помощью хедж-фондов и производных инструментов. Среди последних ключевую роль играли прежде всего долговые облигации с залогом (CDO), позволявшие свалить разные по качеству ипотечные обязательства в одну общую корзину. При этом правило «ложка дегтя портит бочку меда», по сути, игнорировалось. Считалось, что доля проблемных кредитов в ипотечном секторе, во-первых, относительно невелика, во-вторых, объединение большого количества залогов обеспечивало диверсификацию рисков и гарантировало выигрыш конечным инвесторам. Но в итоге дегтя оказалось слишком много: по оценкам Credit Swiss, доля

Продажи домов в США и средние цены



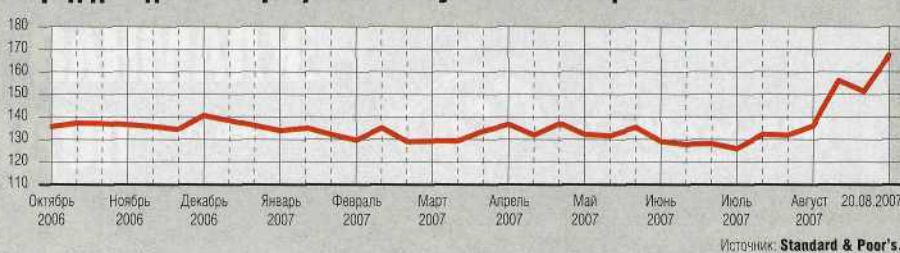
Рыночная волатильность и индекс S&P



Уровень ставок в США в 2001—2007 годах



Спред доходности корпоративных бумаг и облигаций США



Subprime в обеспечении общего объема CDO в обращении (а это \$1 трлн) составляла около 50%. Нет ничего удивительного в том, что рынок этих инструментов де-факто перестал существовать: обороты в июле упали более чем на 80%.

Новый вид финансовой активности породил новую терминологию. Облигации CDO, став самым одиозным конечным продуктом жизнедеятельности ипотеки, получили ярлык «токсичные отходы». Сразу напрашивается аналогия с другим печально известным термином из финансовой истории 80-х — «мусорными облигациями». Еще одна характерная аббревиатура — NINJA (No Income, No Job or Assets — «ни доходов, ни работы, ни собственности»), это обозначение для категории конечных заемщиков, составивших ядро сегмента Subprime.

Итоговый результат не очень утешителен: из игры уже вышло много компаний ипотечного рынка, причем не только тех, кто работал с инструментами Subprime. Самый яркий пример — крупнейшая ипотечная компания США Countrywide, которая оказалась на грани банкротства, хотя непосредственно не инвестировала в потенциально проблемный сектор, а стала жертвой распростра-

нения кредитного кризиса на более качественные сегменты. Возникли проблемы в строительной отрасли, которая во многом определяет макроэкономическую динамику, хотя цены на недвижимость за первое полугодие росли (см. график «Продажи домов»). К счастью, полномасштабного обвала на финансовых рынках пока нет, на них мы наблюдаем только кризис ликвидности.

Кризис доверия

Сам по себе факт, что подобный кризис разразился на наиболее развитом и глубоком финансовом рынке США, является признаком серьезных проблем. Кризисы ликвидности легко возникают на формирующихся рынках, где даже необоснованные слухи могут спровоцировать набеги вкладчиков на банки и ступор межбанковских кредитов. Мы хоро-

шо помним события лета 2004 года, возникшие на пустом месте. В принципе, такое не должно иметь места на развитом финансовом рынке, коль скоро фундаментальные экономические факторы в порядке. На самом деле в реальном секторе американской экономики пока нет глубоких проблем, за исключением строительной отрасли. Главный качественный сдвиг произошел лишь на финансовых рынках: в текущем году они резко стали волатильными. Поэтому нет ничего удивительного в том, что возник кризис доверия, ставший главной причиной дефицита ликвидности.

В результате проблем с сегментом Subprime внутри финансовой системы произошла серьезная переоценка рисков

ГЛАВНАЯ ТЕМА

К Р И З И С

и отказ значительной доли игроков от участия в рефинансировании ипотечных обязательств. Инвесторы предпочли уйти в ликвидность или более качественные активы (которые оказалось не так легко выявить). Возросшая волатильность (см. график «Рыночная волатильность») заставила многих игроков пересмотреть не только инвестиционные портфели, но и собственное отношение к риску. Крупнейшие участники рынка — государственные агентства, пенсионные фонды, сберегательные банки — вынуждены были сбрасывать бумаги с ухудшившимися рейтингами, которые согласно правилам не могут ими держаться.

Кроме того, участникам пришлось учитывать потенциальные сценарии дальнейшего хода событий, в том числе пессимистические. Главный фактор системного риска в том, что кризис ликвидности может перерасти в широкомасштабный кризис неплатежей и в конечном счете обрушить финансовые рынки. Во многих случаях рынок оказался не способным отделить зерна от плевел: платежеспособность не так легко распознать, особенно если она завуалирована многоуровневыми производными инст-

рументами. С другой стороны, неплатежеспособность имеет свойство распространяться по цепочке (вспомним российский опыт 90-х). Кроме того, финансовое состояние определяется относительными ценами активов и обязательств. Сегодня участник рынка вполне здоровый заемщик, а завтра, если цены залога упадут, он — банкрот.

Поэтому легко объяснимы панические настроения, охватившие финансовые рынки в июле. Они особенно ярко проявились в негативной реакции котировок акций на вполне адекватные действия монетарных властей. Когда, например, Европейский центробанк первый раз вбросил ликвидность, участники интерпретировали это как сигнал серьезности проблемы, а не как повод для успокоения.

Монетарный вызов

Во всем происходящем нередко обвиняются монетарные власти США, создавшие политикой легких денег условия для финансовых бумов. Однако такая политика позволила смягчить последствия краха на фондовом рынке из-за мыльного пузыря «новой экономики» в 2000 году.

Низкий базовый процент повлиял на «длинные» ставки (см. график «Уровень ставок») и в результате придал импульс экономическому росту на основе потребительского спроса. Проблема сбалансированности доходов и расходов была отодвинута на будущее, но не было никакого резона ужесточать денежную политику без весомых причин. Из графика видно, что период легких денег был не таким уж и длинным — с октября 2001-го по октябрь 2004 года.

Объектом острой критики является также стратегия попустительства мыльным пузырям, которой придерживался руководитель ФРС Алан Гринспен, а теперь и сменивший его Бен Бернанке. Критики исходят из того, что раздуванию рынка стоимости активов невозможно эффективно противодействовать монетарными инструментами, а значит, лучше задним числом разбираться с последствиями обрушения финансовых рынков. Вполне вероятно, что монетарным властям США в очередной раз предстоит расхлебывать подобные последствия, но для подобной политики последствия есть очень серьезные исторические основания, которых мы коснемся ниже.

(495) 542-48-67
многоканальный



РЕКЛАМНАЯ СЕТЬ

www.rseti.ru

ПОДМОСКОВЬЯ

Мы являемся крупным собственником рекламных конструкций: магистральные щиты, перетяжки, брендмауэрные панно, панель-кронштейны, динамические конструкции (тривижн), суперсайты. Сеть рекламных конструкций «РСП» охватывает значительную часть Москвы и всю Московскую область.

«Рекламная Сеть Подмосковья» предлагает полный перечень услуг, связанных с размещением наружной рекламы: изготовление дизайн-макетов, печать плакатов, непосредственно размещение, предоставление фотоотчета, мониторинг технического состояния конструкций.



Нынешняя ситуация на финансовых рынках не имеет аналогов и потенциально сложнее того, с чем приходилось сталкиваться в 80-е и 90-е годы (в связи с крахами пузырей недвижимости и «новой экономики»). Ключевую роль играют два фактора — происшедшая в последние годы трансформация финансовых рынков и глобализация. Круг участников и инструментов сейчас намного шире, чем при обычных «набегах» на ликвидность. В происходящем напрямую задействованы нефинансовые компании, активно вовлеченные в операции кредитования. О нарастании проблем в этом сегменте свидетельствует рост корпоративных спредов, отражающий проблемы с рефинансированием долгов (см. график «Спред доходности»).

Распространение производных инструментов усложнило жизнь не только участников рынка, но и регулирующих органов. Стало намного сложнее разбираться в качестве активов финансовых институтов, поскольку кредитные риски, в том числе Subprime, многократно переупакованы в деривативы. Регуляторы явно теряют рычаги контроля: даже банковская система смогла обойти ряд ограничений пруденциального надзора и на сегодня имеет совсем иные показатели уязвимости к рискам, чем ранее. Из-за хедж-фондов кредитные риски рассредоточились не только между рыночными сегментами, но и по странам. С одной стороны, снизилась их концентрация в США, и это хорошо для мировой экономики, но с другой — усиливается угроза заразности кризиса.

Все эти трудности монетарным властям развитых стран еще предстоит преодолеть. Но в настоящее время их основная задача — переломить панический настрой. Адекватные и своевременные меры могут иметь решающее значение для нормализации ситуации, однако ошибки (в том числе и бездействие) резко усугубят ход событий. Классический пример — начало Великой депрессии в 1929 году, когда монетарные власти не смогли предотвратить катастрофическое денежное сжатие. Российский кризис 1998-го пошел по наиболее болезненному пути из-за нежелания тех же властей допустить своевременную девальвацию рубля и их неспособности управлять госдолгом.

Борьба с пузырями

Имеет смысл немного подробнее остановиться на этих двух исторических примерах, поскольку они наводят на интересные аналогии с нынешней ситуацией.

Час расплаты для Америки

Джозеф СТИГЛИЦ, нобелевский лауреат по экономике, бывший главный экономист МВФ, предупреждал о вероятности кредитного кризиса в США уже давно. Мы публикуем выдержки из статьи, опубликованной 16 августа ассоциацией Project Syndicate, где он раскрывает истоки событий последних недель.

«Эта история берет начало в спаде 2001 года.

При поддержке председателя Федерального резерва Алана Гринспена президент Джордж Буш осуществил свою политику сокращения налогов, призванную принести выгоду самым богатым слоям населения Америки, а не вывести экономику из состояния спада после того, как лопнул мыльный пузырь Интернета. Принимая во внимание эту ошибку, у Федерального резерва практически не было выбора для выполнения своего мандата поддержания роста и уровня занятости: он должен был понизить ставки процента, что сделал беспрецедентным образом — до 1%...

Однако поскольку частью проблемы, приведшей к экономическому спаду, был именно избыток инвестиций в 1990-х годах, понижение процентных ставок не привело к росту инвестиционной активности. Экономика росла, но главным образом потому, что американские семьи убедили брать больше в долг, рефинансировать свои ипотечные закладные и тратить часть полученных денег...

Чтобы больше людей могли брать займы, стандарты выдачи кредитов были понижены, это вызвало рост ипотечных закладных категории Subprime (ипотека для заемщиков с низким уровнем кредитоспособности)...

Алан Гринспен способствовал увеличению риска, поощряя закладные с переменной процентной ставкой. 23 февраля 2004 года



он отметил, что «многие домовладельцы могли бы сэкономить десятки тысяч долларов, если бы брали закладные с переменной, а не с фиксированной процентной ставкой в течение последнего десятилетия». Но действительно ли Гринспен ожидал, что процентная ставка так и останется на уровне 1% (что является отрицательной реальной процентной ставкой)? Не должен ли был он подумать о том, что случится с бедными американца-

ми, имеющими закладные с переменной процентной ставкой, если процентные ставки увеличатся, как это непременно произойдет?

Мыльный пузырь недвижимости привел к тому, что американцы стали жить не по средствам — показатели сбережений были отрицательными на протяжении последних двух лет. Отключив этот двигатель роста, трудно представить, как американская экономика может избежать замедления и спада. Возвращение к фискальному здравомыслию будет правильным в долгосрочной перспективе, но в краткосрочной перспективе приведет к сокращению валового спроса. Существует старая поговорка о том, что ошибки людей продолжают жить долгое время после их ухода. Это верно в отношении Гринспена. В случае же Буша мы начинаем расплачиваться за его ошибки еще до его ухода».

Copyright: Project Syndicate, 2007.
Перевод с английского Е. Унанянц.

► Главная причина Великой депрессии — игнорирование ФРС интересов фондового рынка

Начнем с краха фондового рынка в октябре 1929 года.

Ключевые показатели американской экономики до этого момента были достаточно хорошими, причем устойчивая динамика сохранялась на протяжении послевоенного десятилетия. Фондовый рынок был, правда, перегрет, но это отражало общий оптимистичный настрой 20-х годов. В событиях 1929 года ключевую роль сыграл политический фактор: президент Герберт Гувер, избранный в 1928-м, был противником финансовых спекуляций. Борьба с «фондовым пузырем» стала основной задачей нового руководства ФРС во главе с Адольфом Миллером, назначенным за год до начала кризиса.

Была поставлена конкретная цель, совершенно несвойственная монетарной власти как таковой, — прекратить рост фондового рынка. Для этого уже с начала 1929 года ФРС пыталась разными способами перекрыть основной источник рыночной игры — банковские кредиты. Власти ошибочно считали, что привлечение кредитов в финансовый сектор вредит реальной экономике, так как лишает ее необходимых денежных ресурсов. На самом деле они не понимали, что сделки на фондовом рынке никаких ресурсов из экономики не отвлекали. Фактически участники обменивали акции на облигации, но для транзакций им была нужна ликвидность, которую мог дать только Центробанк. А мог и не дать, что он и пытался многократно сделать в 1929 году.

Когда ФРС пошла на ужесточение денежного предложения, фондовый рынок испытал шок. Первый раз это случилось еще 26 марта 1929-го, после объявления ФРС о новой политике, но тогда рынок быстро оправился. Руководство Нью-Йоркского резервного банка по своему усмотрению вприснуло ликвидность в банковскую систему, за что позднее подверглось суровой критике. Октябрьский крах 1929-го финансовая система уже не смогла выдержать, так как ФРС оказалась последовательной в лишении финансовых рынков ликвидных средств. С их острой нехваткой столкнулись банковская система, домохозяйства и корпо-

ративный сектор. В конечном счете это привело к дефляции и катастрофическому обвалу всей американской (а заодно мировой) экономики: ВВП упал к началу 30-х годов на 30%, а безработица выросла до 25-процентного уровня.

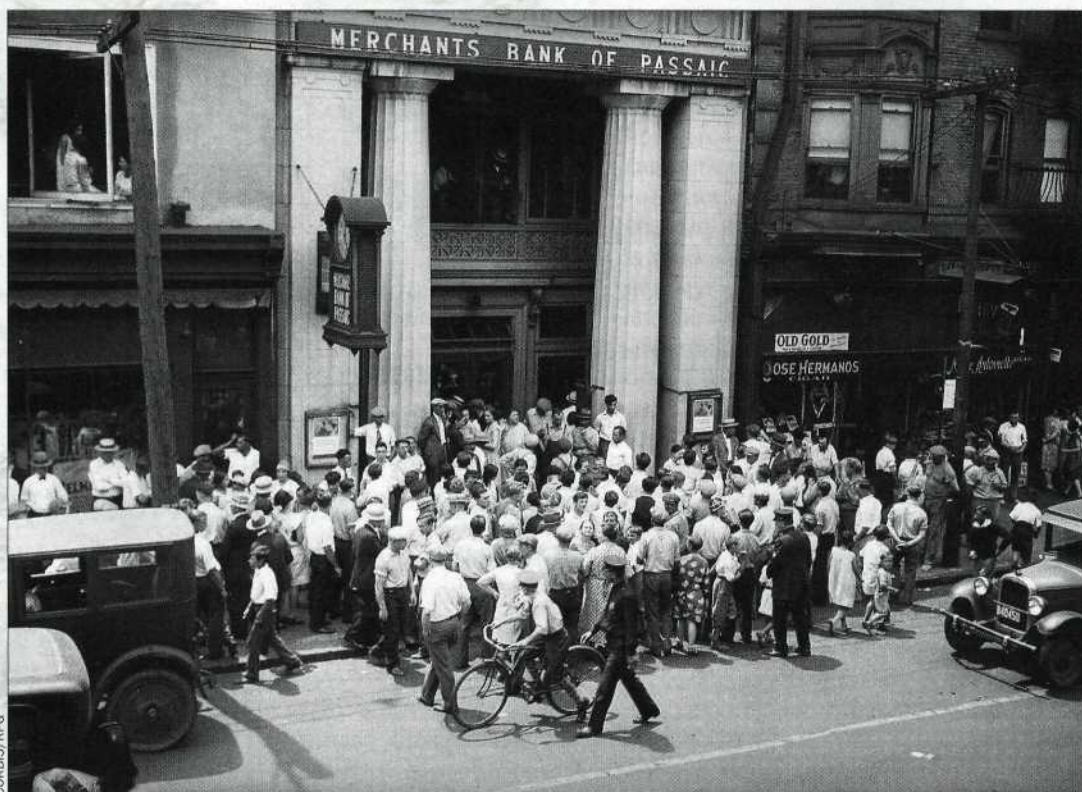
Ключевая проблема была даже не в том, что ФРС в борьбе с «финансовой спекуляцией» руководствовалась популистскими соображениями. Важнее то, что за этой системой тогда еще не была закреплена функция «кредитора последней инстанции». Она означает готовность выделять столько ликвидных средств, сколько необходимо, коль скоро есть угроза стрессового состояния финансовой системы. В такой ситуации проблема инфляции отходит на задний план, поскольку кризис ликвидности может иметь гораздо более опасные последствия. Более компетентное руководство ФРС до 1928 года все это понимало и, когда надо, принимало необходимые меры, но только на свое усмотрение.

Российский кризис 1998-го произошел по другим причинам, но он также характеризует роль монетарных властей в кризисных ситуациях. В то время финансовая система России страдала от хронического дефицита бюджета, однако к началу кризиса фундаментальные экономические показатели были не такие уж плохие. Экономика начала оправляться от стабилизационного шока 1995 года. Инфляция была подавлена до 7% (июнь

1998-го к июню 1997-го), впервые с начала реформ начал расти ВВП (0,8% в 1997 году). Платежный баланс в 1997-м был практически на нуле по текущему счету (несмотря на падение цен на нефть) и положительным по капитальному. Долговое бремя было высоким, но оно поддавалось управлению: выплаты по внешним долгам к концу 1996 года были определены на годы вперед, а дюрацию короткого внутреннего долга вполне можно было удлинить.

С началом азиатского кризиса 1997 года встал вопрос об отказе от фиксации рубля, которая вообще потеряла всякий смысл после подавления инфляции. Но в данном вопросе монетарные власти были ограничены вполне понятной политической установкой. После широко разрекламированной деноминации рубля летом 1997-го отказываться от фиксации курса, а тем более допускать девальвацию, было как-то не с руки. Кроме того, Банк России боялся ухудшить состояние банковской системы, имевшей большие обязательства в иностранной валюте.

Этими двумя мотивами объясняется готовность монетарного руководства защищать рубль любыми средствами. В ходе двух спекулятивных атак в ноябре 1997-го и мае—июне 1998 года курсовой режим был сохранен, но ценой огромных по тем временам потерь валютных резервов — \$6 млрд в первом случае и \$5 млрд — во втором. Причем вначале Цен-



CORBIS/PPG



◀ Запоздавшая девальвация рубля в 1998 году привела к кризису банков и фактически отсрочила начало подъема российской экономики

новки «спасаем всех и любой ценой». Ничем не ограниченное предложение ликвидности ухудшает отбраковку неэффективных заемщиков и явно не улучшает управление рисками. Слишком легкие деньги позволяют спастись тем, кто создавал риски, породившие ипотечный кризис. А это с неизбежностью создаст серьезные проблемы в будущем.

Для борьбы с нынешним кризисом не подходят стандартные средства из арсенала банковского регулирования. Необходимы новые решения, обеспечивающие диверсификацию и гибкость каналов предложения ликвидности. Например, следует существенно расширить список бумаг и участников по опе-

REUTERS

тробанк пытался поймать сразу двух зайцев — удержать рубль и не допустить резкого повышения процента. Когда же стало ясно, что валютные резервы тают на глазах, он все-таки выбрал политику жестких денег. В результате защита курса рубля привела к шоковым скачкам ставок ГКО, например с 30% до 150% в мае 1998 года. Это усугубило проблему долговых выплат, что само по себе усилило ожидания девальвации и возымело шоковый эффект для той же банковской системы, ухудшив ее рублевые пассивы. К тому же политика жестких денег вместе со своевременной девальвации еще больше привлекала к рублевым активам международных спекулянтов. В августе 1998-го девальвировать рубль все-таки пришлось, но уже совсем при других обстоятельствах, которые хорошо известны. Цена выхода из кризиса оказалась неимоверно высокой, и в этом решающую роль сыграли непоследовательные и ошибочные действия Банка России.

В поисках выхода

Вернемся к событиям, происходящим в настоящее время на мировых финансовых рынках. Сейчас самый животрепещущий вопрос — должны или нет монетарные власти предотвращать начавшиеся банкротства финансовых компаний. С одной стороны, это естественный процесс, коль скоро обусловлен неплатежеспособностью. Кредитный кризис вы-

явил реальное положение вещей и в конечном счете способствует общему оздоровлению финансовой системы. Устранению неэффективных структур нет смысла противодействовать. Но, с другой стороны, массовые банкротства по цепочке в какой-то момент могут стать неуправляемыми. Возможный крах крупнейших участников рынка, таких как Countrywide, может обернуться катастрофой, которую желательно предотвратить (как это было сделано девять лет назад с хедж-фондом LTCM).

В этой связи у монетарных властей нет другого выбора, кроме как продолжать активно управлять ликвидностью финансовых рынков. При этом главную роль играет выбор оптимальной политики, которая укрепит доверие участников к рынку. Просто заливать финансовую систему ликвидностью бесполезно и даже вредно (наглядная иллюстрация — стабилизационные кредиты избранным российским банкам, которые с их помощью продолжали обваливать рубль после августа 1998-го).

Прагматичная антикризисная политика предполагает, таким образом, одновременное соблюдение двух условий. Первое — необходимо обеспечить, чтобы ликвидность не лежала мертвым грузом у тех банков, которые ближе других к дисконтному окну. Перестраховываясь, они отрезают других участников от рефинансирования. Второе — отказ от уста-

вращения репо, увеличить сроки кредитования, перейти к дифференцированным дисконтным ставкам. Объявив на днях о снижении ставки рефинансирования, ФРС уже озвучила подобные намерения. Реализация таких мер, по сути, означала бы смещение акцента к микроэкономическим механизмам управления ликвидностью и, возможно, даже смену статуса центральных банков от «кредитора последней инстанции» к «маркет-мейкеру последней инстанции» (что неоднократно предлагалось в последнее время).

Также очень важно, чтобы монетарные власти США и Европы дали адекватную оценку системных рисков и вероятных сценариев дальнейшего развития кризиса. Это необходимо для принятия превентивных мер, которые позволяли ранее выходить из трудных ситуаций. Важно также не потерять способности к эффективной коммуникации с рынками. Заявления руководства ФРС в эпоху Гринспена воспринимались очень серьезно, даже если не было однозначности в их понимании. Кризис ликвидности поставил это качество Системы под вопрос, что наглядно демонстрируется всеобщей паникой. Поэтому монетарным властям необходимо усилить упор на прозрачность политики, для чего заявления должны озвучиваться чаще и более внятным образом.

ГЛАВНАЯ ТЕМА

К Р И З И С

Проблема системного кризиса — а поведение американских властей доказывает его наличие — в том, что управляющая система лишается способности адекватно реагировать на вызовы. Всякое ее действие лишь усугубляет проблему. Заметим, одной из главных опор, на которых стоит нынешняя американская пирамида, является подавляющая американская военная мощь. Именно на ней построены пресловутые «гарантии надежности» американских рынков. Если представить себе гипотетически, что американский военный потенциал в силу каких-то обстоятельств ужался бы до размеров, например, японского или германского, то нет никаких сомнений, что американский фондовый рынок и доллар ужались бы как минимум в той же пропорции. При этом, что естественно в условиях системного кризиса, Америка продемонстрировала неспособность удержаться от соблазна использовать свою подавляющую военную мощь как инструмент глобальной конкуренции, поскольку это единственное, в чем ее конкурентные преимущества несомненны. Так вот, избегая соблазна заняться самым неблагоприятным делом — предсказанием сроков американского кризиса, — рискуем предположить, что взрывателем для такого кризиса может послужить любой масштабный сбой в применении американской военной мощи. Такой заранее практически предсказанной точкой может стать, например, неизбежный уход американцев из Ирака. Или менее неизбежный, но вполне вероятный бессмысленный удар по Ирану.

То есть вопрос срока — это вопрос не десятилетий, к огромному сожалению. Это вопрос нескольких лет, а может, даже месяцев. К чему это все? Наше политическое руководство уделяет в последнее время огромное и адекватное внимание вопросам национальной безопасности и гарантиям российского суверенитета. Последнее заявление господина Сторчака, как и вся известная деятельность нашего Министерства финансов, позволяет предположить, что вопросы национальной безопасности находятся вне сферы интересов этого ведомства в принципе. У России на сегодня не просматривается никаких

инструментов защиты от глобального американского кризиса, который может свести на нет все наши достижения последних лет. А в усло-

виях вероятного обострения международной обстановки (когда экономические игроки, выброшенные с затонувшего гигантского корабля, начнут, в точности как на известном плоту «Медузы», пожирать друг друга) поставить на карту вопрос самого существования страны. Таким инструментом могло бы стать формирование суверенной финансовой системы, то есть в конечном счете превращение рубля в одну из мировых резервных валют. Хотелось бы ошибиться, но есть серьезные сомнения в том, что такие проблемы вообще интересуют нынешний, кудринский Минфин.

Михаил Леонтьев

ГЛАВНАЯ ТЕМА

К Р И З И С

