

*Презентация 1*

**Тема: Глобальный  
финансовый кризис**

# Вопросы

1. Особенности глобального финансового кризиса.
2. Финансовые кризисы: исторический опыт.
3. Специфика современной экономики и финансовый кризис.
4. Глобальный кризис и монетарная политика.
5. Центральные банки как «рыночные регуляторы последней инстанции».
6. Меры центральных банков, реализуемые в кризисных условиях.

# 1. Особенности глобального финансового кризиса

**Глобальный финансовый кризис** – явление, возникающее в мировой финансовой системе, для которого характерны: падение котировок на ведущих мировых биржах, резкое снижение операций на рынках капитала, неустойчивость валютных курсов, падение объемов внешнеторговых операций, увеличение интенсивности трансграничного перемещения спекулятивного капитала.

Пять групп причин, приводящих к кризисным состояниям экономической системы, в том числе к финансовым кризисам:

- глобальные изменения в научно-техническом развитии;
- финансовая асимметрия;
- действие механизма принудительной реализации рисков;
- неадекватная макроэкономическая, в частности, денежно-кредитная и бюджетная политика;
- человеческий фактор.

# Глобальные изменения в научно-техническом развитии

Глобальные изменения в научно-техническом развитии, часто характеризующиеся как циклы, технологические шоки, долгосрочные тенденции, выражаются в появлении новых идей, приводящих к созданию принципиально новых товаров (продуктовых рядов) и, соответственно, к появлению новых национальных и глобальных рынков.

Начало таких долгосрочных тенденций связано с ростом цен на ресурсы и падением спроса на традиционную продукцию ранее возникших компаний. В свою очередь, их финансовые трудности провоцируют проблемы в банковской системе. Это приводит к падению фондового рынка. Происходят банкротства неэффективных бизнес-структур.

# Признаки кризисных явлений

Кризисные явления проявляются в период, когда долгосрочная тенденция научно-технического развития достигает пика. Насыщение платежеспособного спроса приводит к росту товарно-материальных запасов и кассовым разрывам. На перегретом фондовом рынке начинается фиксация прибыли. В условиях неопределенности банки прекращают предоставление кредитов. Останавливается рынок межбанковского кредитования.

Глобальные изменения в научно-техническом развитии точнее определять не как циклы, а как долгосрочные тенденции экономического развития.

Это связано с тем, что они не имеют точных временных параметров, свойственных циклам, а происходят с разной периодичностью, определяемой научными открытиями.

# Финансовая асимметрия

Финансовая асимметрия как причина кризисных явлений состоит в действии в современной экономике (1) механизма денежного предложения и (2) финансового мультипликатора, приводящих к непропорциональному росту (или падению) конкретных секторов хозяйственной системы. Денежный механизм предопределяет изменения в денежном предложении. Действие финансового мультипликатора связано с созданием производных и структурированных финансовых инструментов. Рынки этих инструментов способны быстро расширяться в условиях высокой конъюнктуры. Но обращающиеся на них активы могут резко обесцениваться при кризисных явлениях.

# Механизм принудительной реализации рисков

Механизм принудительной реализации рисков проявляется в действиях спекулянтов, открывающих короткие позиции по акциям конкретных компаний с целью получения прибыли. Успешность таких действий зависит от расширения круга их участников. Значительный объем коротких позиций по акциям компании способен привести к падению ее капитализации, ухудшению условий кредитования, возникновению финансовых проблем. Приведенный пример показывает, что действия рыночных игроков могут приводить к реализации рисков. Поэтому можно утверждать, что рынок ищет риски, но находит кризисы.

# Неадекватная макроэкономическая политика

Неадекватная макроэкономическая политика, в частности, бюджетная, монетарная (денежно-кредитная), долговая, может не являться результатом лишь неверных оценок рыночной конъюнктуры в результате запаздывания информации или догматических подходов к регулированию.

Во-первых, проведение монетарной политики как основного элемента макроэкономической политики связано в условиях современного денежного обращения с риском появления ценных бумаг (денежных суррогатов) с высокой ликвидностью.

Во-вторых, для макроэкономической политики всегда существует риск реакции рынка на меры регулирования.

В-третьих, в конкретных рыночных условиях может реализоваться риск неэффективности общепринятых методов и инструментов макроэкономической политики.

# Финансовые кризисы и человеческий фактор

*Финансовым кризисам способствуют:*

- низкое качество риск-менеджмента
- конфликт интересов менеджеров и акционеров
- мошенничество

Человеческий фактор играет заметную роль как в формировании кризисного потенциала, так и в наступлении кризиса.

Финансовый кризис является сложным переплетением негативных тенденций, формирующихся не только в финансовом, но и в реальном секторе мировой экономики.

## **2. Финансовые кризисы: исторический опыт**

### **Великая депрессия 1929-1933 гг: исторический опыт (А)**

Великой депрессии предшествовал период быстрого развития мировой экономики, основанного на производстве новых товаров: автомобилей, сельскохозяйственной техники, радиоприемников, холодильников.

В росте продаж этих товаров большую роль играло потребительское кредитование. Значительным был объем выданных ипотечных кредитов.

# Великая депрессия 1929-1933 гг: исторический опыт (В)

Из-за высокой спекулятивной активности акции ведущих компаний оказались сильно переоцененными.

Фиксация прибыли на фондовом рынке переросла в банковскую панику.

Погоня за денежными ресурсами вызвала набег вкладчиков на банки и их закрытие из-за массового изъятия депозитов.

Кризисную ситуацию усугубила политика ФРС США, своевременно не предоставившей экономической системе необходимую денежную ликвидность.

# **Кризисы 2000-2001 гг. и 2007-2009 гг.**

Окончание бума, связанного со становлением в 90-х гг. XX в. емких мировых рынков компьютеров, программного обеспечения, систем связи.

Высокий уровень задолженности домашних хозяйств, бизнес-структур, государства.

Спекулятивные операции с деривативами.

Перегрев фондового рынка и, как следствие, фиксация прибыли, падение индексов, возникновение проблем в банковском секторе, остановка рынка межбанковского кредитования.

# Кризисы 2000-2001 гг. и 2007-2009 гг.

Кризисы 2000-2001 гг. и 2007-2009 гг. уникальны тем, что для их преодоления были использованы специфические меры.

Реализация этих мер потребовала отказа от важнейших постулатов монетарной политики последних десятилетий.

Процентные ставки центральных банков были снижены до уровня, означающего, что цена денег высокой эффективности (денег центрального банка) уменьшилась до значений, близких к нулевым.

Причины такой политики состояли в стремлении регуляторов, во-первых, предотвратить падение фондовых активов из-за оттока денег в банковские депозиты; во-вторых, обеспечить дешевое реинвестирование государственного долга.

**В период кризисов 2000-2001 гг. и 2007-2009 гг. центральные банки начали осуществлять скупку государственных облигаций.**

В ряде стран были осуществлены программы по аккумулярованию просроченных банковских кредитов («токсичных» активов) в специально создаваемых структурах – «плохих» банках.

При проведении таких операций «токсичные» активы обменивались на государственные облигации, которые впоследствии скупались центральными банками. В конечном счете, источником выкупа «токсичных» активов была денежная эмиссия.

Выкуп «токсичных» активов – расплата монетарных властей за неэффективный надзор. А участники рынков, продающие такие активы государственной структуре, оказались в положении карточных игроков, которым вернули проигранное.

### 3. Специфика современной экономики и финансовый кризис

Поиски выхода из глобального кризиса предполагают учет специфики современной экономики. Особенно важно принимать во внимание две ее черты: роль транснационального капитала и наличие структурно значимых компаний.

В глобальной экономике понятие «национальный капитал» относится лишь к малому и, частично, к среднему бизнесу.

Национальные государства не способны конкурировать в сфере налогообложения с оффшорными зонами.

Поэтому транснационализация бизнеса привела к снижению темпов роста государственных доходов и увеличению долга.

В условиях открытой экономики сложно эффективно решать проблемы поддержания экономического роста и занятости мерами монетарной и бюджетной политики. Попытки использования таких мер способны приводить к оттоку капитала.

Меры помощи бизнес-структурам при их тяжелом финансовом состоянии обосновываются тем, что они «слишком большое, чтобы обанкротиться».

Фактически речь идет о том, что деятельность таких структур приводит к реализации созданных ими рисков, несовместимых с размерами их собственности.

Проблема состоит в том, что масштабы частной собственности в современной экономике с высокими техногенными, природно-климатическими, финансовыми рисками объективно ограничены способностью частного предприятия нести эти риски, т. е. ликвидировать последствия их реализации за собственный счет или путем страхования.

Часто высказывается мнение о позитивной роли кризисов в рыночной экономике, об их значении для структурных сдвигов. На примере нынешнего кризиса заметно иное – неэффективные бизнесы получают бонусы от эффективных, не возвращая кредиты, приостанавливая платежи, спекулируя валютой.

К основным вариантам выхода мировой экономики из кризиса относятся:

- сохранение сложившегося положения («жизнь от кризиса до кризиса»);
- введение жесткого государственного регулирования;
- развитие системы государственного капитализма, основанной на государственном предпринимательстве и государственно-частном партнерстве.

## 4. Глобальный кризис и монетарная политика

Глобальный финансовый кризис является следствием попытки использования среднесрочных мер по выходу из рецессии в условиях понижательной тенденции научно-технического развития ведущих стран и, соответственно, замедления их экономического развития.

Снижение процентной ставки и накачивание ликвидности в экономическую систему не привели к повышению темпов роста. Но избыточная ликвидность попала на фондовый рынок и рынок недвижимости.

Снижая процентную ставку, руководство ФРС оправдывало свои действия необходимостью превентивных мер, способных уменьшить предполагаемые риски финансового сектора.

Альтернативным вариантом действий монетарных властей могла бы быть умеренно жесткая политика, обеспечивающая низкие темпы экономического роста и устойчивость финансового сектора.

Однако следует признать, что предпосылки для проведения такой политики были упущены еще в конце 90-х гг. XX в., когда центральные банки в значительной степени утратили контроль за объемами кредитования и агрегатом широких денег.

В результате в корпоративном секторе и секторе домашних хозяйств быстро росло привлечение заемных ресурсов, т. е. использование финансового рычага. Сложилась высокая степень леве́риджирования финансового сектора.

Расширение ипотеки и потребительского кредитования привело к падению доли сбережений в текущих доходах населения, в частности, в США. Эти факты свидетельствовали о перекредитовании экономики в целом.

Сложившиеся условия не были в полной мере учтены при разработке монетарной политики ведущих стран. Более того, противодействие возникновению спекулятивных пузырей не было отнесено к сфере ответственности монетарных властей.

# Динамика кризиса

Очередной этап финансового кризиса, начавшийся 9 августа 2007 г., не сопровождался массовым изъятием вкладов из коммерческих банков. Исключение составляет лишь «набег» вкладчиков на британский Northern Rock.

Началом финансовых потрясений стала неожиданная и полная остановка нескольких оптовых сегментов финансового сектора, в частности, рынка коммерческих бумаг, обеспеченных банковскими активами (asset-backed commercial papers – ABCP), бумаг с аукционной ставкой (auction-rate securities – ARS), облигаций под обеспечение жилищной ипотеки (residential mortgage-backed securities – RMBS), облигаций под залоговое обеспечение (collateralised debt obligations – CDO).

Это привело к потере ликвидности рынком межбанковского кредитования. Позднее возникли серьезные трудности на рынке кредитных дефолтных свопов (credit default swaps – CDS).

## **5. Центральные банки как «рыночные регуляторы последней инстанции»**

Парадокс состоял в том, что коммерческие банки в кризисный период времени обладали достаточной денежной ликвидностью, но приостановили операции даже на межбанковском рынке. Началась «забастовка кредиторов». Банки предпочли не рисковать своими средствами.

В таких условиях ФРС, ЕЦБ, Банк Англии фактически взяли на себя поддержку не только банковского сектора, но и фондового рынка и превратились из кредиторов последней инстанции в рыночных регуляторов последней инстанции (market makers of last resort – MMLR).

# Изменения в монетарной политике

В условиях глобального кризиса произошли изменения в методологических подходах денежных властей к разработке и реализации монетарной политики. В частности, ФРС стала руководствоваться принципом предосторожности, фактически перейдя к риск-менеджменту в денежной сфере. Это означало отслеживание рисков и принятие мер, направленных на то, чтобы избежать их реализации. Такие подходы стали оправдываться спецификой процессов, протекающих на финансовых рынках.

# Действия центральных банков в условиях «забастовки кредиторов»

В условиях «забастовки кредиторов» и снижения обеспечения по кредитам в результате падения цен финансовых активов центральные банки ведущих стран предприняли меры по ускоренному увеличению ликвидности.

Эти меры носили экстренный характер. При их реализации выяснилось отсутствие необходимых инструментов предоставления ликвидности банковскому сектору. Такие инструменты монетарной политики пришлось создавать в спешном порядке.

ФРС в декабре 2007 г. объявило о начале действия аукционов ликвидности (term auction facility – TAF), на которых банки могли получать кредиты на срок до одного месяца. Этот инструмент дополнил традиционное «дисконтное окно» ФРС, через которое банки получают кредиты от «overnight» до одного месяца. Введение TAF имело целью предоставление кредитов под расширенный перечень залогов. Этот инструмент позволил снизить нехватку ликвидности на межбанковском рынке.

# Дальнейшие меры центральных банков

С марта 2008 г. ФРС начала осуществлять программу по предоставлению первичным дилерам казначейских облигаций США под залог менее ликвидных ценных бумаг. Эта программа получила название Term Securities Lending Facility – TSLF. Осуществляя ее, ФРС принимала в залог ипотечные облигации различных траншей. В сложившейся на рынке ситуации рейтинги этих облигаций оказались условным понятием. Фактически ФРС взяла на себя риск их оценки (valuation risk).

В марте 2008 г. была также учреждена Primary Dealer Credit Facility (PDCF) для предоставления ресурсов первичным дилерам под залог широкого перечня долговых ценных бумаг, включая корпоративные и муниципальные облигации.

# TSLF и PDCF

Если TSLF давало ФРС возможность предоставлять первичным дилерам казначейские обязательства США, то PDCF создало условия для прямого кредитования первичных дилеров под широкий перечень облигаций, принимаемых ФРС в залог. Очевидно, что подобная кредитная деятельность ФРС обостряла такие известные последствия асимметрии информации на кредитном рынке, как ложный выбор и моральный риск.

## 6. Меры центральных банков

ЕЦБ предпринял с самого начала глобального кризиса крупномасштабные операции по увеличению ликвидности банковского сектора. В отличие от ФРС ЕЦБ сразу установил широкий перечень ценных бумаг, принимаемых им в обеспечение кредитов коммерческим банкам.

В этот перечень были включены не только облигации, обеспеченные активами, в том числе ипотечные, но и акции некоторых корпораций. Но все они должны были быть номинированы в евро. Право использовать «дисконтное окно» ЕЦБ получили около 8,0 тыс. банков. Оценку залога при отсутствии его рыночной цены ЕЦБ взял на себя.

# Меры Банка Англии

В отличие от ФРС и ЕЦБ, Банк Англии в начале финансового кризиса не проводил экстраординарных операций по увеличению ликвидности, а ограничивался поддержкой процентной ставки на межбанковском рынке. Но в сентябре 2007 г. Банк Англии стал активно проводить операции репо с широким перечнем облигаций. В апреле 2008 г. было объявлено о предоставлении Банком Англии коммерческим банкам британских казначейских обязательств под залог облигаций, в том числе ипотечных. Эта форма кредитования получила название Special Liquidity Scheme (SLS).

Медлительность Банка Англии может быть отчасти объяснена отсутствием у него достоверной информации о финансовом состоянии коммерческих банков.

В Великобритании функции пруденциального надзора выполнял в предкризисный период мегарегулятор финансового рынка. В условиях быстро развивающегося кризиса такая система надзора не позволила Банку Англии принимать оперативные решения. Такой негативный опыт поставил под сомнение правомерность передачи функции пруденциального надзора за деятельностью коммерческих банков от центрального банка к мегарегулятору финансового рынка. В дальнейшем эта функция была возвращена Банку Англии.

# Итоги деятельности центральных банков ведущих стран

Центральные банки ведущих стран, во-первых, создали дополнительные инструменты по предоставлению ликвидности финансовому сектору; во-вторых, принимали в залог ипотечные облигации при отсутствии реальной рыночной стоимости последних. Тем самым монетарные власти выполняли не только функцию кредитора последней инстанции, но и регулятора рынка последней инстанции. Принимая в залог облигации сколапсировавших, исчезнувших рынков, центральные банки взяли на себя риски оценки этих ценных бумаг. Тем самым, они фактически субсидировали финансовый сектор, т. е. превратились в спонсоров последней инстанции. Последствия такой деятельности монетарных властей развитых стран создают угрозу инфляционной вспышки в мировой экономике и значительно усиливают риск неустойчивости мировой финансовой системы.

# Особенности монетарной политики центральных банков ведущих стран

Одна из главных причин ситуации, сложившейся в финансовом секторе мировой экономики, состоит в особенностях монетарной политики ведущих стран.

Методология ее разработки и реализации основывается на определении целей, количественных ориентиров, каналов трансмиссионного механизма, методов и инструментов.

При таком подходе не выделяются объекты монетарной политики, а управляющие воздействия оказываются на отдельные показатели – процентные ставки, денежную базу, валютный курс.

Это предопределяет **фрагментарность** монетарной политики.

# Монетарная политика и финансовые пузыри

Одной из наиболее острых проблем теории монетарной политики является выбор реакции денежных властей на рост цен финансовых активов. Устойчивое повышение биржевых котировок приводит к формированию на фондовом рынке или на рынке недвижимости спекулятивных пузырей. Их схлопывание может иметь слабо прогнозируемые макроэкономические последствия, в частности, привести к цепочке банкротств финансовых институтов.

# Реакция монетарной политики на финансовые пузыри

Мировая экономика пережила в конце XX в. – начале XXI в. несколько спекулятивных пузырей на финансовых рынках. Но до настоящего времени не разработаны практические подходы к их предотвращению или локализации. Более того, вопрос о возможной стратегии монетарных властей относительно спекулятивных пузырей не решен даже на теоретическом уровне. В экономической литературе сформировались два подхода к данной проблеме.

Первый подход состоит в том, что монетарные власти не должны таргетировать цены финансовых активов и использовать процентную ставку для снижения активности на фондовом рынке.

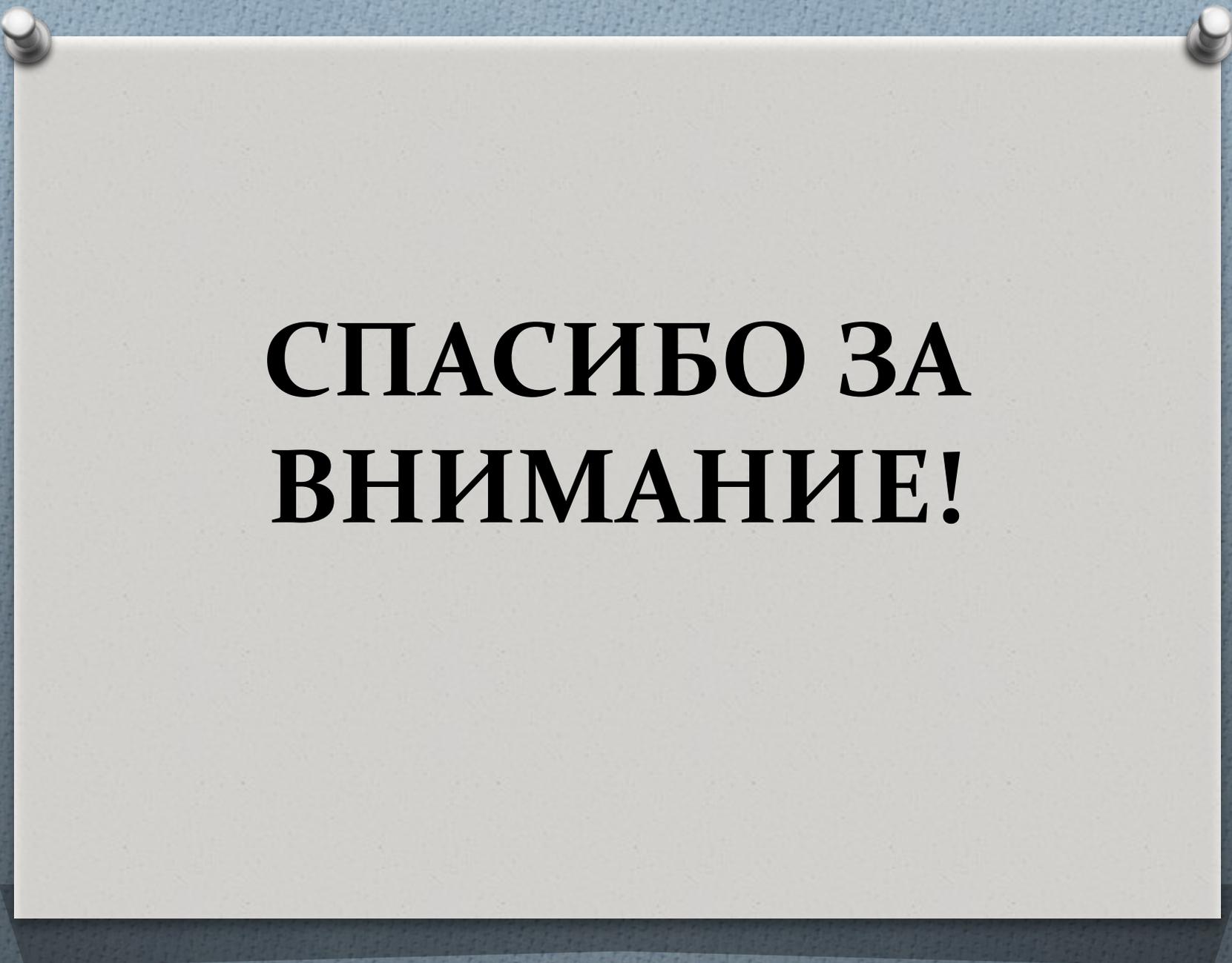
Второй подход состоит в противодействии спекулятивным пузырям на финансовых рынках мерами монетарной политики.

# Меры по противодействию спекулятивным пузырям

Противодействие спекулятивным пузырям имеет большое значение для обеспечения макроэкономической стабильности.

Однако использование в этих целях процентной ставки вызвало бы отрыв ее динамики от динамики рентабельности в реальном секторе экономики. Негативные последствия для реального сектора также имело бы снижение денежного предложения при спекулятивных тенденциях на фондовом рынке. Поэтому основные меры противодействия спекулятивным пузырям должны осуществляться регуляторами фондового рынка.

Наиболее эффективными из таких мер могут быть: ограничение кредитования под ценные бумаги для участников фондового рынка и установление лимитов на дневной объем операций. Жесткость таких мер должна быть адекватной угрозе спекулятивных пузырей для макроэкономической стабильности.



**СПАСИБО ЗА  
ВНИМАНИЕ!**