

Незабываемый кризис

Доводы в пользу модернизации многосторонней системы



Таунхаусы с заколоченными окнами, Нью-Йорк.

Мохамед Эль-Эриан

НАСТУПИЛ решающий момент для глобальной финансовой системы и, следовательно, для отношений между странами. Институциональные и директивные структуры меняются быстрым и непредсказуемым образом. Изменения вызваны не генеральным планом, а рядом отдельных мер, принимаемых в ответ на кризис. В результате несчастные случаи на рынке и политические ошибки становятся в целом неизбежными. В этой ситуации недостаточность сегодняшней многосторонней координации стала очевидной для всех.

С учетом перспективы на будущее в странах, больше всего пострадавших от кризиса, есть необходимость в изучении внутренних причин и выработке стратегии движения вперед. Финансовая система не вернется к прежнему состоянию, которое наблюдалось всего год назад, и более долгосрочное воздействие кризиса на реальную экономику, в том числе на тенденции производительности и занятости, изменят детерминанты мировой экономики. Все это подчеркивает необходимость срочной и решительной модернизации многосторонней системы.

Возникновение кризиса

Как мы оказались в этой ситуации и кто виноват? Если не бояться излишнего упрощения, то кризис был вызван двумя факторами в условиях застарелых структурных недостатков: во-первых, одновременным масштабным сокращением доли заемных средств в трех важных сегментах мировой экономики — жилищной сфере, финансовом секторе и потребительском спросе в США; и, во-вторых, неспособностью рынков и экономической политики быстро адаптироваться к такому интенсивному сокращению доли заемных средств как на национальном, так и на международном уровне.

Жилищная сфера. Первым важным сегментом, испытавшим спад, была жилищная сфера, где он начался в 2006 году (см. рис. 1). Непосредственный ущерб проявился в секторе экономики с наиболее высоким левериджем, имевшим на-

именшую поддержку капитала, наименьшую степень прозрачности и самые низкие требования по надлежащей проверке: на рынке непервоклассных ипотек в США.

Вначале большинство представителей директивных органов и участников рынка считало, что ущерб может быть изолирован и ограничен. Это отчасти отражало необоснованную уверенность в ряде современных методов управления рисками, которые стали возможными благодаря распространению производных инструментов и структурированных продуктов. Отчасти это объяснялось недостаточной информацией о масштабах воздействия позиций на рынке непервоклассных ипотек на ряд балансов.

Финансовый сектор. Финансовый сектор был вторым важным сегментом, который испытал спад (с 2007 года, см. рис. 2). Вначале процесс был упорядоченным. Организации старались мобилизовать новый капитал для поддержки своих перегруженных балансов и в основном добивались успеха. По мере мобилизации капитала они признавали свои убытки и стремились двигаться вперед.

Однако с ускорением спада на рынке жилья и распространением его воздействия банкам приходилось бежать быстрее для того, чтобы просто оставаться на месте. Последовавшее за этим неоднократное разводнение акционерного капитала стало очевидным для всех и было сопряжено со значительными издержками. В результате большинство инвесторов, представляющих капитал, в конце концов сказали «хватит» и вышли из игры.

В таких обстоятельствах, несмотря на попытки ограничить кредит в других областях, у банка осталось два стратегических варианта: продать активы и/или свернуть деловые операции. Но меры, имевшие смысл для одной организации, привели к чрезмерной нагрузке для системы. В рамках классического примера пагубной ошибки перенесения свойств частного на целую систему не могла даже приблизиться к уровню, при котором она удовлетворила бы стремление всех организаций продать активы без усиления дальнейшего падения

цен на активы. Это, в свою очередь, усугубило первоначальные проблемы.

Потребительский спрос в США. Эти негативные явления были усилены третьим сегментом, который стал слабеть в 2008 году: потребителями в США. После продолжительного периода, в течение которого потребители тратили намного больше своего дохода, они стали уступать одновременному давлению более высоких цен, снижения занятости и меньшей доступности кредита. В условиях снижения стоимости жилья рефинансирование ипотек перестало служить легким способом монетизации остаточных чистых активов в форме жилья. В результате потребители больше не могли использовать свои дома в качестве банкоматов.

Слабеющий потребительский спрос также послужил важным напоминанием о не менее разрушительной особенности кризиса, оставшейся в основном скрытой: действии циклов отрицательной обратной связи. Слабеющий потребительский спрос дополнительно снижает спрос на жилье. Подрывается также надежность дебиторской задолженности по автомобильным кредитам и кредитным картам, что увеличивает давление на балансы финансовых организаций. Когда банки еще больше сокращают кредитование, давление на потребителей усиливается.

Механизмы защиты

Глобальная система вступила в стадию сокращения доли заемных средств, имея ряд механизмов защиты. Эти механизмы приняли форму относительно чистых балансов, в том числе

значительного капитала, накопленного странами с формирующимся рынком (существенная часть которого находится в давно сформировавшихся и новых суверенных фондах благосостояния, СФБ). Кроме того, в начале кризиса корпоративный сектор был хорошо обеспечен денежными средствами, темпы роста стран с формирующимся рынком были устойчивыми благодаря исторически высоким темпам в системно значимых экономиках, таких как Индия и Китай, которые преодолевали отставание.

Но ускоряющийся и ставший всеобщим процесс сокращения доли заемных средств заглушил эти стабилизирующие силы. СФБ ушли в сторону в ожидании того, что рынки успокоятся, и следуют испытанному временем мудрому изречению относительно беспокойных рынков: «Есть время волноваться о прибыли на капитал и есть время волноваться о сохранности капитала».

Временный уход СФБ сопровождается растущей тенденцией корпоративного сектора США к проеданию денежных резервов. Этот процесс ускорился, когда сократившийся спрос уменьшил прибыль и когда различные сегменты рынков финансирования, такие как рынок коммерческих бумаг, перестали функционировать. Это вынудило фирмы, которые обладали такими возможностями, использовать кредитные линии, ранее открытые по договоренности в банках, что еще больше усугубило проблемы балансов.

Аспекты, связанные с «расстыковкой»

Когда эти различные защитные механизмы ослабли, акцент переместился на способность мировой экономики использовать экономический рост для частичной нейтрализации ущерба, причиненного сокращением доли заемных средств. Естественно, внимание было обращено на страны с формирующимся рынком, которые были самой динамичной движущей силой роста мировой экономики в последние годы (см. рис. 3).

Самые последние данные свидетельствуют о том, что рост в странах с формирующимся рынком стал замедляться, отчасти в ответ на снижение спроса США на их экспорт и отчасти в ответ на ужесточение денежно-кредитной политики во втором квартале 2008 года, призванном нейтрализовать более высокое инфляционное давление. Это замедление помогло выделить то, что до настоящего времени представляло собой чрезмерное упрощение дискуссии о развивающихся отношениях между странами с формирующимся рынком и промышленно развитыми странами. Дискуссия должна формулироваться не с точки зрения «расстыковки» или сцепления, а имеет ли «расстыковка» «сильную» или «слабую» форму.

Гипотеза о «расстыковке» в сильной форме предусматривает ускорение роста в странах с формирующимся рынком во время снижения темпов в промышленно развитых странах. В сегодняшнем взаимосвязанном мире это весьма маловероятно, особенно когда США, крупнейшая экономика мира и эмитент резервной валюты, сталкиваются с мощными негативными тенденциями.

Слабый вариант предусматривает меньшее замедление в странах с формирующимся рынком, чем это случалось традиционно при данных изменениях в промышленно развитых странах. В рамках этого процесса странам с формирующимся рынком должны благоприятствовать такие компенсирующие факторы, как отложенный спрос местных потребителей, высокий уровень внутренних сбережений, крупные международные резервы и значительные возможности для маневра в области антициклической макроэкономической политики.

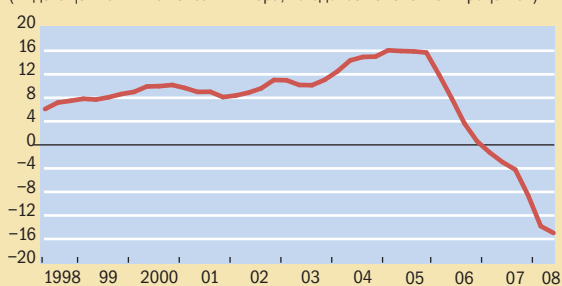
Но даже если слабая форма гипотезы о «расстыковке» окажется правильной, она вряд ли сколь-нибудь значимым образом нейтрализует негативное воздействие сокращения доли заемных средств на рост мировой экономики, сокращение

Рисунок 1

Сильное падение

Цены на жилье в США, темпы роста которых достигали 16 процентов, начали снижаться в 2006 году.

(Индекс цен на жилье Кейса-Шиллера, годовое изменение в процентах)



Источник: Standard & Poor's; Fiserv; MacroMarkets LLC/Haver Analytics.

Рисунок 2

Рынок «медведей»

Акции финансового сектора испытали стремительное падение с июня 2007 года.

(Декабрь 1997 года=100)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 3

Новый локомотив?

Страны с формирующимся рынком стали главной движущей силой роста мировой экономики.

(Вклад в прирост ВВП мировой экономике, в процентах)



Источники: Международный Валютный Фонд и PIMCO.

бедности и благосостояние. Это объясняет принятые недавно во многих странах мира решительные меры политики, направленные на:

- восстановление бесперебойного потока денежных средств и залогового обеспечения, в том числе путем восстановления доверия к платежно-расчетной системе;
- пополнение капитала в банках и других финансовых организациях;
- устранения чрезмерной неопределенности, связанной с непрозрачными и сложными активами;
- изменение воздействия некоторых нормативных положений, с тем чтобы обеспечить большее антициклическое воздействие.

В то время когда вводились эти меры политики, динамика сокращения доли заемных средств радикальным образом изменила финансовую архитектуру США. Только подумайте: в 2008 году различия между коммерческими и инвестиционными банками были устранены; некоторые легендарные инвестиционные банки, такие как Bear Stearns и Lehman Brothers, исчезли; фирма Merrill Lynch теперь является частью Bank of America; два известных банка, Wachovia и Washington Mutual, были поглощены более прочными организациями; крупнейшая в мире страховая компания, AIG, получила экстренное пополнение капитала от Федеральной резервной системы.

Первоначальное неучастие МВФ

Когда в ближайшие месяцы шторм успокоится, усилится спор о том, как система оказалась в такой трясине и почему. Более того, на момент написания мною этой статьи идут разговоры о новой Бреттонвудской конференции. Я подозреваю, что эти дискуссии будут охватывать широкий круг агентов, в том числе банки, инвесторов, органы регулирования, и важнее всего — менеджеров по рискам как в частном, так и государственном секторе. Участники прений также будут рассматривать вопрос о том, имели ли директивные органы надлежащие инструменты политики, когда они признали проблемы, стоящие перед финансовой системой.

Несомненно, будут сделаны многочисленные выводы, некоторые обоснованные, другие — не очень. Я считаю, что наибольший отклик вызовет вывод о том, что глобальные финансовые операции в конечном итоге стали намного опережать способность системы обеспечивать их упорядоченное ведение. Проще говоря, нас подвела инфраструктура системы, как на национальном, так и глобальном уровне.

На глобальном уровне участники дискуссий, несомненно, заострят внимание на отсутствии активного участия МВФ, по крайней мере до настоящего времени, когда он поддерживает уязвимые страны с формирующимся рынком. В конеч-

ном счете, сокращение доли заемных средств представляло собой настоящий системный кризис, который ударил в сердце глобальной финансовой системы. Он затронул «глобальные общественные блага», которые критически необходимы для благополучия большого числа стран (например, статус доллара как резервной валюты, предсказуемость самого ликвидного рынка государственных обязательств и бесперебойное функционирование платежно-расчетной системы, которой пользуется большинство стран).

Парадоксально, но у МВФ не было недостатка анализа. Организация на раннем этапе выявила совместную ответственность стран за исправление растущих глобальных дисбалансов. Более того, наблюдалось общее согласие с мерами политики, предложенными МВФ и другими. Когда МВФ пересматривал и укреплял свой анализ финансового сектора, он выявил некоторые важнейшие проблемы экономической политики.

Но мнения и рекомендации МВФ в основном игнорировались, и он не выполнил роли «знающего и проверенного советчика». В то же время глобальная система достигла точки долговой усталости, после чего начался неупорядоченный процесс сокращения доли заемных средств, который мы сейчас испытываем.

Отказавшись первоначально от превосходного решения (выработки скоординированного многостороннего подхода), глобальная система понесла существенные издержки. К их числу относятся: упущенный рост доходов, финансовая нестабильность и безработица. При этом не следует забывать, что наибольшему риску подвергаются наиболее уязвимые слои нашего общества.

Дилемма заключенных

В конечном итоге упорядоченное глобальное политическое решение провалилось из-за недостатков в экономике отдельных стран и неспособности МВФ и других многосторонних механизмов (таких, как Группа семи) преодолеть проблемы международной координации. Все крупные страны в глобальной системе заинтересованы в успешных результатах. Однако в рамках ситуации, именуемой в литературе по теории игр «дилеммой заключенных», первая страна, принявшая меры экономической политики, рискует ухудшить свое положение, если за ней своевременно не последуют другие.

Не обладая достаточной легитимностью и представительством, многосторонняя система была слишком слабой и не могла обеспечить необходимые гарантии того, что превентивные меры одной страны будут сопровождаться действиями других, направленными на поддержку этих мер. В результате ни одна страна не предприняла решительных и своевременных действий для преодоления дисбалансов.

Этот урок должен быть в самом центре внимания сейчас, когда глобальная система вступает в фазу, которая, вероятно, будет длительным периодом восстановления и реформ. Для достижения высоких темпов роста, сокращения бедности и обеспечения финансовой стабильности во взаимосвязанном мире требуется нечто большее, чем своевременные национальные меры политики. Необходимо, чтобы страны в своей национальной политике уделяли большее внимание различным трансграничным последствиям. Ничего подобного не произойдет без смелой модернизации системы международной координации экономической политики. Если мы не перестроим глобальную финансовую архитектуру сейчас, мы обречены на повторение ошибок прошлого. ■

Мохамед Эль-Эриан является сопредседателем и руководителем инвестиционной деятельности PIMCO, крупнейшего в мире облигационного инвестиционного фонда. Он был сотрудником МВФ с 1983 года по 1997 год.