

## Системный сбой

**Михаил Ершов**, Старший вице-президент Росбанка, доктор экономических наук

Поставлены под сомнение эффективность американской финансовой модели капитализма и ее жизнеспособность в условиях глобального рынка



Михаил Ершов

Фото: Photoxpress.ru

Нынешний глобальный финансовый кризис вызревал давно. Уже к концу 1990–х годов долг государства, частного сектора и домашних хозяйств США приблизился к 200% ВВП. Плюс давняя американская проблема хронических дефицитов торгового и платежного балансов (twin deficits), плюс слабая обеспеченность самого доллара в целом, из-за чего и рухнула в свое время Бреттон-Вудская система. И необеспеченная денежная база доллара, и растущая быстрее, чем экономика в целом, денежная масса, увеличение скорости обращения денег — это оборотная сторона, отражающая рост финансовых инноваций и деривативов. Понятно, что все это имело свои объективные границы, как бы ни старались регуляторы оттянуть час X. И вот этот час пришел.

Конечно, трудно было предположить, что существенные видоизменения в мировой финансовой системе будут столь быстрыми и столь кардинальными. Однако глобализация придает качественно новое измерение многим процессам и многим рискам. Поэтому и эффект столь масштабный. По сути, речь сейчас идет о тотальной ломке многих сложившихся подходов и механизмов или даже экономических систем. Поставлены под сомнение эффективность американской финансовой модели капитализма и ее жизнеспособность в условиях глобального рынка. Ряду ключевых основ системы был фактически нанесен невосполнимый ущерб, и сама система, будучи не в состоянии продолжать самостоятельно функционировать в прежнем виде в условиях свободного рынка,

была по целому ряду своих важнейших элементов национализирована или поставлена под государственный контроль. При этом кризис еще будет продолжаться, изменяя и подходы в регулировании, и структуру рынка, и всю мировую экономику в целом.

Похоже, экономический коллапс может поставить экономику США перед дилеммой. Либо постепенное сползание в затяжной системный кризис и последующая утрата позиций мирового лидера (в историческом плане — еще один возможный «крах империи»). Но с такой ролью вряд ли согласятся их основные центры силы. Либо второй вариант — использование всех доступных инструментов, уже в первую очередь геополитических, чтобы на новом витке глобальной нестабильности сохранить или упрочить собственные позиции.

Сразу скажу, что в этом прогнозе я хотел бы действительно ошибиться. Будем надеяться, что совместными усилиями основные государства смогут со временем стабилизировать ситуацию.

### **Валютный пузырь опаснее фондового**

В своих публикациях в конце 1990-х годов я указывал, что на американском фондовом рынке к тому времени накопились огромные перекосы и они рано или поздно должны были выйти на поверхность. Еще до 2000 года котировки многих акций были завышены больше, чем это было накануне всех основных кризисных падений 1987-го или 1929 года. Заметим, что очень контрастно выглядели соотношения между самими акциями. Так, общая капитализация американского фондового рынка к началу 2000 года составляла около 10 трлн долларов, причем на десять компаний «новой экономики» приходилось почти 25%. Было понятно, что рано или поздно реальные экономические соотношения и закономерности должны были внести свои коррективы. В итоге только за 2000 год индекс NASDAQ снизился почти на 60%. Падение фондового рынка продолжалось более трех лет.

Нынешний кризис, очевидно, пройдет не скоро, и его масштабы могут быть значительно большими, чем может показаться сейчас. Пока ситуация продолжает выглядеть очень тревожно. Да, в США принят пакет антикризисных мер на 700 млрд долларов, ну и что? Во-первых, реальные потери, скорее всего, будут выше. Во-вторых, кризис начал распространяться как на другие сферы, например коммерческие банки, так и на другие страны. Если коммерческие банки США будут нормализовать свои балансы, то сами балансы могут сильно уменьшиться, и многие банки встанут перед угрозой дефолта. А это уже не только экономическая, но и большая социальная проблема. В-третьих, с учетом падающей ипотеки и кризиса в финансах это должно начать проявляться в реальной экономике. Данные об уменьшении занятости, которые были опубликованы в начале октября, только усиливают предположения об общем кризисе в экономике США. И в-четвертых, перспективы доллара как мировой резервной валюты становятся тем более неопределенными.

Надо заметить, что у доллара весьма небезупречная кредитная история с точки зрения кризисных тенденций. Напомню, что в 1971 году Франция и Англия решили воспользоваться правом обменять доллары на золото — тогда такая возможность предусматривалась международными обязательствами. Однако выяснилось, что обеспечение долларов резервами не соблюдалось, и США не смогли провести такой обмен. В результате золотодевизный стандарт рухнул. Все мировые держатели долларов больше не могли обменивать их на золото по прежней цене. По сути, мир столкнулся с самым большим за всю историю дефолтом.

Сегодня денежная база доллара по-прежнему обеспечена золотовалютными резервами ФРС США лишь на четверть, а с учетом госдолга США (который также может потенциально быть превращен в доллары) — менее чем на 5%.

Поэтому мы имеем дело с еще большим пузырем, чем тот, который спровоцировал нынешние ипотечные проблемы и проблемы деривативов. Сейчас, пока с ликвидностью проблемы, а долларов напечатано много, спрос на них растет. Но если общее ухудшение американской экономики спровоцирует сначала отход от долларов, а потом и бегство от них, подобно тому, как это было в 1971 году, вот тогда ситуация будет очень тяжелой.

### **Полсон или нефтяные монархии?**

Что могут сделать регуляторы для того, чтобы уменьшить вероятность кризиса в будущем? Программа Полсона, которая была предложена еще в марте 2008 года, а затем позднее детализировалась, предлагает следующее.

Первое. Необходимость единой координации действий по регулированию различных сегментов финансового рынка, поскольку «нынешняя система финансового регулирования поддерживает отдельные друг от друга регулирующие агентства, которые отвечают за различные сегменты финансового рынка», что не позволяет осуществлять регулирование на необходимом уровне координации.

Второе. Дальнейшее расширение функций ФРС с точки зрения обеспечения стабильности всего финансового рынка, а также всей финансовой системы (в дополнение к его традиционным функциям, которые включают в себя в том числе и вопросы поддержания уровня занятости и экономического роста).

Третье. Предоставление регуляторам «дополнительных чрезвычайных полномочий для ограничений временных рыночных нарушений».

Четвертое. Нарращивание капитализации финансовых институтов.

В более общем плане регулирование финансовых систем требует сегодня новых подходов. А новый масштаб рисков требует поиска новых источников финансирования. Мы уже видим возросшую роль суверенных фондов из стран Азии. При этом проблема имеет не только экономический, но и политический аспект. Средства могут притекать из стран, чьи подходы по широкому кругу геополитических вопросов могут существенно отличаться от позиций принимающей стороны. И в такой стратегической сфере, как финансы, центры влияния могут стать иными. Но это лишь усилит важность контроля и регулирования, которое у них, очевидно, станет более жестким, приближаясь при необходимости к командно-административным методам из недавнего прошлого нашей страны, тем более что основу для таких подходов ведущие государства у себя интенсивно создают.

### **Наши задачи**

Для российской экономики критически важно сегодня укрепление национальной основы финансового рынка, который опирался бы не на внешние ресурсы, часто спекулятивные, а в решающей степени на внутренние источники ресурсов, особенно долгосрочные. Важно расширение функций ЦБ. Крайне актуальны механизмы антикризисной поддержки. Необходима эффективная координация между регуляторами. Причем окончательное слово при принятии решений должно быть вынесено на высокий должностной уровень, который будет стоять над межведомственными дискуссиями.

Нужно более активно рассмотреть возможности нашего вхождения в мировую финансовую систему, причем не распывая свои вложения в «братские могилы» наподобие ипотечных гигантов «Фрэдди Мэк» и «Фэнни Мэй», где помимо нас хватает инвесторов и наш голос абсолютно теряется. Вместо этого стоит рассмотреть возможность покупки значимого пакета в одном из первоклассных банков, которому нужны инвестиции, как это было, например, в случае с Citigroup или как это могло бы быть при покупке обанкротившегося банка Lehman Brothers, если бы нашелся покупатель.