### Асимметричная информация

«Я знаю что-то такое, чего не знаешь ты». Подобные заявления, которыми часто пытаются дразнить друг друга дети, содержат в себе глубокий смысл и позволяют лучше понять, как иногда взаимодействуют между собой взрослые. В течение жизни каждый человек неоднократно оказывается лучше осведомленным о каком-то происходящем событии, чем другие люди. Такое различие в доступе к соответствующим (релевантным) знаниям называется *информационной асимметрией*.

Примеры информационной асимметрии встречаются повсюду. Работник лучше работодателя знает, сколько усилий он затрачивает на выполнение своей работы. Продавец подержанного автомобиля лучше осведомлен о его реальном состоянии, чем покупатель. В первом случае мы имеем пример *скрытого действия*, а во втором — *скрытой характеристики*. В каждом примере не информированная сторона (работодатель, покупатель автомобиля) хотела бы получить необходимые ей сведения, но информированная сторона (работник, продавец) может иметь стимулы для их сокрытия.

#### Скрытые действия: принципалы, агенты и моральный риск

**Моральный риск** возникает тогда, когда один человек, называемый **агентом**, выполняет какое-то задание по поручению другого человека, называемого **принципалом**. Если принципал не может постоянно наблюдать за действиями агента, то агент старается затрачивать меньше усилий, чем считает необходимым принципал. Выражение «моральный риск» подразумевает риск ненадлежащего или «аморального» поведения агента. В такой ситуации принципал пытается использовать различные способы стимулирования агента к более ответственному поведению.

**Моральный риск** – риск того, что человек, за которым осуществляется недостаточно строгое наблюдение, совершит нечестный или нежелательный поступок.

**Агент** – лицо, выполняющее определенные действия по поручению другого лица, называемого принципалом.

**Принципал** – лицо, для которого другое лицо, называемоеагентом, выполняет определенные действия.

Моральный риск может приводить к *неблагоприятному выбору*. Это значит, что рыночный процесс может приводить к получению «плохих» результатов из-за асимметрии информации. К примеру, банк может устанавливать такие правила и нормы регулирования для своих счетов, которые могут привести в банк некоторых потребителей, не очень прибыльных для банка, то есть последние проводят неблагоприятный отбор банка, который предпочел бы не иметь таких клиентов. В страховании человек, обращающийся за страховым покрытием, имеет больше информации о своей ситуации, чем страхователь. Человек, который знает, что подвержен высокому риску, покупает страховку, но не обязательно сообщает страховой компании о степени этого риска. Как страховой компании различить клиентов с высоким и низким уровнем риска? Страховая компания предпочла бы работать с клиентами с низким, а не высоким уровнем риска, но последние проводят неблагоприятный выбор страховой компании. В финансовой сфере некоторые инвестиционные банки обвинялись во вложении очень рисковых активов в финансовые продукты, а клиенты покупали эти продукты, не будучи осведомлены о той степени риска, которая в них заложена – клиенты имели дело с поставщиками, с которыми им было бы лучше не работать. В такой ситуации принципал пытается различными способами поощрить агента к более ответственным действиям (такими, как более высокая страховая премия для потребителей с высоким уровнем риска, чем для потребителей с низким уровнем риска).

Классическим примером являются трудовые отношения. Работодатель в данном случае выступает в роли принципала, а работник — в роли агента. Проблема морального риска заключается в том, что в условиях отсутствия абсолютного контроля у работников возникает искушение уклониться от исполнения своих обязанностей. Работодатели могут реагировать на эту проблему различными способами:

* *усилением контроля* – родители, приглашающие няню к своему ребенку, устанавливают в доме скрытые видеокамеры, чтобы фиксировать ее действия в свое отсутствие; цель этих мер состоит в том, чтобы записать на пленку возможные случаи безответственного поведения няни;
* *высоким уровнем заработной платы* – в соответствие с *теориями эффективной заработной платы* некоторые работодатели могут устанавливать для своих работников более высокую заработную плату, чем та, которая обеспечивает равновесие предложения и спроса на рынке труда; работник, получающий такую заработную плату, с меньшей вероятностью станет пренебрегать выполнением своих обязанностей, потому что, если он будет выведен на чистую воду и уволен, то вряд ли сможет найти столь же высокооплачиваемую работу;
* *отложенными выплатами –* фирмы могут откладывать выплату части вознаграждения работникам, поэтому, если работника поймают на серьезном нарушении и уволят, то это будет иметь для него серьезные материальные последствия. Примером отложенной выплаты является премия по итогам года. Подобным же образом фирма может предпочесть выплачивать часть вознаграждения своим работникам в более поздний период их жизни. В результате более высокая заработная плата может учитывать не только выгоды от наличия опыта у старшего по возрасту работника, но и реакцию фирмы на моральный риск.

Эти способы снижения морального риска не обязательно должны применяться по отдельности. Работодатели могут использовать их в разных сочетаниях.

Помимо сферы трудовой деятельности существует множество других областей, в которых возникает моральный риск. Люди, застраховавшие свои дома от пожара, автомобили или здоровье могут вести себя иначе, чем прежде, зная о наличии страхового покрытия. К примеру, автомобилист может водить более рискованно, зная, что в случае аварии издержки будут покрыты страховой компанией. Аналогично этому семья может продолжать жить вблизи реки, регулярно выходящей из берегов, потому что ей нравится живописный вид, открывающийся из окон дома, а издержки по спасению этой семьи при серьезном наводнении понесут страховая компания и государство. Финансовый кризис 2007-2009 годов высветил проблему бонусов банкирам. Одним из обвинений является чрезмерно рискованная деятельность банков в стремлении обеспечить выплату больших бонусов своим служащим, что поощряло «неправильные» и чрезмерно рискованные инвестиции. Такое поведение поощрялось, потому что банкиры «знали», что власти предпримут действия по предотвращению краха банков.

Многие нормы регулирования нацелены на преодоление этой проблемы: страховая компания может обязать домовладельцев покупать детекторы дыма или платить повышенную страховую премию, если автомобилист имеет историю рискованного вождения (или даже отказать в предоставлении страхового покрытия человеку), а государство может запретить строительство новых домов на территориях с высоким риском затопления и ввести новые правила, чтобы обуздать ретивость банков. Но страховая компания не имеет точной информации о том, насколько осторожными являются домовладельцы, государство не имеет точной информации о риске, который принимают на себя семьи при решении вопроса о выборе места жительства, а регулирующие банковскую деятельность органы не знают точно, насколько рискованны инвестиционные решения банкиров. В результате проблема морального риска остается.

### Управление риском

Наша жизнь полна риска. Когда вы катаетесь на лыжах, то рискуете сломать ногу при падении; едете на работу или в университет – рискуете попасть в аварию; несете свои сбережения на рынок акций – испытываете риск падения цен. Рациональной реакцией на этот риск не обязательно является избегание любых связанных с ним действий, а учет вида и степени риска при принятии соответствующих решений.

#### Нерасположенность к риску

Большинству людей присуща **нерасположенность к риску**. Это означает несколько большее, чем то, что людям не нравятся какие-то нехорошие вещи, которые случаются с ними. Это значит, что люди не любят плохие события больше, чем любят сравнимые с ними по силе воздействия хорошие явления. (Это также отражает *нерасположенность к потерям* – исследования показывают, что утрата чего-либо печалит людей вдвое сильнее, чем радость от получения чего-то желаемого!)

**Нерасположенность к риску** – нелюбовь людьми неопределенности.

Предположим, к примеру, что друг предлагает вам следующую возможность. Он будет подбрасывать монету и, если выпадет орел, он отдаст вам $1 000, а если решка – вы отдадите ему $1 000. Примете ли вы такое предложение? Вряд ли, если вы нерасположены к риску. Для не склонного к риску человека страдание от потери $1 000 будет превышать радость от выигрыша $1 000.

Экономисты разработали модели нерасположенности к риску, используя концепцию *полезности*, которая является субъективным измерителем уровня благосостояния или удовлетворенности человека. Каждый уровень благосостояния обеспечивает определенную степень полезности. Однако имеет место и убывание маржинальной полезности: чем выше уровень благосостояния, тем меньшую полезность означает получение каждого дополнительного доллара. Из-за убывания маржинальной полезности утрата $1 000 приносит большие потери благосостояния, чем его прирост, который дает получение $1 000; результат – людям присуща нерасположенность к риску.

Нерасположенность людей к риску является отправной точкой для объяснения различных явлений, которые мы наблюдаем в экономике. Рассмотрим три из них: страхование, диверсификацию, а также выбор между риском и доходностью.

#### Рынки страхования

Одним из способов снижения риска является страхование. Общей характеристикой страховых контрактов является то, что люди, сталкивающиеся с риском, платят страховой компании за принятие ей на себя всего или части этого риска. Автомобильное страхование покрывает риск, связанный с возможностью попадания в аварию; страхование от пожаров – риск возгорания вашего жилья; страхование жизни – риск того, что вы умрете и оставите свою семью без средств к существованию. Существует также страхование от риска прожить слишком долго и остаться без средств: за деньги, уплачиваемые вами сегодня, страховая компания будет выплачивать вам *аннуитет* – ежегодный регулярный доход до вашей смерти.

В известном смысле, каждый страховой контракт сам по себе представляет некоторый риск. Возможно, вы никогда не попадете в автомобильную аварию, а ваш дом никогда не загорится. Большую часть времени вы будете выплачивать страховой компании премию и не получать ничего взамен, за исключением спокойствия в душе. Действительно, страховые компании учитывают тот факт, что большинство людей ничего не получат по своим полисам; в ином случае они просто не смогли бы осуществлять значительные выплаты тем немногим людям, которым не повезло, и вынуждены были бы выйти из бизнеса.

С позиций экономики в целом страхование не устраняет риски, присущие нашей жизни, но распределяет их более эффективно. Рассмотрим, к примеру, страхование от пожаров. Само по себе страхование вовсе не снижает риск утраты вашего жилья в результате возгорания, но если, к несчастью, такое все же случится, страховая компания компенсирует вам потери. Риск, ранее тревоживший одного вас, теперь разделяется тысячами страхователей компании. Так как люди не расположены к риску, каждому из десяти тысяч человек гораздо легче нести ношу в одну десятитысячную долю риска, чем принимать весь риск на себя одного.

Рынки страхования сталкиваются с двумя типами проблем, которые подрывают их способность распределять риск. Одной из них является *избегание страхования* людьми, менее расположенными к риску, что увеличивает вероятность наступления страховых случаев и сужает базу страхователей. Другой проблемой является *увеличение степени риска* из-за психологических особенностей человека: купив страховой полис, люди становятся более беспечными, так как при наступлении страхового случая страховая компания покроет большинство потерь. Страховые компании стараются устранить эти проблемы, однако они не в состоянии выстроить глухую защиту от их негативного воздействия. Страховые компании не могут совершенно точно различить более и менее склонных риску потребителей, не могут полностью отслеживать их поведение. Цена страхования отражает фактические риски, с которыми сталкивается страховая компания после того, как страховка куплена. Высокая цена является причиной того, что некоторые люди, особенно не склонные к риску, не используют возможности страхования, выбирая вместо этого некоторую неопределенность.

#### Диверсификация риска фирмы

В 2009 году тысячи инвесторов потеряли свои сбережения в результате мошенничества бывшего брокера фондового рынка Бернарда Мэдоффа в США. Мошенничество, известное как схема Понци, заключалось в привлечении Б. Мэдоффом денег от инвесторов с обещанием получения высокой доходности, которая, как обещалось, обеспечивается использованием сложнейших технологий торговли и стратегий хеджирования и практически не имеет рисков для инвесторов. Б. Мэдофф не инвестировал получаемые деньги, а использовал их для привлечения новых инвесторов и, следовательно, совершал мошеннические действия. В конечном итоге Б. Мэдофф получил 150 лет заключения за особо крупное мошенничество, обман федерального органа по регулированию рынка ценных бумаг и отмывание денег. Самая печальная часть этой истории, однако, связана с тем, что в нее оказались вовлеченными тысячи инвесторов. Общий ущерб оценивается в $65 млрд. Некоторые из жертв были весьма обеспеченными голливудскими звездами, но многие из них – обычные люди, которые потеряли сбережения, сделанные в течение всей своей жизни. С этим мошенничеством связано как минимум два самоубийства.

Один из самых лучших практических советов, какой только можно дать не расположенным к риску людям, гласит: «Не кладите все яйца в одну корзину». Вы могли и раньше слышать это выражение, но финансы превращают эту народную мудрость в науку, которая называется **диверсификацией**.

**Диверсификация** – снижение степени риска, достигаемое посредством распределения одного большого риска на множество более мелких, не взаимосвязанных рисков.

Одним из примеров диверсификации является рынок страхования. Представим город с 10 тысячами частных домов, владелец каждого из которых испытывает риск пожара. Если в городе начет работу страховая компания, а каждый из домовладельцев станет одновременно и страхователем, каждый из них уменьшит степень своего риска посредством диверсификации. Каждый человек теперь испытывает только 1/10 000 часть риска 10 000 возможных пожаров, а не весь риск одного пожара в собственном доме. Если случившийся пожар не охватит весь город одновременно, риск для каждого человека становится значительно меньшим.

Когда люди используют собственные сбережения для покупки финансовых активов, они также могут снизить степень риска с помощью диверсификации. Человек, покупающий акции какой-либо компании, рассчитывает на прибыльность ее работы в будущем, однако это предположение несет в себе определенную степень риска, поскольку тенденции развития бизнеса трудно предсказуемы. Фирма Microsoft, созданная несколькими помешанными на компьютерах подростками, за достаточно короткий промежуток времени выросла в одну из имеющих наибольшую рыночную стоимость компаний в мире; бывшая американская энергетическая корпорация Enron всего за несколько месяцев превратилась из уважаемой компании с мировым именем в банкрота с практически полностью обесценившейся стоимостью. К счастью, акционеры не обязаны надеяться только на удачу и доверять все свои сбережения единственной компании: риск может быть уменьшен посредством размещения в различных местах большого количества мелких сумм, в отличие от размещения маленького количества больших сумм.

Риск, связанный с владением портфелем акций, зависит от количества различных акций в портфеле. Статистически определенный уровень риска называется *стандартным отклонением*, которое определяет изменчивость переменной, т.е. подверженность ее значений колебаниям. Чем выше стандартное отклонение доходности портфеля, тем выше уровень риска владения им.

Риск портфеля акций существенно снижается по мере увеличения количества акций в портфеле. Для портфеля, содержащего акции единственного вида, стандартное отклонение находится на уровне 49 %. Увеличение количества видов акций до 10 устраняет около половины риска, до 20 – еще 13 %. По мере дальнейшего роста количества видов акций риск продолжает снижаться, хотя и гораздо меньшими темпами.

Однако невозможно полностью устранить риск, увеличивая количество видов акций в портфеле. С помощью диверсификации можно снизить **идиосинкразический** **риск** – неопределенность, связанную с перспективами развития в будущем каждой из компаний. Однако диверсификация не может устранить **общий** **риск** – неопределенность относительно будущего состояния экономики в целом, которое зависит от состояния всех компаний, акции которых обращаются на рынке. К примеру, когда экономика испытывает рецессию, снижаются объемы продаж, прибыли и доходность большинства компаний. Диверсификация снижает уровень риска владения акциями, но не устраняет его полностью.

**Идиосинкразический риск** – риск, связанный с неопределенностью относительно перспектив развития в будущем отдельной компании.

**Общий риск** – риск, связанный с неопределенностью относительно будущего состояния всех компаний, акции которых обращаются на рынке.

#### Выбор между риском и доходностью

Один из принципов экономической теории гласит, что человек выбирает. Когда речь идет о финансовых решениях, это означает выбор между уровнями риска и доходности.

Как мы увидели, существуют риски, внутренне присущие владению акциями, даже если их портфель является диверсифицированным. Однако, в общем-то не расположенные к риску люди допускают эту неопределенность, поскольку она может быть компенсирована доходностью. История показывает, что уровень доходности по акциям намного превосходит доходность альтернативных финансовых активов, таких как облигации и банковские сберегательные счета. На протяжении последних двухсот лет средний уровень доходности акций составлял около 8 % годовых, в то время как реальная доходность краткосрочных государственных облигаций – только 3 % годовых.

При принятии решения о размещении своих сбережений люди определяются, какой риск они готовы принять на себя ради обеспечения более высокой доходности. Конечно, понимание выбора между риском и доходностью ничего не говорит нам о том, что должен делать человек. Выбор конкретной комбинации риска и доходности зависит от степени нерасположенности человека к риску, которая отражает его личные предпочтения. Но для держателя акций важно понимать, что чем выше средний уровень доходности набора этих ценных бумаг, тем выше и степень риска владения данным портфелем.

Из практики

Изменение природы банковской деятельности

Традиционное представление о банковской деятельности тесно связано с идеей благоразумия. Благоразумие связано с безопасностью в банковской деятельности, но вовсе не обязательно удовлетворяет запросам акционеров, жаждущих получения все большей прибыли. С конца 1990-х годов до 2008 года банки расширили область своей деятельности, пытаясь получить более высокие прибыли. Банковский кризис 2007-2009 годов возник, в частности, из-за проведения банками более рискованной деятельности и стирания разграничения между розничными и оптовыми операциями. Мы уже увидели, как финансовые институты использовали «квонты», пытаясь снизить свои риски. Это было частью процесса, который привел к увеличению выдачи низкокачественных кредитов. Вглядываясь в прошлое, каждому (кроме банкиров) может показаться глупостью кредитование людей с плохими кредитными историями и низкими доходами.

Рост рынка жилья в этот период наряду с дерегулированием финансовых рынков в Северной Америке, Европе и Великобритании привел к возникновению обстоятельств, позволивших бакам и другим кредитным институтам, работающим с ипотекой, значительно увеличить количество и суммы выдаваемых кредитов. При «традиционных» режимах кредитования банки должны иметь резервы под выданные ими кредиты. Конечно, это значит, что такие кредиты показываются на бухгалтерских балансах банков. Инновации в области финансовых услуг и дерегулирование, наряду с некоторыми изобретательными идеями квонтов, позволили банкам выдавать кредиты без отражения их в своих балансах, и в результате они оказались способны переложить риск на других, и выдавать все больше и больше кредитов.

Предполложим, что норма резервирования составляет 10 %. Банки не просто ожидают притока вкладов, чтобы затем использовать их в качестве резервов с целью увеличения выдаваемых кредитов. Банки хотят предоставлять кредиты, так как это важнейший способ получения ими прибыли. Следовательно, если они желают увеличить объем кредитования, они должны привлечь достаточный объем вкладов, чтобы обеспечить требуемую величину резервов. К примеру, предположим, что банк хочет увеличить объем кредитов на £1 млрд. Он знает, что для этого величина его денежных резервов должна увеличиться на £100 млн (10 % от £1 млрд). Если он установит более низкую норму резервирования, скажем, в 8 %, то должен будет дополнительно привлечь в качестве вкладов всего £80 млн. Поэтому банк должен осуществлять управление рисками, присущими его активам. Он должен обеспечить положение, при котором любые дефолты по кредитам не превысят сумму, находящуюся в его резервах. В нормальных обстоятельствах он должен агрессивно предлагать рынку свои услуги и продукты, для того чтобы привлечь дополнительные вклады на £100 млн. Для этого банк будет предлагать более привлекательные процентные ставки, что будет приводить к снижению прибыльности его кредитов.

Однако если банк может выдать кредиты на £1 млрд без увеличения обязательств, отраженных в балансе, то ему нет необходимости привлекать вклады для обеспечения резервов. Эти забалансовые кредиты формируют доходы в форме процентов и различных платежей. Банки обнаружили, что могут создавать наборы долгов и продавать их. Эти пакеты долгов имеют присущий им некоторый риск, но он может быть снижен с помощью свопов на дефолт по кредиту. Такая секьюритизация активов стала одной из инноваций в банковской деятельности, возникшей с расширением выдачи низкокачественных кредитов. В основу процесса был положен тот факт, что вовлеченные в дело активы генерируют потоки наличности в течение некоторого периода времени. Секьюритизация выводит кредиты за баланс, и поэтому банк не нуждается в резервах для обеспечения этих кредитов. Это значит, что банк имеет больше возможностей для кредитования. Предположим, что банк согласился предоставить 1 000 индивидов ипотечные кредиты по £100 000 каждому. Банк называется *оригинатором*. Эти закладные затем объединяются в пакет стоимостью £1 млрд. Математики анализируют долг и дают оценку вероятности дефолта по нему в 1 %. То есть, из 1 000 индивидов, ассоциируемых с этим долгом, 10 могут оказаться не в состоянии расплатиться по кредиту в течение его жизненного цикла. Банк может представить пакет долгов рейтинговому агентству и, учитывая ограниченный риск в результате объединения долгов, способен получить достаточно высокий кредитный рейтинг по этому пакету.

Имея кредитный рейтинг по пакету долгов, банк может учредить специализированное подразделение (special purpose vehicle, SPV), позволяющее выделить эти свои финансовые обязательства. Теперь покупатели долгов в случае неплатежа будут иметь требования не к банку в целом, а к его SPV. SPV покупает пакет долгов и продает его инвесторам, которыми могут быть другие банки и финансовые институты. Средства, полученные SPV (для этого обычно выпускаются облигации), позволяют ему купить долг у банка. С точки зрения инвестора облигация ассоциируется с потоком наличности от пакета кредитов, который также характеризуется высокой процентной ставкой. Принимая во внимание высокий кредитный рейтинг пакета, связанный с ним риск рассматривается как относительно небольшой. Инвестор защищен стоимостью лежащих в основе кредитов активов (недвижимостью в залоге). Если наступает дефолт по любому из этих кредитов, банк может изъять собственность, которой обеспечен первоначальный кредит.

SPV выпускает облигации на общую сумму меньше стоимости пакета долгов. Разница обеспечивает оригинатору (в данном случае банку) покрытие потенциальных убытков от пакета долгов. В нашем примере величина пакета долгов (совокупности закладных) составляет £1 млрд. SPV будет получать выплаты по кредитам и использовать эти потоки наличности для выплаты процентов по облигациям и сумм основного долга. Долг продается SPV за £950 млн, следовательно, разница составляет £50 млн. Анализ показывает, что вероятность получения убытков из-за неплатежей по этим кредитам составит не более £30 млн. Это значит, что притоки наличности от владельцев заложенной недвижимости достаточны для возврата инвесторам их денег – £950 млн. В общей стоимости пакета долгов уровень убытков оценен в 3 %.

SPV выпускает акции и становится дочерней компанией банка (оригинатора) – отдельным юридическим лицом. Акции могут быть куплены оригинатором и другими участниками финансового сообщества. Их привлекательность состоит в том, что SPV генерирует высокую доходность, основанную на потоках наличности от лежащих в ее основе активов (закладных). Выгоды от создания SPV для банка состоит в том, что он передает кредиты SPV и, следовательно, те не отражаются в его балансе. В результате банк не должен иметь резервы под эти кредиты и свободен в увеличении объемов кредитования или занятии другой деятельностью, позволяющей увеличивать его доходы и прибыль. Такая деятельность может заключаться в финансировании сделок по слияниям и погощениям, предоставлении кредитов хеджевым фондам. Создание SPV также защищает инвесторов. Если банк (первоначально выдавший кредиты) обанкротится, то его кредиторы (те, кто предоставил банку деньги) не смогут предъявить требования к инвесторам, потому что SPV является отдельным юридическим лицом. И наоборот, если SPV обанкротится, инвесторы не смогут предъявить требования к банку или оригинатору. Банк также может заработать комиссионные на продаже долгов SPV.

Выпуск облигаций SPV производится пакетами или *траншами*, которые отражают уровень риска. Учитывая эти различные уровни риска, различных инвесторов будут привлекать разные транши. Каждый транш может быть связан со сроком погашения в пакете или различным уровнем процента, но обычно при секьюритизации низкокачественных долгов выпускалось 6 траншей, каждый из которых продавался по отдельности, и большинство из них были «застрахованы» с использованием свопов на дефолт по кредиту.

Глобальная природа финансовой системы означает, что все созданное в ней сплелось в сложную паутину финансовых транзакций, обусловившую высокий уровень их взаимозависимости, но с невысоким уровнем реальных знаний о степени этой взаимозависимости. В сущности, вся структура ипотечного кредитования зависела от способности заемщиков (включая низкокачественные кредиты) выплатить основную сумму и проценты по своим долгам. Когда число неплательщиков стало расти в середине 2000-х годов, структур стала слишком нестабильной и начала проявляться вся степень этой взаимозависимости.

Ставки по ипотечным кредитам были переменными, но связанными преимущественно не с базовыми ставками центрального банка, а с Лондонской межбанковской ставкой предложения (London Interbank Offered Rate, LIBOR), которая представляет собой усовершенствованный набор процентных ставок, определяющих другие ставки в экономике и ставки, по которым банки будут предлагать кредиты на Лондонских денежных рынках. В США кредиты на сумму около $350 трлн выданы по ставке LIBOR.

Каждое утро Ассоциация британских банкиров опрашивает 16 главных банков, по каким ставкам они готовы предоставить кредиты в 10 валютах с 15 различными сроками погашения. Эти сроки таковы: спот/овернайт (т.е. кредиты, выдаваемые сегодня и погашаемые завтра), 1 неделя, 2 недели, 1 месяц, 2 месяца и т.д. до 12 месяцев. Из 10 валют основными являются доллар США, британский фунт, евро и японская иена.

Ответы ранжируются, и средняя ставка по данной валюте и представляет собой ставку LIBOR. Ставки публикуются в 11.30 каждое утро и являются базой для краткосрочного кредитования. Если ставки LIBOR растут, то растут и плавающие ставки по ипотечным кредитам на покупку недвижимости. Около 73 % плавающих процентных ставок по ипотечным низкокачественным кредитам в США в апреле-сентябре 2007 года были основаны на шестимесячных ставках LIBOR, а не ставке по федеральным фондам.

Примерно с 2005 года центральные банки начали повышать процентные ставки, для того чтобы оказать противодействие развитию инфляционных процессов. По мере роста процентных ставок заемщики, особенно по низкокачественным ипотечным кредитам, стали испытывать все возрастающее давление, и количество их дефолтов также стало расти. Увеличение неплатежей стало тревожным сигналом для ряда финансовых институтов, проявилась и их подверженность воздействию этих негативных процессов. Вся система была построена на ожидании продолжения получения потока доходов от активов, лежащих в основе ипотечных кредитов, – иными словами, что подавляющее большинство владельцев заложенной недвижимости будут продолжать ежемесячные выплаты по кредитам. Однако по мере роста процентных ставок заемщики стали испытывать все большие трудности с выплатой задолженности по кредитам.

Если плательщики по ипотечным кредитам оказываются неспособными выполнить свои обязательства, банки, которые вложили деньги в SPV, могут потребовать их вернуть. Банки, создавшие SPV, могут забрать активы из SPV и отразить их в своих балансах. Это не только ограничит их способность предоставлять кредиты, потому что они должны теперь получить резервы для обеспечения кредитов, вернувшихся на баланс, но им может потребоваться и списать стоимость некоторых активов, что еще более ухудшит их балансы и способность к кредитованию. Ежедневно банки должны исполнять свои обязательства – по взятым ими кредитам, выплатам процентов, оплате свопов по на дефолт по кредиту и облигаций с наступившим сроком погашения и т.д. Они должны иметь достаточное количество ликвидных фондов для исполнения этих обязательств. Многие банки занимали необходимые им средства на межбанковском рынке. С крахом рынка низкокачественных кредитов влияние плохих долгов стало более очевидным, и ряд банков отчитались о существенных списаниях и убытках. Доверие к банковской системе, столь важное для ее работы, было подорвано. Банки были не уверены в том, какое влияние окажут на них плохие долги (получившие название **токсичных долгов**), а также в том, какое влияние они окажут на другие банки. Затруднилась межбанковское кредитование, поскольку банки не рисковали кредитовать друг друга, а также встали перед необходимостью улучшения своих собственных балансов.

**Токсичные долги** – ценные бумаги, основанные на обязательствах по ипотечным кредитам, а также другие долги (такие, как облигации), обязательства по которым не могут быть выполнены, во многих случаях из-за существенного снижения стоимости активов, лежащих в их основе.

Существенную часть средств банки занимают друг у друга. Как отмечалось выше, ставка по этим средствам определяется LIBOR. В нормальных обстоятельствах разница между банковской ставкой и LIBOR LIBOR невелика и стабильна. Во времена снижения предложения по кредитованию цена кредита растет, и в период с марта по октябрь 2008 года LIBOR резко росла. Центральные банки по всему миру отреагировали на сжатие кредитного рынка, которое теперь называется «кредитным крахом», снижением процентных ставок и вбрасыванием средств на рынки. Это привело к постепенному снижению LIBOR до уровня ставки по федеральным фондам, отражая продолжающееся сжатие кредитного рынка. Доступ к кредитам становился все более дорогим и ограниченным, а более высокая цена заимствований перекладывалась на потребителей – как индивидов, так и бизнесы. Так как бизнесам стало труднее получить кредиты, а стоимость их обслуживания возросла, у компаний возникли проблемы с управлением своими потоками наличности, а многие из них обанкротились.

К августу 2008 года проблемы, с которыми столкнулись банки, выросли еще больше. В марте этого года американский инвестиционный банк Bear Searns, работавший на рынке низкокачественных кредитов, запросил поддержку у ФРС; годом ранее New Century Financial объявил о защитном банкротстве и потребности в финансовой поддержке. Другие банки, имевшие тяжелую ситуацию с низкокачественными кредитами, стали объявлять об убытках и списаниях, что только усугубило проблемы. Bear Searns был поглощен JP Morgan Chase. В Великобритании Nothern Rock серьезно пострадал из-за бегства вкладчиков – первого в Великобритании за более чем 100 лет. Британское правительство вынуждено было вступить во владение и национализировать Nothern Rock.

В США стало очевидным, что два крупнейших игрока на ипотечном рынке – Federal National Mortgage Association, более известная под названием Fannie Mae, и Federal Home Loan Mortgage Corporation, известная как Freddie Mac – столкнулись с огромными финансовыми проблемами. Их бизнес заключался в покупке закладных у кредитодателей и последующей продаже долгов инвесторам. Они фактически выступали гарантами по кредитам для миллионов покупателей недвижимости и занимали около половины рынка ипотечного кредитования США, оценивавшегося в $12 трлн. Их значение для экономики страны было таким большим, что власти США вступили во владение ими для оказания поддержки. Как и в Великобритании в случае с Nothern Rock американское правительство объявило в начале сентября 2008 года о том, что временно становится одним из собственников этих двух компаний, для того чтобы предотвратить их крах. Если бы эти две компании обанкротились, цены на жилье в США, которые и так испытали снижение до 15 % в некоторых регионах, продолжали бы снижаться и дальше, и еще большее число людей стали бы более бедными. По оценкам того времени, около 10 % домовладельцев США столкнулись с трудностями в уплате задолженности по своим ипотечным кредитам и риском потерять жилье.

Интерпретация прибыли

Дискуссия о различии в интерпретации прибыли экономистами и бухгалтерами имеет важное практическое применение. Финансовый кризис 2007-2009 годов высветил случаи, в которых определение прибыли может иметь серьезные последствия для банков и, в конечном счете, для стабильности экономики в целом. Приведенная ниже статья показывает, как эти интерпретации могут вызывать проблемы для банков и их инвесторов.

Расследование деятельности банков может вскрыть использование схем Понци

*Кормак Баттер*

Для того чтобы помочь акционерам банков, не вовлекая в процесс налогоплательщиков, управляющий Центральным банком Ирландии Патрик Хоноган сфокусировался на причинах банковского кризиса. Он указал на то, что поощряло банкиров выдавать взаймы огромные суммы на проведение спекулятивных транзакций, приносящих убытки.

Люди думают, что получают высокие заработные плат и бонусы только те банкиры и трейдеры, которые добиваются получения большой прибыли и увеличения богатства акционеров. Это не так. Плохо продуманные схемы мотивации стимулируют их разрушать богатство акционеров. Примером тому служит кредитование ирландских дивелоперов.

Многие предположительно успешные финансовые институты работают по «схеме Понци» (Ponzi scheme) – финансируют операции, в результате осуществления которых доходы первых инвесторов обеспечиваются деньгами банка или взносами последующих инвесторов, а не какой-либо фактически полученной прибылью. В этом случае акционеры имеют иллюзию прибыли, позволяя банкирам выплачивать себе щедрые бонусы. Схема названа по имени эмигрировавшего в Америку итальянца Чарльза Понци, впервые построившего подобную пирамиду в конце 1920-х годов, и нашла все возрастающее применение, потому что банки эксплуатировали, что, что казалось маленьким – но фактически оказалось огромным – изъяном в бухгалтерском учете.

Ирландские банки часто использовали стратегию «убыточного лидера», аналогичную той, которая применяется в супермаркетах.[[1]](#footnote-1) Банки предлагали субсидированные кредиты для выстраивания взаимоотношений с потребителем или увеличения рыночной доли. После того как отношения были установлены, банк мог предлагать более выгодные для него услуги. Примерно так же супермаркеты могут субсидировать цену хлеба в надежде заманить потребителей к более рентабельным продуктовым линиям. Однако банки могут легко списать субсидию на убыточного лидера, а супермаркеты – нет.

Поэтому супермаркеты используют эту стратегию в ограниченных масштабах, тогда как банки будут предоставлять рискованные кредиты до тех пор, пока могут показывать бухгалтерскую прибыль. Почти 20 лет международные банки, жаждущие больших бонусов, использовали этот изъян. Представим, что в последующие три года процентные ставки ожидаются на уровне 4%, 5% и 6% соответственно. Банк, занявший €1 000 000, должен будет выплатить в качестве процентов €150 000 за этот период. Если банк использовал полученные деньги для покупки облигаций, доходы по которым выплачиваются в размере 4,6% годовых, он получит общий доход от владения облигациями всего €138 000. Убыток составит €12 000, что делает облигации непривлекательными для акционеров банка.

Несмотря на это, в год покупки облигаций банк может отразить бухгалтерскую прибыль величиной €6 000 за счет разницы между ставками в 4,6% и 4%. Бонусы часто основаны именно на бухгалтерской прибыли, то есть что банкир получает вознаграждение за уничтожение капитала акционеров. Структурирующие продукт люди получают миллионы, используя такую лазейку в бухгалтерском учете. Они разрабатывают смертоносные, структурированные кредитные продукты, такие как «обратное обязательство с плавающей ставкой» (inverse floater).[[2]](#footnote-2) Возьмем, для упрощения, ливеридж на уровне 10; при нем бухгалтерская прибыль подскочит с €6 000 до €60 000, но потери акционеров возрастут до €120 000.

Продавцы «доходных продуктов» усвоили урок выгодности таких сделок. Многие банкиры стали готовы переплачивать за рискованные структурированные продукты до тех пор, пока могли показывать бухгалтерскую прибыль и обеспечивать тем самым выплату себе бонусов. Новые правила бухгалтерского учета устранили в конце концов «темные» «обратные обязательства с плавающей ставкой», но, подобно большинству плохо разработанных правил, создали даже еще б*о*льшие проблемы. Как только продавцы «доходных продуктов» нашли банкиров, готовых разрушать капитал акционеров, если смогут при этом получать бонусы, они разработали сложные, смертоносные секьюритизированные портфели, известные теперь под названием токсичных структурированных кредитных продуктов. Эти продукты обеспечивают высокую отдачу и, следовательно, высокие первоначальные бухгалтерские прибыли.

К тому же их было чрезвычайно сложно оценивать. Бухгалтерские правила для таких сложных продуктов жестко не регламентированы, что создает серьезные пробелы. Банкиры как будто не очень внимательно смотрят на то, что им продают, и продавец «упаковывает» тысячи низкокачественных, то есть сомнительных, кредитов в эти переоцененные структурные продукты и «соскакивает с лезвия». Примерно так же ирландские банки «выстраивались в очередь» для приобретения сомнительных долговых обязательств у дивелоперов недвижимости, несмотря на то, что эти обязательства были серьезно переоценены.

Ирландские банки предлагали дешевые кредиты дивелоперам, зная, что они смогут показать бухгалтерскую прибыль, но скрыть потери капитала.

Источник: <http://www.irishtimes.com/newspaper/opinion/2010/0211/1224264198292.html>. Дата доступа 23 февраля 2010 г.

## Финансовый кризис

Одной из характеристик, делающих экономическую теорию столь интересной, является скорость изменений. В 2005 году немногие люди предвидели бедствия, которые произошли всего через несколько лет. Финансовый кризис и последовавшая за ним глобальная рецессия привели к пересмотру некоторых фундаментальных принципов экономической теории и макроэкономической политики, в повестку дня снова встали проблемы глобального финансового регулирования.

Первоисточники кризиса могут быть найдены в дерегулировании финансовых рынков в 1980-х и 1990-х годах. В тот период преобладало мнение о том, что чрезмерное регулирование со стороны предложения ограничивает способность экономики обеспечивать эффективную работу, и поэтому в США и Великобритании была произведена серия изменений законодательства, существенно изменивших условия работы в банковском и финансовом секторе. Многие правила и нормы регулирования деятельности банков и жилищно-строительных кооперативов были отменены или смягчены. Различные ограничения по выдаче кредитов банками были смягчены, и в результате перед финансовыми институтами открылись пути разработки новых продуктов и торговых систем, что привело к созданию сложной сети взаимозависимых глобальных финансовых рынков. Инновации в финансовой системе усиливались за счет развития технологий. Мы уже увидели, как способность обрабатывать статистические данные и быть умелым математиком стала важным навыком, по мере того как продаваемые продукты все больше усложнялись. Частью этих инноваций было движение к поиску все более сложных и «свободных от риска» инвестиций для генерирования прибыли, и эта сеть в конечном итоге опутала миллионы людей во всем мире, многие из которых имели весьма смутное представление о происходящем с их деньгами или способе работы системы.

Дерегулирование финансовых рынков привело к широким изменениям в обществе. Период относительно устойчивого экономического роста, продолжавшийся с середины 1990-х годов, сопровождавшийся (иногда) спекулятивным ростом цен на жилье, привел многих к выводу об уходе эры бумов и спадов в историю. Для финансовых институтов ожидания продолжающегося роста могут также частично объяснить их переход от того, что можно назвать «осмотрительным» кредитованием к намного более рискованным инвестициям на основе новых финансовых инструментов. Банки, многие из которых ранее были обществами взаимного кредитования и работали для обеспечения выгод своим членам, теперь попали в условия постоянного давления со стороны акционеров, желающих получить все б*о*льшую доходность, и поэтому снимали ограничения и упрощали условия выдачи кредитов заемщикам. Эти изменения происходили в условиях наличия относительно низких процентных ставок во второй половине 1990-х годов и большей части первого десятилетия 21 века.

Преобладание относительно низких процентных ставок означает повышение привлекательности высокодоходных вложений, особенно учитывая то, что высокая доходность может иметь связь с бонусами для руководства. Пенсионные фонды также существенно изменили свою деятельность. Прекращение действия систем «последней заработной платы»[[3]](#footnote-3) вместе с уменьшением поступлений от правительства и нанимателей означали, что менеджеры пенсионных фондов вынуждены были искать инвестиции с более высокой доходностью.

В Великобритании аналогичные условия привели к конкуренции банков и компаний ипотечного кредитования за новых потребителей и разработке еще более привлекательных продуктов, таких как ипотечные кредиты с низкой начальной суммой платежей, кредиты с фиксированной на 2 года процентной ставкой, ипотечные кредиты с накапливающейся суммой долга и ипотечные кредиты на все более увеличивающуюся долю стоимости недвижимости и с расширением источников дохода как обеспечения. По обе стороны Атлантики получить кредит на покупку жилья или других «предметов роскоши» стало намного проще. Дерегулирование и наличие глобального рынка упрощали перемещение капитала за пределы национальных границ. Деньги можно было занять в странах с низкими процентными ставками (особенно в Японии, в которой в начале 2000-х годов они были даже отрицательными) и инвестировать в активы в странах с более дорогими валютами. Развитие хеджевых фондов рассматривалось как обеспечивающее высокую доходность инвестиций для клиентов, которых они представляли, а развитие информационных технологий обеспечивало очень маленькие ценовые различия между рынками, что формировало все более рискованный менталитет, распространявшийся по финансовым рынкам.

### Пузыри и спекуляции

Бывший глава Федеральной резервной системы США Алан Гринспен сказал в сентябре 2008 года: «Это неугасимая способность человека в период продолжительного процветания считать, что такая ситуация будет длиться вечно». А. Гринспен говорил о периоде расширения рынков и кредитования, и жилья во второй половине 1990-х годов и в начале нового тысячелетия. Совокупный долг в Великобритании, включая задолженность по кредитным карточкам и ипотеке, в 2006 году превышала £1,2 трлн, и Банк Англии отмечал, что неоплаченная задолженность по кредитным карточкам выросла с 1994 года более чем на 380 %. По обе стороны Атлантики желание получить кредиты, особенно ипотечные, стало одной из причин финансового кризиса. В Великобритании средние цены на жилье существенно возросли с конца 1990-х годов по 2007 год, в США в период с 2000 по 2009 годы цены выросли примерно на 80 %.

Эффекты дерегулирования, наличия относительно низких процентных ставок и достаточно стабильных экономических условий привели к увеличению рискованных операций финансовыми институтами. Эта смесь вызвала надувание «мыльного пузыря» на рынке жилья и в США, и в Великобритании. Пузырь был надут как за счет расширения предоставления рискованных кредитов, так и за счет роста рынка, на котором эти кредиты были востребованы.

#### Рынок низкокачественных кредитов

Увеличение возможностей получения ипотечных кредитов для людей, которые ранее не могли воспользоваться ими, стало способом расширения кредитования со стороны баков и других финансовых институтов в США. Люди, рассматриваемые как заемщики с относительно низким риском возврата кредита по ипотеке, составляют первоклассный рынок; этот термин принят по аналогии с лучшими частями туши животного на рынке мяса. Но были и «второсортные» группы людей, для которых доступ к ипотечным кредитам был затруднен. Некоторые из них имели плохую кредитную историю, другие были безработными, но в атмосфере принятия большего риска и изменения приоритетов эти группы предоставляли займодавцам дополнительные возможности получения доходов, потому что готовы были платить за кредиты по более высоким процентным ставкам, что, как казалось, компенсировало повышенные риски. Такие кредиты генерировали потоки наличности в форме выплат по основному долгу и процентам за ряд лет. В подвергшемся дерегулированию банковском секторе и такие активы стали ценными.

#### Секьюритизация

**Секьюритизация** активов – выпуск ценных бумаг на основе активов, обеспеченных залогом; одна из инноваций в банковской деятельности, возникшая при расширении кредитования на низкокачественном рынке. В основу этого процесса был положен тот факт, что активы генерируют потоки наличности в течение некоторого периода времени. Практика секьюритизации позволила банкам вывести кредиты за баланс и таким образом не создавать резервы для их покрытия (см. упоминавшиеся в Главе 29 специализированные банковские подразделения (special purpose vehicle, SPV)). Вовлечение в процесс людей, которые обычно не рассматривались в качестве потенциальных заемщиков, не только предоставляло новые возможности для банков, но и поощряло их к разработке новых продуктов и процессов, которые помогали им снизить дополнительный риск в результате кредитования «низкокачественных» заемщиков.

**Секьюритизация** активов – выпуск ценных бумаг на основе активов, обеспеченных залогом.

Выпуск **ценных бумаг на основе обеспеченных залогом активов** предполагал объединение банками разрозненных долгов и их последующую продажу. Пакеты долгов были связаны с определенным риском, который мог быть снижен посредством страхования в форме свопов на дефолт по кредиту (credit default swaps, CDS). Эти свопы также покупались и продавались, так что их владельцы все больше отдалялись от потока дохода (то есть выплат, получаемых от владельцев жилья, купленного по ипотечным кредитам), который был застрахован с помощью этих продуктов. В сущности, вся структура ипотечного кредитования зависела от способности заемщиков (включая низкокачественных) выплачивать суммы основного долга и процентов по нему. Когда количество не способных выполнить свои обязательства заемщиков начало расти, структура становилась все более нестабильной, и тут в полной мере проявилась взаимозависимость всех ее элементов.

**Ценные бумаги на основе обеспеченных залогом активов** – облигации или другие долговые ценные бумаги, выпущенные на основе активов, обеспеченных залогом.Эти ценные бумаги выпускались специализированными банковскими подразделениями (SPV) в ходе секьюритизации.

Одним из примеров ценных бумаг на основе обеспеченных залогом активов, являются облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (collateralized debt obligations, CDO’s). Количество и стоимость продаваемых CDO’s, основанных преимущественно на низкокачественных ипотечных кредитах, существенно возросло в период с 2000 по 2007 годы, с нескольких миллиардов долларов США до примерно $2 трлн. Сеть вовлеченных в их оборот финансовых институтов стала глобальной. Благоразумие по отношению к распределению рисков в портфельном менеджменте, с которым ранее работали многие финансовые институты, было отвергнуто, потому что инвесторы теперь рассматривали риск как стремящийся к нулю. Цены на CDO’s и на производные от них ценные бумаги теперь включали риск, рассчитываемый с помощью сложнейших математических моделей, разрабатываемых финансовыми аналитиками – квонтами. Статистические данные, на которых были основаны некоторые из этих моделей, учитывали происходившее в прошлом, но это не значит, что они способны предсказать, что будет происходить в будущем. Используемые для расчета цен на CDO’s формулы были основаны на оценке вероятностей, отражающих период, в который цены на жилье и на фондовые активы росли, в ряде развитых стран наблюдался устойчивый экономический рост, и времена были «хорошими». Однако были ли эти времена «нормальными»?

Значительный рост цен на жилье по обе стороны Атлантики стал «топливом» для банков, расширявших кредитование ипотечное вместо финансирования реального сектора экономики в уверенности, что риском на финансовых рынках можно эффективно управлять. Среди экономистов имеются расхождения в том, может ли быть назван «пузырем» значительный рост цен на жилье в США и Великобритании в этот период. Большинство из них склоняется к тому, что это был пузырь, хотя некоторые экономисты утверждают, что рост производительности и доходов привели к значительному увеличению цен из-за того, что спрос на жилье превысил предложение. Однако, несмотря на то, что ростом производительности можно объяснить некоторый рост цен на жилье, многие люди покупали его просто исходя из ожиданий продолжения роста цен, а многие займодавцы предлагали привлекательные условия кредитования для людей с низким доходами, так как также считали, что принимаемая в качестве залога недвижимость будет расти в цене. Когда люди покупают активы не потому, что нуждаются в обеспечиваемом ими потоке услуг (крове над головой в случае с жильем), а просто потому, что надеются на рост цены на эти активы, мы имеем сущностную характеристику пузыря. В любом случае, пузырь это или нет, несомненно то, что рынок жилья сыграл существенную роль в возникновении финансового кризиса и последующей рецессии во многих странах мира.

### Асимметричная информация, культура бонусов и риск

С выгодной позиции знания произошедшего, оглядываясь назад, каждому (не говоря уж о банкирах) может показаться глупостью предоставление денег взаймы людям с плохими кредитными историями и низкими доходами. Неужели банкиры не понимали, на какой риск они идут? Частично ответ на этот вопрос состоит в том, что они понимали, что делали, и в тот период принятие риска (а не стремление его избежать) было преобладающим поведением, а также существовали стратегии, которые позволяли (как тогда думали) ограничить риски банков и других займодавцев на рынке низкокачественных кредитов.

В 2002 году финансовая корпорация HSBC купила компанию Household International, которая специализировалась на предоставлении финансовых продуктов людям, которые традиционно относились к группе с высоким кредитным риском. Household International имела около 50 млн таких потребителей. По мере распространения таких банковских процессов в них становилось вовлеченными все больше банков. Для снижения рисков банки стали входить на рынок CDS. Первые CDS были разработаны американским инвестиционным банком JP Morgan в 1997 году, но с тех пор рынок этих продуктов вырос до $45-60 трлн. Чтобы получить точку отсчета для сравнения, рынок ценных бумаг США оценивался в сумму около $22 трлн, рынок ипотечных кредитов США – в сумму около $7 трлн, рынок государственных облигаций – около $4,4 трлн. 25 крупнейших банков удерживали CDS на сумму около $13 трлн, и ключевыми игроками были Bear Stearns, Lehman Bros, Merrill Lynch, Morgan Stanley, германский Deutsche Bank и швейцарский UBS.

В условиях постоянного роста, стабильных процентных ставок и инфляции на приемлемом уровне (так называемая «Великая умеренность») стали преобладать взгляды о том, что учитываемые в финансовом секторе риски гораздо больше, чем они есть в реальности. К примеру, в Великобритании рост продолжался на протяжении почти 20 лет. У отдельного трейдера фокус внимания переместился на достижение существенной доходности, обеспечивающей получение значительных бонусов, которые были связаны с их способностью генерировать эту доходность. Для высшего менеджмента банков генерирование прибыли для удовлетворения запросов акционеров также переместилось в фокус внимания, однако лишь немногие были настолько хорошо знакомы с ситуацией, чтобы увидеть ситуацию в целом. К примеру, в 2007 году Morgan Stanley отчитался, что его доход снизился на $9 млрд, но несмотря на это, сумма бонусов увеличилась до $16,5 млрд и составила 60 % от дохода банка. В некоторой степени в сложившейся ситуации есть вина регуляторов и центральных банков, которые, как представляется, также не понимали, насколько серьезным стало положение. Различия между розничными и оптовыми операциями банков становились все меньшими. Финансовый кризис поставил вопрос о том, что является приоритетом для банков: проведение операций для получения прибыли, используя для этого деньги клиентов, или деятельность в интересах клиентов. Такая постановка вопроса стала основой для выработки мер регулирования, предотвращающих возникновение финансовых кризисов в будущем.

А что можно сказать в связи с этим об асимметричной информации? Предположим, что банк объединяет в один пакет некий набор обеспеченных залогом долговых обязательств, который затем хочет продать. Банк должен хотеть продать его по какой-то причине, а любой потенциальный покупатель не знает, в чем заключается эта причина. Состоит ли она в том, что банк хочет получить больше прибыли или в том, что задолженность является потенциально «плохой» (то есть высок риск дефолта по обязательствам)? Это классическая ситуация асимметричной информации. Для того чтобы банк оказался способен продать этот набор долгов, он должен иметь какой-то способ показать, что инвестиции связаны с небольшим риском.

Для этого банки нанимают рейтинговые агентства, которые проводят независимую оценку риска, присущего таким обязательствам. Рейтинговые агентства, такие как Moody’s, Standard & Poor’s, Egan-Jones и A.M. Best анализируют и представляют долги в виде серии рейтингов, ассоциируемых с определенной степенью риска невыполнения обязательств. Наименее рискованные из них обозначаются как ААА, долги с приемлемым уровнем риска – АА, А и ВВВ, долги с наивысшим уровнем риска («ниже инвестиционного») – ВВ, В, и ССС. Высказывались опасения по поводу того, что имеется конфликт интересов, так как рейтинговые агентства выполняли эту работу за деньги банков (а как известно, кто платит, тот и заказывает музыку), в то время как потребители, которые зависят от результатов оценки (инвесторы) никак не участвовали в этом процессе. Однако рейтинговые агентства находились в такой позиции, что имели доступ к информации, требующей сложной обработки или недоступной для широкой публики, и поэтому их услуги были очень дорогостоящими.

Кроме оценки пакетов долгов рейтинговыми агентствами, можно было предположить, что банки принимают на себя часть рисков, находясь в положении первых по очереди лиц, несущих убытки. Математический и статистический анализ пакетов долгов мог говорить о том, что, основываясь на прошлом опыте с пакетами аналогичных долгов, риск дефолта можно оценить, скажем, в 1 %. Если банк соглашается принять на себя первые 4 % убытков, покупатель может быть успокоен тем, что банк готов допустить возможность дефолта и приять его последствия на себя. Это похоже на ситуацию с автодилером, соглашающимся оплачивать в течение первых двух лет после покупки счета на ремонт проданного им подержанного автомобиля. В таком случае покупатель имеет б*о*льшую уверенность в том, что ему не подсовывают «лимон». Однако нынешнее состояние вовсе не свидетельствует о том, что оно останется таким же и в будущем – если дефолты превысят 4 %, неизбежны серьезные проблемы. Исходя из состояния экономики в течение последних 20 лет, не было особых причин ожидать, что подробный анализ риска на основе математических методов обработки статистической информации является неточным. Допущение о первой позиции принятия на себя убытков означало, что при осуществлении таких транзакций имел место высокий уровень доверия.

Поэтому у банков и других финансовых институтов были стимулы совершать такие транзакции, используя подход принятия риска. Ожидания и требования акционеров относительно более высокой доходности, существование культуры бонусов, обеспечивающей получение некоторыми индивидами миллионов долларов в год, желание индивидов обладать недвижимостью и, как некоторые доказывают, недостаточно жесткое регулирование и надзор центральных банков над деятельностью на финансовых рынках привели к возникновению ситуации, когда пузырь мог раздуваться и генерировать еще большие заимствования, а также непрерывный поиск еще более привлекательных инвестиций.

### Взрыв пузыря

Свопы на дефолт по кредиту (CDS) были разработаны в конце 1990-х годов в условиях очень низкого риска дефолта по кредитам и первоначально включали в себя корпоративные облигации с низким уровнем риска. Широкое распространение CDS стало серьезным вызовом для финансовых рынков, когда рухнул рынок жилья. Необходимо было вспомнить, что такие контракты были основаны не только на облигациях, связанных с кредитами на рынке низкокачественных заемщиков, но и том, что торговля такими контрактами приводила к тому, что банки и другие финансовые институты могли быть владельцами контрактов, за которыми вообще не стояли активы (облигации).

Одной из основных проблем на рынке CDS было то, что он вообще не был охвачен каким бы то ни было регулированием. Он рассматривался как «*внебиржевой рынок*», на котором осуществляются частные финансовые транзакции между двумя сторонами. Поэтому не имелось официальной отчетности о том, кто ведет торговлю, с кем, и может ли продавец в действительности исполнить взятые на себя обязательства. Точная оценка объема рынка CDS затруднительна именно по этой причине. Количество проданных CDS и производных от них ценных бумаг, а также их владельцев непросто определить. Среди крупнейших банков, имевших дело с CDS, были Lehman Bros, банки Исландии, Barclays и RBS, кроме того, в этот процесс были серьезно вовлечены страховые компании, такие как AIG.

В 2006-2007 годах предметом основной заботы центральных банков был контроль над инфляцией. К примеру, в Великобритании инфляция (измеренная по индексу потребительских цен) в сентябре 2008 года выросла до 5,2 %. Банк Англии начал увеличивать процентные ставки в июне 2006 года и путем серии ежеквартальных корректировок увеличил базовую ставку до 5,75 % к июлю 2007 года. В США ФРС увеличивал процентную ставку на протяжении шестнадцати месяцев до июня 2006 года, и к осени 2006 года ставка по федеральным фондам достигла 5,25 %. По мере роста процентных ставок заемщики, особенно по низкокачественным ипотечным кредитам, стали испытывать все большее давление, и количество дефолтов начало расти.

Увеличение количества дефолтов начало оказывать негативное влияние на ряд финансовых институтов, стала проясняться их вовлеченность в игры на этом рынке. С ростом процентных ставок по ипотечным кредитам все больше заемщиков стали испытывать затруднения в уплате ежемесячных взносов. В некоторых случаях разница между первоначальной суммой месячного платежа и суммой платежа при новой процентной ставке была столь значительной, что многие собственники жилья столкнулись с необходимостью выплачивать сумму вдвое больше первоначальной. Вспомним, что рынок низкокачественных кредитов охватывал не только большое число людей, не способных выплачивать значительно возросшие ежемесячные суммы, но и тех, кто брал кредиты на покупку второго жилья, а рынок сдаваемого в наем жилья также сильно ужался.

Столкнувшись с непосильными платежами, заемщики вынуждены были рассматривать варианты продажи своего жилья или ожидать его изъятия займодавцами. По мере роста количества выставляемого на продажу жилья цены на него снижались, и в се больше и больше людей оказывались в ситуации отрицательного капитала, когда стоимость их собственности оказывалась меньше суммы долга по кредиту, за который она была куплена. Поэтому продажа собственности для многих не решала проблему с долгом, и у многих он оказался столь велик, что не позволял надеяться на его оплату в обозримом будущем.

Когда заемщики стали прекращать выплаты во все возрастающем масштабе, банки, одолжившие деньги своим SPV, начали истребовать долги. Банки, учредившие SPV, должны были в конечном итоге вернуть активы себе на баланс. Это не только ограничивало их способность выдавать кредиты в дальнейшем, потому что они должны были соответственно нарастить свои резервы, но они должны были также и списать часть стоимости этих активов, что еще больше ухудшало их балансы и способность к кредитованию.

#### Моральный риск

Поток плохих новостей из банков сделало очевидным тот факт, что проблемы стали весьма существенными. Власти столкнулись с вызовом, потребовавшим от них вмешательства с целью предотвратить крах банков. Однако ожидание такого вмешательства могло привести к возникновению морального риска. Если банки знают, то они будут поддержаны властями, тогда они имеют меньше стимулов придерживаться осмотрительной кредитной политики. При введении концепции морального риска был приведен пример домовладельца, покупающего недостаточное количество пожарных извещателей вследствие того, что он несет издержки на их покупку, а страховая компания получает б*о*льшую часть выгод от этого (ее расходы на выплату страховки, скорее всего, снизятся в связи с меньшей вероятностью сгорания дома). Поэтому, когда власти помогают выйти финансовым институтам из экономических трудностей, они действуют подобно страховой компании, что уменьшает стимулы для банков снижать риски (и получать, соответственно, меньше прибыли), так как они знают, что власти всегда спасут.

Перспективы такого простого спасения банков, которую многие люди рассматривают как стимулирующую отказ от осмотрительности, ранее на протяжении многих лет характеризовавшую эти институты, стала «узким местом» «Главной улицы» США. Миллионы простых американцев столкнулись с серьезными финансовыми трудностями и потеряли свое жилье; бизнесы испытывали все большие затруднения с доступом к финансированию, которое необходимо им для выживания в условиях растущей угрозы рецессии. Никто не бросился им на помощь, говорят они. А банкира, которые и вызвали проблемы, все сходит с рук. Власти кинулись спасать банки, и те, кто получал миллионные бонусы, оказываются менее всего пострадавшими.

#### Глобальные проблемы

Негативные эффекты кризиса стали распространяться по всему миру. Рухнули банки Исландии, в Восточной Европе Украина запросила у МВФ $16,5 млрд для поддержки курса своей валюты (гривны), которая обесценилась на 20 %, а фондовый рынок потерял около 80 % своей стоимости. Украинский центральный банк был вынужден использовать резервы для скупки гривны, чтобы поддержать ее курс. Венгрия запросила $10 млрд (после получения €5 млрд кредита от Европейского центрального банка и увеличения процентных ставок на 3 процентных пункта, до 11,5 %). Турция, Беларусь и Сербия также запросили финансовую поддержку, когда возможности получения кредитов на финансовом рынке снизились, а банки всего мира обнаружили, что они стали испытывать все возрастающие затруднения с исполнением своих обязательств. Российский фондовый рынок упал примерно на 66 % за период с мая по октябрь 2008 года.

Попросту говоря, большинство этих банков выдали слишком много денег в виде кредитов, увязывая долги с покупкой CDS, и не смогли осуществлять дальнейшие транзакции, когда начали возрастать невыплаты. Без финансовой поддержки эти институты также могли обанкротиться, а финансовые системы в этих и связанных с ними странах могли прекратить свое функционирование.

#### Крах банков

Проблема морального риска могла быть причиной того, что один из наиболее впечатляющих крахов банков произошел 15 сентября 2008 года. Американский инвестиционный банк Lehman Brothers был одним из основных игроков на рынке низкокачественных кредитов и CDS. Он построил свой бизнес на ливериджинге – значительных заимствованиях для финансирования своей деятельности. В течение выходных 13 и 14 сентября проводились последние переговоры о том, как спасти Lehman Brothers подобно тому, как это было ранее сделано в отношении Merrill Lynch и Bear Stearns. Однако долги Lehman Brothers и степень его вовлеченности в операции на рынке низкокачественных кредитов и CDS оказались слишком велики, и банк объявил о своем банкротстве в соответствии со статьей 11 Кодекса о банкротстве США.

Крах Lehman Brothers привел к выдвижению требований на миллиарды долларов по CDS – платежам, которые должны были быть произведены теми, кто продал эту «защиту». В качестве средства удовлетворения этих требований были проданы облигации Lehman Brothers через аукцион, состоявшийся в начале октября 2008 года. Установившаяся на аукционе цена этих облигаций составила около 8 центов за доллар номинальной стоимости. Поэтому облигация номинальной стоимостью $10 млн оценивалась всего в $800 000, а это означало, что защищенные продавцы должны возместить оставшиеся $9 200 000 для выполнения обязательства по CDS. Общая сумма требований оценивалась в 400-600 миллиардов долларов, что означало огромную нагрузку на финансовую систему, и многие банки, продававшие CDS Lehman Brothers, оказались в опасности обанкротиться сами, что могло вызвать дальнейшее усиление давления на систему. В основном, банки обнаружили, что они должны выполнить обязательства, но не имеют для этого достаточных средств в резервах. Банки, перед которыми возникла необходимость рассчитаться по обязательствам, могли попытаться получить средства на межбанковском рынке, но он, как мы уже увидели, к этому времени практически иссяк. Банки по всему миру оказались в затруднительном положении, и только тогда стала ясной степень распространения сети секьюритизации. Крах Lehman Brothers рассматривается как событие особой важности, потому что он показал неготовность центральных банков помогать любому банку, столкнувшемуся с проблемами.

События, последовавшие за крахом Lehman Brothers, показали, что проблемы имеются и у крупной страховой группы AIG. AIG была активным продавцом CDS, и крах Lehman Brothers вызвал проблемы и у нее. Власти США пришли на помощь AIG, потому что если бы она рухнула, это оказало бы значительное негативное воздействие на всю экономику и другие финансовые институты. В Великобритании поддержку властей получили Northern Rock, Royal Bank of Scotland (RBS) и Halifax Bank of Scotland (HBOS), которая была предоставлена в различных формах, включая разрешение Lloyds TSB поглотить HBOS. Однако некоторые наблюдатели считают, что Lehman Brothers мог стать «жертвенным ягненком» на алтаре морального риска, что таким образом власти США дали понять об отсутствии полной гарантии спасения попавших в затруднительное положение банков.

### Путь к глобальной рецессии

Проблемы, возникшие в финансовом секторе, быстро перекинулись на реальную экономику.

Для многих людей проблемы на рынке недвижимости привели к потере работы. По мере роста затруднительности доступа к ипотечному кредитованию снижался спрос на жилье, и это почувствовали на себе многие люди, работающие в сфере недвижимости. Рабочие места, созданные в США на волне бума на рынке жилья, начали сокращаться. По мере снижения цен на недвижимость домовладельцы чувствовали себя все менее защищенными и ощущали уменьшение своего капитала в форме принадлежащей им недвижимости. Поэтому стимулы для заимствований, обеспеченных приростом капитала в недвижимости, снижались и домовладельцы могли также испытывать недостаточную уверенность в будущем, и избавиться от некоторых предметов роскоши и «лишних» услуг, которыми они пользовались. Они могли сократить посещения кинотеатров, сокращать отдых, походы в кафе или рестораны. Если рестораны испытывают снижение числа посетителей, они могут сократить заказы на продукты для приготовления блюд, что окажет влияние на поставщиков, и таким образом сокращение коснется всей цепочки поставок. Для собственников таких бизнесов эффект может быть весьма существенным.

Эффект сжатия кредитного рынка усугубил рецессию во многих странах. Одной из причин спада было снижение доступности кредитных ресурсов для бизнесов. Бизнесы, особенно небольшие, надеются на получение потоков наличности, необходимых для их выживания. Многие из них нуждаются в гибкости и понимании со стороны банков, сталкиваясь с шоками, которые негативно влияют на их потоки наличности, а сужение кредитных рынков означает, что многие бизнесы сталкиваются с нежеланием банков кредитовать их и продлять овердрафты. Даже если банк готов был предоставить деньги взаймы, процентная ставка часто была фактически запретительной. Столкнувшись с этими проблемами, многие небольшие бизнесы стали закрываться. Иммунитета против этих проблем не имели и более крупные бизнесы. В частности, отрасль двигателестроения столкнулась с существенным снижением объемов продаж. В январе 2008 года ежемесячное производство автомобилей в США составляло 817 767; всего через год, в феврале 2009 года эта величина снизилась до 388 267 или на 52,2 %. Снижение объемов производства повлияло на поставщиков компонентов и оказало негативное мультиплицирующее воздействие на всю экономику.

По мере сокращения спроса бизнесы закрывались, а безработица росла. В США уровень безработицы вырос с 6,2 % в августе 2008 года до 9,7 % год спустя; уровень безработицы в Великобритании за тот же период вырос на 2,4 процентных пункта, а прогноз уровня безработицы для ЕС на 2010 год составляет 11,5 %. Продажи в розничной торговле во многих странах снизились, расходы на товары и услуги с относительно высокой эластичностью спроса по доходу также упали, и это привело к сокращению доходов бизнесов и притоков наличности к ним. Многие бизнесы закрылись, и это оказало дальнейшее негативное воздействие на другие бизнесы по всей цепочке поставок.

### Подведение итогов: причины финансового кризиса

События 2007-2009 годов поставили ряд вопросов о допущениях экономической теории. Годы, прошедшие после рецессии в начале 1990-х годов, характеризовались фокусированием внимания на инфляции, улучшении работы экономики со стороны предложения и освобождения денежно-кредитной политики от правительственного контроля. Роль ФРС, Банка Англии и Европейского центрального банка четко прописана в документах, регламентирующих их деятельность – контроль над инфляцией. Дерегулирование создало новый и развивающийся финансовый климат, который, в совокупности с изменениями в технологии и расширением доверия крупнейших наций к экономике знаний привел к возникновению новых способов ведения бизнеса банками и другими финансовыми институтами. Этот процесс может быть описан как создающий видимость снижения риска, когда новые продукты (такие, как CDS) рассматривались как средства эффективного управления рисками. Расширение кредитования тех, кто ранее не мог претендовать на получение кредитов, и способы обеспечения возврата этих кредитов отразились в реальной экономике ростом цен на жилье. Крах финансовых институтов был заложен в самом допущении о том, что ценные бумаги на основе обеспеченных залогом активов будут продолжать гарантировать выплаты, и будет происходить только ограниченное количество дефолтов. Сокращение кредитования банками, столкнувшимися в конечном итоге с крахом рынка низкокачественных кредитов, быстро отразилось на реальной экономике, и люди потеряли свои дома, работы и привычный образ жизни. Это привело к постановке множества вопросов о том периоде и стало вызовом для политиков и экономистов, как на основе этого опыта создать структуры, которые смогут обеспечить б*о*льшую защиту банкам и их клиентам. Роль правительств и центральных банков является критически важной в обсуждении способов такого контроля.

### Осуществление денежно-кредитной политики

По мере развития финансового кризиса фокус внимания сместился на реакцию центральных банков во всем мире. Были уже прецеденты распространения банковских кризисов на всю экономику; такие кризисы, перекидывавшиеся на реальную экономику, вызывали снижение экономической активности, которое могло иметь долгосрочный характер и негативно влиять на потенциал экономического роста в будущем. В периоды рецессий фирмы сокращают инвестиции и количество используемого труда. Имеется два ценных источника, которые помогают определить потенциал экономического роста в будущем. Если работники остаются не занятыми, они утрачивают навыки, и это значит, что в будущем им сложнее будет получить работу, и особенно это касается людей, длительное время являющихся безработными. Если фирмы сокращают инвестиции, увеличивается степень износа машин и оборудования, что в результате может привести к снижению производительности.

Кроме того, сокращаются и общественные ресурсы, так как снижаются налоговые поступления, а государственные расходы на социальные пособия возрастают. Если бюджетный дефицит растет, это вызывает вопросы о состоянии общественных финансов и налоговой нагрузке на будущие поколения. Большинство стран Европы увеличили давление на общественные финансы, приняв программы бюджетно-налогового стимулирования, и ослабление этого давления в ближайшие годы не ожидается. Возможные издержки глубокой и длительной рецессии могут оказаться очень значительными.

Реакция властей на глобальный финансовый кризис проявилась через изменение бюджетно-налоговой политики. Роль денежно-кредитной политики в смягчении жестких эффектов финансового кризиса и возникшей в результате рецессии является очень важной, и поэтому внимательно рассматривается политиками. Три главных западных центральных банка (ФРС под руководством Бена Бернанке, ЕЦБ под руководством Жан-Клода Трише и Банк Англии, возглавляемый Мервином Кингом), оказались в зоне особого внимания.

Предшественник Б. Бернанке Алан Гринспен обычно реагировал на экономические кризисы снижением процентных ставок и наполнением рынков ликвидностью. Предполагается, что низкие процентные ставки в период с 2002 по 2005 годы внесли свой вклад в надувание пузыря на рынке активов и последующий крах банков. Поиск доходности создает стимулы для перемещения средств в более рискованные активы и увеличения ливериджа, и это движение подпитывается доступностью ликвидности и дешевого финансирования. Б. Бернанке, в частности, с его опытом исследования депрессии 1930-х годов, рассматривался как сторонник более твердой линии в первые годы руководства ФРС.

Рынки рассматриваются с точки зрения трех важнейших аспектов политики возможного реагирования центральных банков: скорости вмешательства, инноваций и координации. Все они были задействованы, когда разразился финансовый кризис, но имеются важные различия в степени реагирования каждого из важнейших центральных банков, обусловленные в том числе различным уровнем гибкости, которыми они обладали. К примеру, в Великобритании на Банк Англии операционная ответственность за проведение денежно-кредитной политики была возложена в 1997 году. Закон о Банке Англии 1998 года устанавливает «цели монетарной политики Банка: поддержание ценовой стабильности, а также поддержка экономической политики Правительства, включая его цели в области роста и занятости». Акцент на поддержание ценовой стабильности как основную цель – то чем серьезно занимается Мервин Кинг, но имеются и те, кто полагает, что роль центрального банка также должна проявляться в надзоре за финансовым сообществом и более серьезном внимании к выполнению регулятивной функции. В Великобритании роль регулятора выполняет Управление по финансовым услугам (Financial Services Authority, FSA) как часть так называемого «трехстороннего подхода», который включает Банк Англии, Министерство финансов и FSA. В США Комиссия по ценным бумагам и биржам (Security and Exchange Commission, SEC) выполняет функцию регулятора, хотя имеется и ряд других регулирующих органов, что приводит некоторых наблюдателей в замешательство.

#### Реагирование на кризис

Ранние признаки кризиса проявились в 2007 году, когда начали распространяться слухи о растущем уровне дефолтов на рынке низкокачественных кредитов. В июне Standard & Poor’s и Moody’s снизили рейтинги облигаций, основанных на закладных по кредитам на этом рынке. В конце июля немецкий банк IKB заявил о том, что испытывает финансовые трудности, вызванные работой на рынке низкокачественных кредитов, и вскоре был поглощен банком BKW, принадлежащим правительству Германии. В начале августа начали проявляться последствия снижения рейтингов активов, связанных с рынком низкокачественных кредитов, и 3 августа Bear Stearns сообщил своим акционерам о крахе двух хеджевых фондов, которыми банк управлял, и снижением цены своих акций в связи с этим. 9 августа французский банк BNP Paribas сообщил о прекращении деятельности трех своих фондов и о том, что кредитный рынок быстро остывает. Межбанковское кредитование практически остановилось, так как банки стали осознавать, что их вовлеченность в работу на рынке низкокачественных кредитов оказалась слишком большой. Взаимное доверие между банками очень важно для нормальной работы кредитных рынков, но банки осознали и свою собственную слабость, и то, что положение их коллег, возможно, даже еще хуже!

Остывание кредитных рынков было отмечено началом интервенций центральных банков по всему миру. Одним из первых отреагировал на ситуацию ЕЦБ, осуществивший 9 августа инъекцию в финансовые рынки в объеме €95 млрд, для того чтобы помочь им преодолеть проблемы срочной ликвидности. На следующий день ЕЦБ выделил еще €61 млрд. Вскоре после этого ФРС объявила о том, что предоставит $38 млрд для обеспечения ликвидности; Банк Англии, однако, не последовал за ними. 10 августа Банк Англии был вовлечен в решение проблем с Northern Rock, который быстро рос в предыдущие годы, но это рост осуществлялся за счет очень высокого ливериджа, а когда кредитный рынок стал остывать, поддерживать такой ливеридж оказалось невозможным. В последующие недели величина проблем Northern Rock стала известна публике, и началось бегство из этого банка. Казалось, что урегулирование ситуации не приведет к существенным негативным эффектам, и 17 сентября правительство после консультаций с Банком Англии согласилось гарантировать возврат всех имеющихся вкладов в Northern Rock.

М. Кинг был озабочен проблемой морального риска. Банк Англии выполняет функцию кредитора последней инстанции, но М. Кинг хотел, чтобы было точно определено, что же реально означает в данном случае «последняя инстанция». Когда в последующие месяцы стали «спотыкаться» банки по всему миру, перед руководителями центральных банков встал вопрос о том, какие банки спасать, а какие – нет. Банк Англии обращал внимание на то, что не все заинтересованные инвесторы правильно оценивали риск. В США Бен Бернанке сделал несколько заявлений, пытаясь оценить влияние неустойчивости банков, связанной с их вовлеченностью в работу на рынке низкокачественных кредитов, на реальную экономику. В мае 2007 года он выступал на конференции в Чикаго и заявил следующее:

Мы полагаем, что влияние затруднений в секторе низкокачественных кредитов на рынок жилья в целом будет, скорее всего, ограниченным, и мы не ожидаем существенных внешних эффектов от изменений на рынке низкокачественных кредитов на остальную часть экономики или на финансовую систему.[[4]](#footnote-4)

Он повторил примерно то же месяц спустя:

В настоящее время мы не ожидаем распространения проблем в секторе низкокачественных кредитов на всю экономику или на финансовую систему.[[5]](#footnote-5)

Было ли это попыткой оказать психологическое воздействие на тех, кто принимает решения, или вызвано недостатком информации либо непониманием ситуации, остается темой для обсуждений. Оглядываясь в прошлое, легко можно найти вырванные из контекста цитаты и предметы озабоченности центральных банков. Отказ Банка Англии от осуществления инъекций в рынки частично был вызван озабоченностью относительно проблем морального риска, но также и меньшим вниманием по отношению к обеспечению финансовой стабильности. Сообщалось, что финансовая стабильность была одной из последних целей в списке приоритетов управляющего Банком Англии М. Кинга, который сосредоточивал основное внимание на инфляции.[[6]](#footnote-6) Однако Банк Англии в тот период имел ограниченные инструменты, с помощью которых он мог бы влиять на ситуацию, в сравнении с другими центральными банками. Еще не был принят Закон о банковской деятельности 2009 года, в соответствии с которым Банк Англии получил дополнительную власть и ответственность, позволяющие ему улучшить контроль над финансовой стабильностью.

Новый Закон о банковской деятельности предоставил банку постоянный набор инструментов, которые позволяли трем органам власти решить проблемы оказавшегося в сложном положении банка или жилищно-строительного кооператива. Эти полномочия должны помочь снизить влияние банкротства банка на финансовую стабильность и клиентов банка. Закон позволил:

* создать новый Режим специального разрешения (Special Resolution Regime, SRR) для работы с несостоятельными банками;
* поставить перед Банком Англии цель достижения финансовой стабильности и создать Комитет по финансовой стабильности для выработки рекомендаций относительно ситуации в финансовой системе;
* формализовать роль Банка Англии в области надзора за работой платежной системы;
* создать новые условия для выпуска банкнот Шотландией и Северной Ирландией под надзором Банка Англии.

 В конечном итоге Банк Англии объявил о том, что будет предоставлять финансовую поддержку финансовым институтам, нуждающимся в срочной ликвидности, но любой такой заем будет сопровождаться штрафом. В апреле 2008 года Банк Англии получил право кредитовать банки под имеющиеся у них закладные по ипотечным кредитам, что мог раньше делать только ЕЦБ. Банк Англии получил право выпускать краткосрочные облигации правительства Великобритании в обмен на ценные бумаги на основе закладных. Однако в конце августа 2007 года стало известно, что Barclays запросил у Банка Англии заем в £1,6 млрд, и эта новость, которая не относится к разряду попадающих на первые полосы газет в обычное время, была интерпретирована как сигнал о том, что один из крупнейших банков испытывает серьезные проблемы. Barclays нуждался в средствах из-за неисправности в компьютерных системах, обеспечивающих клиринг[[7]](#footnote-7), и поэтому пытался получить займы на межбанковских рынках. Банк Англии впоследствии отказался от взыскания штрафа, чтобы успокоить нервы публике и не допустить паники на рынке.

Шли месяцы, а затруднения на кредитном рынке продолжались, и центральные банки начали смягчать денежно-кредитную политику. Однако, проявляя озабоченность относительно перспектив инфляции в Европе и США, они не предпринимали значительных усилий в плане снижения процентных ставок до 2008 года. М. Кинг был обеспокоен инфляционным давлением на британскую экономику. Ожидания были такими, что процентные ставки могут превысить уровень 5,5 %, существовавший в январе 2008 года. В мае 2008 года в *Qarterly Inflation Report* Банк Англии признал, что Комитет по денежно-кредитной политике, вероятно, должен будет дать «ряд объяснений министерству финансов», объясняющих, почему Банк ожидает роста инфляции свыше 3 %. Он также заявил, что не ожидает снижения инфляции до целевого уровня в оставшийся период 2009 и начале 2010 года. Отчет прояснил, что Банк Англии ожидает проведения «более мягкой политики, чем в период февральского отчета».[[8]](#footnote-8) Вскоре Комитет по денежно-кредитной политике снизил процентную ставку до 5 %.

Первой снизила процентную ставку на 0,75 процентных пункта ФРС, это произошло в январе 2008 года; ЕЦБ удерживал процентную ставку на уровне 4 %. Банк Англии снизил процентную ставку на четверть пункта в феврале и апреле, но в мае ФРС снизила ставки седьмой раз за восемь месяцев, и ставка по федеральным фондам установилась на уровне 2 %. Развитие ситуации на финансовом рынке в 2008 году ясно показало, что эффекты от этого распространяются на всю экономику, и объемы производства стали сокращаться по всему миру. Проблемы приобрели такой масштаб, что в октябре семь крупнейших экономик (США, Великобритания, Китай, ЕС, Канада, Объединенные Арабские Эмираты и Швеция) объявили о скоординированном снижении процентных ставок на 0,5 процентных пункта. В конце октября ФРС снова снизила процентную ставку, до 1 %.

В США дискуссии привели к принятию Плана помощи банкам с проблемными активами (Troubled Asset Relief Plan, TARP) – плана поддержки банковской системы общим объемом $700 млрд. В ноябре ФРС объявила о выделении на поддержку еще $800 млрд. В том же месяце Банк Англии снизил ставки на 1,5 процентных пункта, что стало крупнейшим единовременным снижением за весь период после получения им самостоятельности в 1997 году. В марте 2009 года Комитет по денежно-кредитной политике снизил процентные ставки в Великобритании до 0,5 % - самого низкого уровня со времени основания Банка Англии в 1694 году. ФРС снизила ставки до целевого уровня в диапазоне от 0 до 0,25 %, а ЕЦБ – до 1 %.

Кроме такого смягчения денежно-кредитной политики по всему миру правительства, консультируясь с центральными банками, предприняли шаги по предоставлению финансовой поддержки широкому кругу бизнесов и финансовых институтов в дополнение к бюджетно-налоговым стимулам. В большинстве крупнейших экономик были предоставлены гарантии защиты банковских вкладов для «обычных» сберегателей. В Великобритании минимальная величина гарантии повысилась с £20 000 до £50 000 всего за год; Испания увеличила гарантированную сумму возврата средств по вкладам в пять раз, Объединенные Арабские Эмираты и Германия гарантировали возврат вкладов во всех частных банках. Италия «закачала» на рынки государственные облигации общей стоимостью €40 млрд, Франция «впрыснула» €10,5 млрд в шесть своих крупнейших банков, Исландия была вынуждена национализировать три крупнейших банка и запросила $4 млрд у России, которая сама «впрыснула» $100 млрд дополнительной ликвидности и предоставила еще $37 млрд долгосрочных кредитов некоторым из своих крупнейших банков.

Масштаб вмешательства правительств и центральных банков показал, что кризис очень серьезен. Взаимные обвинения, банкротства банков и степень поддержки правительств стали ведущими темами новостей. Жадность, некомпетентность, недостаточное понимание финансовой системы и раздражение от того, что те, кто «создал» кризис (банкиры) удостоились поддержки, в то время как потеря обычными людьми своего благосостояния стала распространенным и, как кажется, не волнующим власти явлением. В частности, объектом критики стали короткие продажи[[9]](#footnote-9), и ряд стран, включая Великобританию, Германию, Италию, Грецию, Испанию, Австрию, Нидерланды, Португалию и Швейцарию ввели временный запрет на короткие продажи или другие дополнительные ограничения этой практики.

###### Из практики

###### короткие продажи

Утром 19 сентября 2008 года газеты Великобритании вышли с иными, чем обычно заголовками на полосах, посвященных насилию, убийствам и подростковому хулиганству. В это время гнев репортеров оказался направлен на наиболее образованных и опытных людей, которые ходили на свою обычную работу и делали то, что они умели делать лучше всего. Под огонь критики попали трейдеры на финансовых рынках. «Жулики», «негодяи», «мошенники», «изворотливые дельцы» - такими эпитетами сопровождалось £12-миллиардное поглощение HBOS банком Lloyds TSB.

Согласно сообщениям прессы, проблема состояла в том, что трейдеры на финансовых рынках поставили HBOS «на колени» посредством операций коротких продаж на рынках ценных бумаг. Без такой «плохой практики» банк остался бы на плаву, и были бы сохранены тысячи рабочих мест по всей стране. Под вопросом оказались все операции коротких продаж, и казалось, что сделан вывод об их аморальности.

Понятие коротких продаж в основном относится к практике продажи ценных бумаг или других активов (при физическом отсутствии их у продавца) в надежде на снижение цен, покупку в последующем по более низкой цене и поставки покупателю в определенный контрактом срок. Рассмотрим эту ситуацию на примере. Предположим, что инвестор ожидает снижения цены акций некой компании (скажем, HBOS), которые в настоящий момент продаются и покупаются по 250 пенсов за штуку. Он связывается с брокером и договаривается о «заимствовании» 3 млн акций. Инвестор продает эти акции по 250 пенсов за штуку и получает за них средства в сумме £7 500 000, имея при этом такую же по величине кредиторскую задолженность перед брокером. В некоторый момент в будущем инвестор должен будет закрыть сделку с брокером, купив 3 млн акций и вернув их брокеру. Если их цена в тот момент будет составлять, скажем, 200 пенсов за акцию, тогда инвестор получит прибыль в сумме £1 500 000. Многие трейдеры, занимавшиеся коротких продажами, рассматривали их как средство хеджирования по длинным позициям[[10]](#footnote-10) - разновидности страхования от убытков, которые они могли бы понести.

Однако если цена не снижается настолько, насколько хотел инвестор, прибыль окажется меньше, а если цена вырастет вместо снижения, инвестор понесет убытки. Брокер же заинтересован в росте стоимости «одолженных» акций, и если в период до исполнения сделки произойдут какие-то изменения (к примеру, компания выплатит дивиденды) или компания объявит об эмиссии новых акций подобно бонусному выпуску (обычно две новых акции за одну старую), инвестор должен будет вернуть необходимое количество акций – это может быть 6 млн акций за половину первоначальной стоимости.

В то время преобладало мнение, что короткие продажи были причиной резкого падения цены акций HBOS, что вызвало разговоры о поглощении. Была также озабоченность относительно того, что короткие продажи вызвали снижение цен на акции других компаний банковского сектора, и дальнейшая активность такого рода приведет к увеличению нестабильности на финансовых рынках. В результате Управление по финансовым услугам (FSA) объявило о запрете на короткие продажи до 16 января 2009 года. Этот беспрецедентный шаг приветствовался многими аналитиками и инсайдерами делового Лондона. Некоторые полагали, что это решение несколько запоздало, другие считали, что оно вызовет «коленный рефлекс» и не принимает в расчет распространившийся среди инвесторов (и не только среди хеджевых фондов) недостаток доверия.

Источник: http://www.bized.co.uk./cgi-bin/chron/chron.pl?id=3181.

Ряд центральных банков подвергся критике за то, что они удерживали процентные ставки на слишком низком уровне слишком долго и уделяли большее внимание ценовой, а не финансовой стабильности. К примеру, Банк Англии регулярно рассматривает ситуацию на рынке жилья в Великобритании, но индекс потребительских цен, который предпочитает использовать правительство для измерения инфляции, не принимает в расчет стоимость жилья. Как утверждают критики, при осуществлении денежно-кредитной политики существует тенденция игнорировать цены на активы, но когда возникают негативные последствия краха на рынке активов, от центральных банков ожидают действий, способствующих решению этой проблемы. Ожидания относительно того, что денежно-кредитная политика будет использоваться для оказания помощи инвесторам, создает стимулы для более рискованного их поведения.

Однако также отмечается, что хотя номинальные процентные ставки оставались низкими в период 2002-2005 годов, они скорее были отражением низких реальных процентных ставок, чем мягкой денежно-кредитной политики центральных банков. В 2004-2005 годах центральные банки начали увеличивать процентные ставки, реагируя на возрастающее инфляционное давление, вызванное частично ростом цен на энергоресурсы, но реальные ставки оставались стабильными преимущественно благодаря высоким уровням глобального сбережения, особенно в развивающихся странах, таких как Индия и Китай. Пузыри цен на активы надувались преимущественно в результате, как утверждают критики, различий в темах роста развивающихся и развитых экономик. Глобальный дефицит активов означает, что общее предложение ликвидности, безопасных финансовых инструментов меньше, чем спрос, и в результате образуются притоки капитала в те страны (такие как США), где находятся такие активы. Это еще больше обострило глобальный дисбаланс активов, а растущий спрос вызывал стремление цен вверх, надувая финансовые пузыри.

Имеются и те, кто считает, что в сложившихся обстоятельствах центральные банки координировали свои действия по трем ключевым аспектам денежно-кредитной политики, перечисленным в параграфе «Реагирование на кризис». Скорость, с которой центральные банки осуществляли интервенции и степень их вмешательства, включая программы покупки активов или количественного смягчения оказались неодинаковыми преимущественно из-за технических и идеологических различий, но многие рассматривают их роль как решающую в исключительных обстоятельствах. Когда инфляционное давление снижалось, центральные банки проводили гибкую денежно-кредитную политику и действовали скоординировано, как в октябре 2008 года, когда они одновременно снизили процентные ставки. Центральные банки должны быть гибкими и инновационными, имея дело с новыми и необычными проблемами. Как и Банк Англии, центральные банки получают новые полномочия и ответственность, внедряют новые инструменты. Одним из таких примеров является рост двусторонних своповых соглашений между центральными банками различных стран, когда местные валюты могут быть обменены друг на друга через доллар США для финансирования торговых операций и обеспечения необходимой ликвидности.

#### Ценовая или финансовая стабильность?

Одной из важнейших проблем является необходимость сбалансированности между обеспечением ценовой и финансовой стабильности. Утверждается, что центральные банки должны быть заинтересованы в стабильности по закону, исходя из того, что хорошая работа финансовых рынков является критически важной для эффективной передачи усилий в области политики процентной ставки на реальную экономику. Центральные банки имеют привилегированное положение, пользуясь которым, они могут отслеживать ситуацию на финансовых рынках и экономические циклы, и в результате получать ценную информацию. Их независимость позволяет им самостоятельно оценивать риск, а тесная связь с финансовой системой дает им детальные знания о ее работе, что предоставляет центральным банкам возможность соответствующим образом контролировать и управлять этой системой.

Реакция центральных банков и их озабоченность моральным риском остается темой для обсуждений. Перспектива защиты банкиров от последствий их действий в полном объеме также остается дискуссионным вопросом. Управляющий Банка Англии Мервин Кинг открыто критикует планы реформирования банковской системы, утверждая, что они приведут к созданию системы, в которой банки будут «слишком велики, чтобы стать банкротами» и в результате у них не будет достаточно стимулов для такого поведения, которое может способствовать финансовым кризисам в будущем. М. Кинг предлагает раздробить банки на специализированные по выполняемым ими функциям, для того чтобы изолировать риски и снизить моральный риск.

###### из Практики

###### правило волкера

Дебаты относительно будущего банковской системы, вызванные финансовым кризисом, продолжаются, при этом выдвигаются часто противоположные требования о том, как должна регулироваться банковская деятельность. Многие банки повзрослели и способны расширить способы получения прибыли. Это и использование секьюритизации, и инвестирование в хеджевые фонды, и фонды частных акций, и использование собственных (а не клиентских) средств для инвестирования; в некоторых случаях эти средства могут быть заемными, что увеличивает потенциальный риск дефолта и финансовых проблем. Такая деятельность банков напрямую не связана с их взаимоотношениями с клиентами, являющимися их вкладчиками или пользующимися расчетными услугами.

Дискуссия о причинах финансового кризиса сфокусирована на некоторых из этих функций банков. По обе стороны Атлантики высказываются предложения о разделении банковской деятельности, для того чтобы защитить потребителей и снизить системный риск для экономики, связанный с банковской деятельностью. Регулирование банков в этом направлении предполагает, что не существует банков, которые «слишком велики, чтобы стать банкротами» и поэтому позволит устранить проблему морального риска. В феврале 2010 года президент США Барак Обама анонсировал план реформы в банковском секторе. Президент также привлек к разработке этой проблемы восьмидесятилетнего бывшего главу ФРС Пола Волкера. Глава Совета экономических консультантов сказал: «Я выступаю за отделение коммерческой банковской деятельности, которая необходима для работы нашей финансовой системы, от более спекулятивной торговой деятельности на рынках капитала, которая не необходима для финансового рынка». Б. Обама назвал это «правилом Волкера». Банки и другие финансовые институты должны подумать о применении этого правила. Многие озабочены деталями любого такого нового регулирования и тем, что существует множество моментов, когда разделение банковской деятельности на эти два элемента очень нечетко. Данная идея интуитивно понятна, но ее воплощение требует согласия и сотрудничества в глобальном масштабе, которые еще не достигнуты.

В конце 2009 года ситуация с банкротствами банков несколько успокоилась. К примеру, к концу октября 2009 года в США обанкротились около 100 банков, большинство из которых были относительно небольшими. В мае 2009 года власти США отчитались о том, что в результате так называемых стресс-тестов ведущих банков страны они определили, достаточен ли их капитал в сложившейся экономической ситуации. 10 из 19 крупнейших банков, обладающих совместно около 2/3 всех активов банковской системы США, провалили тесты и нуждаются в дополнительных средствах для их поддержки. Общая сумма необходимой поддержки определена в размере $74,6 млрд. Посткризисный банковский ландшафт оказался очень неоднородным: консолидация банков выросла, но осталось существовать и некоторое количество меньших банков. Те, кто выжил, занимают потенциально гораздо более прочные позиции для работы на рынке и также очень велики, так что выражение «слишком велики, чтобы стать банкротами» стало намного более точным. На саммите большой двадцатки в Питтсбурге в сентябре 2009 года некоторое время было отведено на дискуссию о бонусах и вознаграждениях в банках, а также о глобальном регулировании финансовых рынков. Во время написания книги переговоры о регулировании банковской деятельности, а также о том, в какой мере оно должно быть глобальным, а в какой – национальным, продолжались.

#### Извлечены ли уроки? Роль регуляторов

Было ли ослабление регулирования причиной финансового кризиса и может ли более строгое регулирование предотвратить финансовые кризисы такого масштаба в будущем? Регулирование относится к правилам и ограничениям для финансовых институтов, а также к способности изучать и контролировать их действия и поведение в целях обеспечения эффективности и справедливости на финансовых рынках.

Общепризнано наличие ряда ключевых проблем, которые необходимо решить при любом реформировании системы регулирования. Организация экономического сотрудничества и развития, ОЭСР (Ogranization for Economic Co-operation and Development, OECD) выделила четыре основных элемента, способствовавших развитию финансового кризиса:

1. Склонение части политиков к мнению о том, что бедные должны иметь в жилье в собственности. Изменения в регулировании для обеспечения реализации этой возможности привели к росту кредитования, которое уже не подходило под определение благоразумной и осмотрительной практики. Эти политические побуждения успешно продвигались через американских президентов, начиная с Б. Клинтона, и новых лейбористов в Великобритании. В результате расширения деятельности на рынке низкокачественных кредитов в США и в Великобритании сумма выданных кредитов составила 125 % от стоимости купленного на них жилья, расширилась доступность кредитных карточек, выдаваемых на финансирование строительства жилья, было упрощено и уменьшено наведение справок о кредитополучателях, чему регуляторы не оказывали достаточного противодействия.
2. Изменения в регулирующих структурах, особенно в США, что позволило войти на рынок ипотечного кредитования новым бизнесам.
3. Базельские соглашения о регулировании банковской деятельности Basel II создали стимулы и условия для создания и развития банками подразделений с выведенными за баланс самого банка активами и обязательствами.
4. Изменения политики национальных регулирующих органов, таких как Комиссия по ценным бумагам и биржам в США и Управление по финансовым услугам в Великобритании, которые позволили банкам изменить коэффициенты ливериджа (такие как соотношение обязательств и активов) с 15:1 до 40:1.

ОЭСР подвергла критике национальные регулирующие органы за их ослабление регулирования банковской деятельности и за то, что они что не только оказались не способны предотвратить финансовый кризис, но и внесли свой вклад в него. Среди основных проблем выделены:

* культура бонусов;
* деятельность рейтинговых агентств по определению кредитных рейтингов;
* провалы в корпоративном управлении;
* слабое понимание и некачественные стратегии управления рисками.

Общепризнано, что это важнейшие проблемы, которые должны быть решены в рамках совершенствования посткризисного регулирования. Международный валютный фонд, МВФ (International Monetary Fund, IMF) соглашается с ОЭСР в своем анализе ключевых проблем. Он говорит о том, что финансовые институты и инвесторы слишком надеялись на повышение цен на активы и действовали чрезмерно рискованно. Низкие процентные ставки и увеличение инноваций в финансовой сфере (поощряемое изменениями в регулировании) позволили значительно повысить уровень ливериджа посредством создания и развития набора взаимосвязанных финансовых продуктов, но в то же время сделало их еще более непрозрачными с точки зрения содержащегося в них риска. МВФ указывает на недостаточную координацию между регулирующими органами и правовые ограничения, препятствующие раскрытию информации для получения лучшего представления о ситуации, которая могла бы позволить властям понять, что происходит.

Это значит, что имелись различия в способах, которыми национальные регулирующие органы могли бороться с банкротствами банков, так как во многих случаях глобальному характеру банковских операций не сопровождался глобальной координацией принимаемых регуляторами мер реагирования. Действия, которые могут быть описаны как «разрозненные» или «не скоординированные», не только ослабляли воздействие мер реагирования, но и вносили искажения в работу рынка. МВФ также отмечает недостаток соответствующих инструментов, доступных некоторым центральным банкам для предоставления необходимой ликвидности в период кризиса, что уже отмечалось ранее.

Еще одно критическое замечание в адрес режимов регулирования во всем мире основано на том, что применяемые правила могли не соответствовать реальному состоянию финансовых рынков, а регуляторы потратили слишком много времени на формальные процедуры, вместо того чтобы выявлять неправильную практику и вмешиваться с целью ее исправления. Их упрекают в том, что часто регуляторы пытаются спрятаться за существующие правила и уйти таким образом от ответственности. К примеру, у трех исландских банков было много дочерних компаний, действующих в Великобритании, но Управление по финансовым услугам утверждало, что технически они находятся вне ее юрисдикции. В США, по оценкам, общая стоимость активов субъектов хозяйствования, работавших вне банковской системы и не подпадавшим под соответствующие нормы ее регулирования, но ведущих аналогичную банковской деятельность, была примерно такой же, как и величина активов собственно банков – около $10 трлн на конец 2007 года.

Сложная природа взаимодействия между регулируемыми и нерегулируемыми субъектами хозяйствования, такими как SPV, некоторые виды страховых компаний и инициаторы займов, означает, что регулирование в действительности было более ограниченным и вносило определенный вклад в непрозрачность финансовой системы. Это четко проявилось через величину тех негативных эффектов, которые оказал крах Lehman Brothers и двух хеджевых фондов, управляемых Bear Stearns, на мировую финансовую систему. Аналогично менеджеры банков могут сказать, что на них не лежит ответственность за неблагоразумную деятельность, потому что если бы они действовали неправильно, вмешался бы регулятор, а раз этого не было, значит и претензий к ним быть не должно. Слишком большое фокусирование внимания регуляторов на процессах и формальностях, а не на принципах и результатах снижало эффективность регулирования.

В некоторой степени причиной этих проблем является внутренние недостатки деятельности регуляторов. Для того чтобы иметь высокий уровень понимания финансовой системы и быть способными эффективно регулировать ее, сотрудники регуляторов должны иметь соответствующий опыт и знания о системе. Как утверждается, избыточное регулирование в некоторой степени ответственно за создание стимулов для финансовых инноваций, генерирующих более высокую доходность. Регуляторы и министерства финансов не вполне понимали сложность новых продуктов; утверждается, что и ряд старших управляющих банков не полностью понимали, насколько сложны секьюритизационные модели, а недостаток знаний и навыков методик оценки активов и моделей управления рисками приводили к неверной оценке «пределов убытков» (экстремумов нормального распределения) при проведении банковских операций. Но если даже те, кто руководил такими операциями, не полностью понимали, к каким последствиям они могут привести, то чего можно ожидать от сотрудников, к примеру, Управления по финансовым услугам? Наем опытных и знающих сотрудников регулирующих органов – еще одна проблема. Зачем работать, к примеру, в Управлении по финансовым услугам за жалованье в £116 000 в год, если знания и навыки, необходимые для работы в этом органе, могут быть проданы человеком в другом секторе экономики за миллионы фунтов? Поэтому без наличия ресурсов, позволяющих правильно выполнять работу (в первую очередь, человеческого капитала), деятельность регуляторов всегда будет затруднена.

Форум финансовой стабильности (Financial Stability Forum, FSF), образованный в 1999 году поддерживает связь с рабочими группами, образованными «Большой двадцаткой» для разработки модели глобального регулирования. Он опубликовал документ в апреле 2008 года, в котором представлена концепция реформы регулирующей системы. Многие из ее положений связаны с проблемами регулирования, рассмотренными выше. Во время написания книги ряд этих проблем стали предметом продолжающейся дискуссии, но имеется и несколько других важных сфер, по которым должны быть выработаны решения:

* Более четкое распределение функций между различными регулирующими органами. К примеру, в Великобритании предлагается, чтобы Банк Англии экономическая несостоятельность ответственность за мониторинг системного риска (который оказывает воздействие на систему в целом), а Управление по финансовым услугам (если оно останется) – за риски, связанные с деятельностью отдельных финансовых институтов. Ведь до сих пор неясно, кто несет ответственность за финансовую стабильность в Northern Rock, когда этот банк впервые сообщил о трудностях.
* Должна быть тщательно изучена деятельность рейтинговых агентств. Имеется потенциал для конфликта интересов, потому что именно банки платят агентствам, а не инвесторы. Агентства имеют закономерный интерес в поддержании благополучия своих клиентов (банков), потому что хотят продолжать свой бизнес. Также утверждается, что используемая агентствами методология для оценки рейтингов должна быть общедоступной, и что некоторых существенных проблем удалось бы избежать, если бы рейтинги некоторых продуктов были пересмотрены своевременно, а не тогда, когда паника уже широко распространилась.
* Для того чтобы улучшить рыночную дисциплину и предотвратить существенный риск необходимо увеличение прозрачности операций наряду с поддержанием коммерческой чувствительности.
* Консолидация в отрасли, которая проводит к возникновению огромных многонациональных корпораций, может увеличить степень влияния на глобальную систему краха одного из таких финансовых институтов. Эти институты становятся «слишком велики, чтобы стать банкротами» и поэтому проблема морального риска возрастает. Предлагается, чтобы рост таких институтов был ограничен посредством установления более высоких требований к их капиталу, соответственно системному риску, который связан с ними.
* Регуляторы должны получать больше информации обо всех финансовых институтах, включая забалансовые подразделения и их взаимосвязи с головной компанией.
* Правовые, политические и институциональные барьеры для более тесного сотрудничества регуляторов должны быть снижены, чтобы они могли предпринимать соответствующие совместные действия в отношении глобальных финансовых институтов – глобальные компании требуют глобального регулирования. Это может быть разработка гармонизированных стратегий работы с банками и другими финансовыми институтами, которые приближаются к несостоятельности. Более тесное сотрудничество может позволить регуляторам решить проблемы, прежде чем они станут слишком большими, а не ждать, пока произойдет банкротство и уж затем принимать меры.
* Необходимо установить требование к банкам откладывать капитал в «хорошие времена» в резервы, которые можно будет использовать, когда экономика будет страдать от спада и сжатия рынка кредитов.

Действия властей могут изменять стимулы и, следовательно, поведение людей. Некоторые считают, что хотя правила необходимы, они нуждаются в постоянном уточнении и внимательном пересмотре, чтобы не искажать стимулы и не приводить к нежелательным результатам. Научный центр, занимающийся исследованием свободного рынка – Институт Адама Смита – к примеру, утверждает: «Это жестокие новости, что законодательство может иногда приводить к получению не желаемых последствий, давая противоположный желаемым целям эффект».

Может быть, существующие режимы регулирования удовлетворительны, и во введении новых правил нет необходимости. МВФ задался вопросом о том, «является ли существующая модель регулирования фатально ошибочной или она просто плохо работает?» Может существовать необходимость в уточнении сфер ответственности и полномочий регуляторов, чтобы они знали, что им необходимо делать и за что они отвечают. Это важно, потому что установление посткризисного режима должно быть связано с рассмотрением соответствия и экономической эффективности издержек любых новых мер регулирования, а также последствий, которые может повлечь за собой их введение. К примеру, если новый режим регулирования откроет новые непредвиденные возможности совершения арбитражных операций, такой результат может быть нежелательным. Любой новый режим регулирования должен также принимать в расчет возможное увеличение морального риска. Поэтому при проведении любых реформ необходимо рассматривать существующий выбор между выгодами, которые они могут обеспечить, и издержками, которые повлечет за собой неэффективное регулирование, чтобы не упустить возможности контроля над финансовыми инновациями и деятельностью важнейших финансовых центров, если реформы не будут глобальными.

### Заключение

Допущение об эффективности рынков было фундаментальной основой для политиков и регуляторов в течение многих лет. Оглядываясь назад, достаточно легко назвать ряд проблем, приведших к финансовому кризису и последующей глубокой глобальной рецессии. Экономисты могут заимствовать ряд методов из точных наук, но в экономической теории, которая является наукой о человеческом поведении, некоторые из этих методов приведут к построению «замков на песке». Изобретательность человека, вызывающая изменения в технологии и влияние стимулов означают, что может возникнуть необходимость изменить любое допущение, для того чтобы приспособиться к новой ситуации.

В результате серьезной и глубокой рецессии пострадали миллионы людей во всем мире, потерявшие свои сбережения, работу и жилье. Понимание причин финансового кризиса и его воздействия на экономическую активность стало вызовом для экономистов. Они должны разработать новые теории и лучше понять, как работают рынки, как центральные банки и правительства могут лучше управлять событиями и выходом из кризиса, роль регулирования и важность информации и знаний в процессе принятия решений, как использовать сложившуюся ситуацию для обеспечения процветания будущих поколений, которые могут получить выгоды от усвоения опыта, полученного теми, кто пострадал от кризиса.

(Mankiw, N.G. [Principles of Economics, 5th edition](http://scholar.harvard.edu/mankiw/publications/principles-economics-5th-edition). South-western Cengage Learning; 2011.)

1. Товар, продаваемый по цене ниже себестоимости предлагаемый (в убыток) в расчете на привлечение большого числа покупателей, которые, как предполагается, попав в магазин, будут покупать и другие, более дорогие товары. [↑](#footnote-ref-1)
2. Долговой инструмент, процентная ставка по которому уменьшается при росте ставки-индикатора, к примеру, ставки LIBOR (London interbank offered rate ) – лондонской межбанковской ставки предложения. [↑](#footnote-ref-2)
3. Схема пенсионного обеспечения, при которой величина пенсии определяется как определенный процент от последней заработной платы работника, полученной перед выходом на пенсию. [↑](#footnote-ref-3)
4. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/bernanke20070517a.htm>. Дата доступа 27.10.2009. [↑](#footnote-ref-4)
5. [http://www.federalreserve.gov/newsevents/bernanke20070605a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/bernanke20070517a.htm). Дата доступа 27.10.2009. [↑](#footnote-ref-5)
6. См. Brummer, A. (2008) *The Crunch: How Greed and Incompetence Sparked the Credit Crisis*. London: Random House Business Books, pp 120-122. [↑](#footnote-ref-6)
7. Система взаимных расчетов между банками. [↑](#footnote-ref-7)
8. *Bank of England Quarterly Inflation Report*, май 2008 г. [↑](#footnote-ref-8)
9. Продажа ценных бумаг или других активов при отсутствии их у продавца в момент продажи в надежде на снижение цен, покупку по более низкой цене в последующем и поставку покупателю. [↑](#footnote-ref-9)
10. Срочная торговая позиция, когда количество купленных активов превышает количество проданных, поскольку трейдер надеется на повышение цен и ожидает получить больший доход от их продажи в будущем (прим. пер.). [↑](#footnote-ref-10)