

Двенадцать причин для финансового кризиса¹

Зейдл К.

Предисловие к русскому переводу

В июне 2009 г. в Треште (Чехия) состоялась 2-ая Конференция «Неошумпетерианская экономика: Повестка дня на XXI век», на которой выступил с докладом «Преодоление следующего кризиса: некоторые предварительные соображения» профессор Кристиан Зейдл (Кильский университет, Германия).

Университет г. Килия является партнером ВШЭ, а самого профессора Зейдла я знаю более 30 лет. Он известен своими работами в области математических моделей налогообложения, теории коллективного выбора, экономики благосостояния, а также тем, что является соредактором (совместно с С. Барберой и П. Хаммондом) Справочника по теории полезности в 2-х томах (Handbook on Utility Theory, Kluwer, 2004).

Указанный доклад профессора Зейдла в большей степени посвящен проблемам налога на капитал и он будет опубликован в специальном выпуске «Schumpeter for our Century», журнала НОМО ОЕCONOMICUS (eds. Horst Hanusch, Heinz D. Kurz, and Christian Seidl).

Текст оригинальной статьи в 45 стр., который прислал автор, мне очень понравился и я попросил профессора Зейдла сделать для Экономического журнала Высшей школы экономики версию этой статьи в переводе Д.А. Веселова, которая и предлагается вниманию читателей.

Ординарный профессор
Государственного университета –
Высшей школы экономики
Ф.Т. Алескерев

Приводится краткое описание образования пузырей и кризисов с 1929 г. вплоть до современного, рассматриваются причины современного финансового кризиса.

Ключевые слова: кризис, пузыри, регулирование, займы, ипотека.

¹ Перевод Д.А. Веселова.

Зейдл К. – профессор, Кильский университет, Германия.

Статья поступила в Редакцию в ноябре 2009 г.

Введение

История знает много примеров экономических кризисов. Первый финансовый кризис в современном смысле этого слова произошел в США в 1857 г. В то время экспорт продукции сельского хозяйства из США в Европу резко снизился, так как после окончания Крымской войны резко увеличился экспорт из России в Европу. Хотя кризис привел к банкротству свыше 1400 американских банков, он длился не более двух лет. Другой серьезный кризис произошел в США и Европе в 1873 г. Впервые в своей истории экономика переживала кризис перепроизводства, связанный с технологическим прогрессом и спекуляциями на фондовом рынке. Спекуляции акциями стали возможны лишь незадолго до этого события и были связаны с созданием акционерных обществ. Объем данной статьи не позволяет нам рассмотреть подробно первые финансовые кризисы. Вместо этого мы сошлемся на статьи [16, 17, 28, 29]. В данной работе мы даем краткое описание образования пузырей и кризисов с 1929 г. вплоть до современного финансового кризиса и затем подробно рассматриваем причины современного финансового кризиса.

Заголовок газеты «New York Times» от 22 октября 1929 г. гласил: «Фишер считает, что стоимость акций занижена». Через два дня после этого 24 октября 1929 г. фондовый рынок обрушился. Статья с этим заголовком ссылалась на экспертное мнение прославленного экономиста Ирвинга Фишера, который считал, что «цены на акции достигли постоянно высокого уровня» (статья Фишера в «New York Times» от 5 сентября 1929 г.). После краха фондового рынка Фишер потерял и свою репутацию, и значительную часть своего личного состояния. Индекс Доу – Джонса, возросший с уровня 104 в сентябре 1924 г. до уровня 381,18 к 3 сентября 1929 г., упал до уровня 41,2 к июлю 1932 г.

Оценивая заново мнение Фишера накануне финансового кризиса, авторы работы [24] приходят к выводу, что Фишер был прав; согласно их исследованию, акции не были недооценены. После Великой депрессии Фишер (1933 г.) сам дал теоретическое обоснование произошедшему². Его основным тезисом было то, что Великая депрессия была вызвана чрезмерным количеством долгов у населения. Большинство акций были куплены в кредит. Незначительные шоки могли вызвать сильные негативные последствия для экономики в случае, если должники следуют стадному поведению при возвращении долга. Тогда спрос на товары и услуги, а также цены могут резко снизиться, а уровень безработицы – взлететь вверх. Банки в этом случае будут отказывать в выдаче новых кредитов. Эта нисходящая спираль в конечном итоге влияет на экономику в целом. Так в двух словах можно описать запоздавшую оценку Фишером причин Великой депрессии.

На самом деле, в 1933 г. безработица в США достигла уровня 25%, уровень располагаемых доходов снизился на 44%, а реальный ВВП упал на 30% [36, р. 570]. Относительно просроченных платежей по ипотечным кредитам автор работы [35, р. 138–139] пишет: «У нас нет полных данных об уровне просроченной задолженности по ипотеке в США в 1930-е гг. Вместе с тем исследование, проведенное министерством торговли США в 22 городах, показывает, что к 1 января 1934 г. уровень невыполнения обязательств по первым закладным ипотечным займам среди городских жителей, живущих в собственных домах, превысил 43,8%. Это исследование

² Выдающуюся теорию финансовых кризисов на основе теории Кейнса предложил позже Хайман Мински [25, 26].

также показывает, что среди просроченных заимствований средний срок просрочки составил 15 месяцев. Среди домов со второй или третьей закладной 54,4% были в состоянии дефолта, и средний срок просрочки составил 18 месяцев. Таким образом, к началу 1934 г. около половины ипотечных займов были в состоянии дефолта [5, p. 172]. К примеру, в IV квартале 2007 г. 3,6% всех американских ипотечных займов в области жилой недвижимости и 20,7% ипотечных займов с плавающей ставкой были просрочены более чем на 90 дней»³.

Следующий значимый шок на фондовом рынке произошел в *черный вторник* (19 октября 1987 г.). Поначалу казалось, что это падение на фондовом рынке превзойдет великий крах (*great crash*) 1929 г., так как в *черный вторник* индекс Доу – Джонса упал за один день на 22,61%. Это падение было вызвано компьютерными программами, которые в ответ на сравнительно небольшое падение цен автоматически продавали пакеты акций крупных инвесторов. Так как большая часть инвесторов не поддавалась панике, рынок восстановился через несколько недель.

Более серьезные последствия имел пузырь в области акций высокотехнологичных компаний (*dot-com bubble*), который сформировался на рынке в 1995–2001 гг. Акции недавно основанных интернет-компаний росли из-за спекулятивных настроений инвесторов. NASDAQ, отражающий стоимость интернет-компаний, достиг к 10 марта 2001 г. уровня 5132,52. 15 марта индекс NASDAQ потерял 9%. После этого он продолжал падать и к 9 октября 2002 г. снизился до рекордно низкого уровня 1114,11. Это оказало сильное воздействие на экономику, так как в игру на рынке акций высокотехнологичных компаний было вовлечено большое количество инвесторов. Предупреждения Роберта Шиллера [32], которые он озвучил накануне схлопывания пузыря, были проигнорированы. Вместе с тем сильные убытки, возникшие после резкого падения цен на акции интернет-компаний, не привели к длительному финансовому и экономическому кризису. Возникшие в экономике сложности постепенно были преодолены.

Текущий финансовый кризис

Остановимся подробнее на причинах текущего финансового кризиса. Уже в августе 2005 г. в своем интервью Роберт Шиллер предупредил, что следующий пузырь будет пузырем на рынке недвижимости. Он предсказал, что цены на недвижимость в США упадут на 40% [20]. Шиллер повторил свое предупреждение в новом издании книги «Иррациональное изобилие» (*Irrational Exuberance*) [32, p. 78–80, 130–209], однако к его словам отнеслись с пренебрежением.

Действительно, пузырь на рынке недвижимости, впоследствии названный кризисом субстандартных ипотечных облигаций (*subprime crisis*), привел к самому серьезному мировому экономическому и финансовому кризису после Второй мировой войны. Ранние надежды на «мягкую посадку» (ожидания того, что кризис затронет лишь финансовый сектор) преобладали до июля–августа 2008 г. Однако в сентябре–октябре 2008 г. после решения правительства США позволить компании «Lehman Brothers»

³ В настоящее время в США около 80 млн. домов, из которых 25 млн. полностью оплачены, и 55 млн. находятся в закладной по ипотеке. Из них по 51 млн. домов платежи по ипотеке поступают вовремя, по 4 млн. домов – с задержкой, из которых 1 млн. находится в процессе лишения права выкупа закладной (*foreclosure*). Это не очень плохое состояние рынка недвижимости, если сравнивать с ситуацией 1935 г., когда 50% домов были с просроченными платежами по ипотеке (см. [1], слайд 51).

объявить себя банкротом стало ясно, что кризис приведет к «жесткой посадке» мировой экономики.

Основные причины настоящего финансового кризиса следующие⁴.

1. Резкий рост субстандартных ипотечных обязательств (subprime mortgages).

Многие не имеющие постоянных доходов, работы и богатства люди (NINJA, No Income, No Job or Assets) взяли ипотечный кредит на благоприятных для себя условиях (небольшой первоначальный платеж, низкие фиксированные ставки по кредиту в первые два-три года, после этого срока, плавающие ставки) [12, р. 401–403]. С 1994 по 2006 г. наибольшее изменение в уровне обеспеченности жильем наблюдалось в следующих демографических группах: лица моложе 35 лет (15,5%), темнокожие (16,1%), уроженцы Азии и островов Тихого океана (16,6%), а также Латинской Америки (16,7%) по сравнению со средним уровнем по США (7,8%) [12, р. 398, 400]. Часто сложные финансовые продукты продавались людям, не разбирающимся в области финансов [9, р. 62]. Как следствие, наибольший рост цен наблюдался в относительно дешевом сегменте рынка недвижимости⁵. При этом лишь около 15% ипотечных займов были субстандартными (subprime)⁶.

2. Налоговые вычеты с процентов по ипотечным займам (введены во время налоговой реформы 1986 г.), но не со всех видов процентных доходов. Это стимулирует владельцев домов заменять все прочие виды кредитов, в частности кредиты на покупку товаров длительного пользования, ипотечными кредитами. Как следствие, падение цен на недвижимость вызвало финансовые затруднения у тех, кто взял первый ипотечный кредит (prime mortgages). Более того, если владельцы земли обязаны платить налоги на рентный доход за вычетом издержек текущего обслуживания и амортизации, владельцы домов, которые не сдаются в аренду, не платят налог на вмененный рентный доход. Все эти преимущества отражаются в ценах недвижимости, именно они способствуют высокой стоимости недвижимости, занятой собственниками (owner-occupied homes). Собственники жилья в поисках дохода от прироста цен на недвижимость в будущем покупают более крупные и дорогие дома [12, р. 401]. Это снова способствует росту цен на недвижимость.

3. Низкие процентные ставки⁷. С 1981 по 2005 г. ставки по ипотечным кредитам заметно упали. Ставки по ипотеке устойчиво снижались с 15% в 1981 г. до приблизительно 6% в 2005 г. За счет падения ожидаемой инфляции реальная процент-

⁴ Смотрите, к примеру работы, [3; 9, ch. 2; 10]. Интересно то, что Виллок [Weelock, 2006] считал, что американские банки, несмотря на возросшие риски в секторе жилой недвижимости, хорошо обеспечены собственным капиталом и, кроме того, их ценные бумаги хорошо застрахованы. Таким образом, существует лишь «незначительный кредитный риск». Кажется, что Виллок доверял официальной статистике балансов банков, не обращая внимание на различные специальные дочерние компании (Special Purpose Vehicles).

⁵ Рост цен на жилую недвижимость в 2005 г. составил 15% согласно национальному индексу цен на рынке недвижимости S&P/Case-Shiller. Цены на недвижимость достигли максимума в 2006 г. (350%, если взять за 100% уровень цен в январе 1987 г.) [1, slide 5].

⁶ Только в 2005 и 2006 г. более 20% всех новых ипотечных займов были субстандартными (subprime) [1, slide 23; 9, slide 62]. Вместе с тем более половины лишений прав выкупа закладной ввиду просрочек по платежам приходились в 2005–2006 г. на субстандартные ипотечные займы.

⁷ См. [3, р. 65]: «Боязнь рецессии вынудила Федеральную резервную систему США держать процентные ставки слишком низкими на протяжении 2001–2006 гг., это, в свою очередь, привело к появлению недорогих и доступных кредитов».

ная ставка упала с 8% в 1981 г. до 3,5% в 2005 г., при этом падение на два процентных пункта произошло между 2000 и 2005 гг. Однако снижение издержек покупки жилья за счет падения процентных ставок по ипотеке превышало рост издержек за счет увеличения стоимости недвижимости лишь до 1999 г. Затем растущие цены на недвижимость заняли первое место, и издержки покупки жилья достаточно быстро росли до 2005 г. [12, p. 403–405].

4. Секьюритизация займов и свопов на дефолты по кредиту (credit default swap). Несмотря на то, что кредиты изначально были сделкой между кредитором и заемщиком, на их основе были созданы облигации, которые торговались на фондовом рынке. Этот финансовый инструмент позволил кредиторам продавать права требования по кредиту другим кредиторам. Однако облигации выпускались лишь по крупным займам, они не были доступны при выдаче небольших займов. Затем была изобретена *секьюритизация* как возможность консолидации займов и других долговых инструментов в единственный вид актива или ценной бумаги [23, p. 36]. С кредитованием связаны два типа риска: риск дефолта (заемщик не сможет выплатить кредит) и рыночный риск (риск изменения процентной ставки). Рыночный риск может быть ликвидирован путем введения плавающей ставки для заемщиков. Иногда первоначальные процентные ставки по кредиту остаются постоянными на протяжении двух – пяти лет, а затем корректируются с учетом рыночной процентной ставки. Наличие риска дефолта привело к развитию инструментов, защищающих кредитора от данного риска, главным образом, залладных (актив, который становится собственностью кредитора в случае, если заемщик не сможет выплатить долга) [23, p. 32, 36], а также системы рейтингов и системы страхования от риска дефолта по ценным бумагам, падения их стоимости или падения их рейтинга. Залладные привели к созданию облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (Collateralized debt obligations, CDOs). Такой вид облигаций – это ценные бумаги, состоящие из портфеля активов, доходность от которых связана с денежными потоками, возникающими от владения данными активами. Специальные рейтинговые агентства формируют рейтинги для облигаций данного типа для того, чтобы обеспечить инвесторов информацией о степени риска по данным облигациям. Рейтинговые агентства формируют классы облигаций, начиная от AAA для безрисковых облигаций до C для облигаций с высокой степенью риска (junk bonds). Система страхования предполагает создание особого вида ценных бумаг, *свопов на дефолт по кредиту (СДК)*. СДК торгуются на финансовом рынке и используются как контракты страхования, а также как пари на то, будет ли дефолт по кредиту, падение стоимости облигаций или снижение рейтинга по облигации. Последняя характеристика позволяет СДК становиться объектом спекуляций [9, p. 66]. Вместе с тем СДК могут являться контрактами страхования лишь в том случае, когда риски стохастически независимы друг от друга. Сонаправленные риски порождают банкротства, именно это стало причиной краха компаний «Lehman Brothers» и AIG. «Lehman Brothers», в отличие от AIG, не был спасен от банкротства правительством.

Сам процесс секьюритизации, происходящий в основном за счет выпуска облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами, крайне сложен и запутан, так что у нас нет возможности подробно описывать его (смотрите, к примеру: [4, p. 4–5; 9, p. 60–70]). По существу, ценные бумаги с высоким риском, с ВВВ рейтингом, среди которых были секьюритизированные ипотечные займы, превращались в ценные бумаги с наивысшим рейтингом AAA. Эмитенты таких облигаций могли переключивать

риски дефолта на другие организации, специальные дочерние компании (Special Purpose Vehicles, Structured Investment Vehicles, Conduits), которые часто располагались на Каймановых островах или в Ирландии. Это позволяло эмитенту гарантировать себе защиту от риска банкротства должника.

5. **Провал рейтинговых агентств.** Три самых крупных рейтинговых агентства в мире – Standart and Poor's, Fitch Ratings и Moody's – основывают свою систему рейтингов на вероятностях дефолта, а также (Moody's) на ожидаемой доходности в случае дефолта. В адрес рейтинговых агентств было много критики [9, p. 67]. Во-первых, они назначали рейтинги ценных бумаг вне зависимости от их взаимосвязи друг с другом и, таким образом, игнорировали корреляцию с другими ценными бумагами. Ценная бумага, обладающая большей доходностью, когда весь рынок падает, будет более ценная, чем облигация с высокой доходностью при растущем рынке. Во-вторых, серьезной критике подвергался тот факт, что рейтинговые агентства получают плату за свои услуги от тех, кто выпускает сложные финансовые инструменты, а не от инвесторов. Это создает стимулы для рейтинговых агентств переоценивать платежеспособность по отдельным финансовым продуктам для того, чтобы поддерживать хорошие отношения с эмитентом данного продукта⁸.

В-третьих, рейтинговые агентства являются консультантами по созданию финансовых продуктов. При этом многие инвесторы определяют для себя ограничения по минимальному уровню рейтингов при осуществлении инвестиций, и банковское регулирование также основано на системе рейтингов. Это ведет к тому, что агентства берут плату за консультирование эмитентов по поводу того, как правильно структурировать продукт, чтобы достичь высокого уровня рейтинга, требуемого для покупки продукта инвесторами, деятельность которых регулируется. Как следствие, многие эмитенты используют модели рейтинговых агентств для того, чтобы получить наиболее высокий рейтинг по своим продуктам с наименьшими издержками. Именно поэтому нет сомнений в том, что эмпирические тесты, оценивающие качество рейтингов, показывают шокирующие результаты. Авторы работы [2] проверяли 3912 выпусков облигаций, обеспеченных кредитами, на то, соответствует ли рейтинг облигаций рейтингу качества самих кредитов. Они показали, что «если 70,7% от номинальной стоимости облигаций, обеспеченных кредитами, составляли облигации с рейтингом AAA, сопутствующие им обязательства имели средний кредитный рейтинг В». В 2007 г., когда финансовый кризис стал очевидным, чрезмерно высокий уровень рейтингов мог сильно ударить по репутации рейтинговых агентств. Из отчета [2, p. 2]: «В 2007 г. Moody's понизило рейтинги по облигациям, обеспеченным кредитами, общей стоимостью 76 млрд. долл. США, облигации стоимостью 150 млрд. долл. оставались под кредитным надзором (credit watch) агентства до 1 января 2008 г. Только в ноябре 2007 г. рейтинг был понижен для 2000 ценных бумаг, причем 500 траншей были понижены в рейтинге более чем на 10 пунктов. Неразбериха при оценке истинной стоимости сложных видов ценных бумаг, а также высокая степень вовлечения в данные операции финансовых институтов привели к тому, что сжатие кредита (credit crunch) распространилось далеко за пределы инвестиций, связанных с ипотекой». В конце 2008 г. общее количество списаний по всему миру составило около 1 трлн. долл. США [EACG Report, 2009, p. 89–90].

⁸ Это похоже на ситуацию, когда студенты платят преподавателям за свою оценку по результатам экзамена.

6. **Неадекватное регулирование банковского и финансового сектора**⁹. Многие ценные бумаги, возникшие в результате секьюритизации, были приобретены специализированными дочерними компаниями (Special Purpose Vehicles, Structured Investments Vehicles). Эти финансовые институты фактически не имели собственного капитала и финансировали свои покупки за счет краткосрочных облигаций со сроком погашения до одного года, которые обращались на денежном рынке. Эти институты были созданы национальными банками развитых стран в странах с нежесткими правилами регулирования и низким уровнем налогообложения, таких как Каймановы острова и Ирландия. Это позволяло банкам избежать ограничений, налагаемых на них национальными системами финансового регулирования и увеличивать свои активы больше, чем им позволяли принципы благоразумной банковской деятельности. Чрезмерное использование этих финансовых инструментов и стало одной из основных причин финансового кризиса, учитывая тот факт, что финансовое регулирование и финансовый надзор были фрагментарными либо полностью отсутствовали. Система банковского регулирования Базель I не включала в себя никаких ограничений при использовании специальных дочерних компаний. Базель II требует от банков, чтобы их дочерние компании, деятельность которых не отражается в банковском балансе, функционировали по тем же правилам, что и банки¹⁰. К сожалению, Базель II был введен лишь с 1 января 2007 г. для европейских банков, но не для банков США [27, р. 561]. Появление специализированных дочерних компаний полностью изменило принципы функционирования банков: «банки заменили свою традиционную модель “создавать и держать”, превращая краткосрочные займы в долгосрочные кредиты, на модель “создавать и распределять”, при которой банки выдают займы, продают их кому-либо еще» [27, р. 550]. Эта новая политика банков привела к неправильной оценке рисков, чем и был вызван отчасти текущий финансовый кризис.

7. **Избыточный финансовый рычаг и неадекватное преобразование сроков погашения (maturity transformation) в специализированных дочерних компаниях банков.** Использование финансового рычага очень привлекательно, так как он позволяет достичь более высокой доходности по активам инвестора или собственному капиталу банка в случае, когда отношение активов к собственному капиталу увеличивается, в то время как издержки использования капитала меньше, чем доходность по активу. Обычно издержки использования капитала меньше для краткосрочных кредитов. Это позволило банкам финансировать покупку новых активов за счет выпуска краткосрочных обязательств и при помощи специализированных дочерних компаний наращивать активы далеко за пределы разумного уровня с точки зрения собственного капитала инвестора (банка). Инвесторам и банкирам хорошо известно, что, когда доходность по активам становится ниже издержек использования капитала, финансовый рычаг дает обратный эффект. Этот эффект усиливается в случае, когда активы начинают приносить убытки, например, при значительных списаниях

⁹ Авторы работ [3, р. 68–84; 14, р. 16, 20–21] использовали термин «теневая банковская система», выдуманный «Financial Times» для описания скрытой стороны банковских операций. Они появились «вследствие дерегулирования, которое позволяло многим финансовым институтам выполнять функции банков и ослаблять правила, регулирующие заимствования и кредитование» [3, р. 68–69]. Даже акт Sarbanes – Oxley позволял ей функционировать.

¹⁰ Однако Базель II не способен запретить финансовым институтам использовать свои собственные модели оценивания активов.

ценных бумаг. Очевидно то, что ни банкиры, ни инвесторы не оказались способными правильно оценить риски избыточного финансового рычага¹¹. Более того, специальные дочерние компании были вовлечены в чрезмерное преобразование сроков до погашения. Не имея своего собственного капитала, они осуществляли инвестиции в долгосрочные активы, рефинансируя их через денежный рынок. Это могло обернуться катастрофой в случае повышения краткосрочных процентных ставок. Когда предложение на рынке денег резко упало, это и привело к катастрофе [14, р. 20].

8. Неверное использование портфельных теорий, разработанных в 1950-х гг. Марковицем (1952, 1959) для случая стохастически независимых рисков. Риски по облигациям, обеспеченным долговыми обязательствами, созданными в процессе секьюритизации, были положительно взаимосвязаны друг с другом [7]. Не было разработано ни одной портфельной теории, которая могла бы помочь сбившимся с пути инвесторам и рейтинговым агентствам. Спусковой крючок финансового кризиса привел к резкому падению доверия к облигациям, обеспеченным долговыми обязательствами, который был вызван падением цен на рынке недвижимости и ростом дефолтов по ипотечным кредитам. Так как риски по данному виду облигаций не были адекватно оценены, рейтинговые агентства резко понизили уровень рейтингов облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами, с рейтингом AAA [2, р. 2], и цены таких облигаций обрушились вниз, никаких репо по закладным не выдавалось, и межбанковский рынок кредитования обмелел. Как следствие, рефинансирование краткосрочных займов оказалось невозможным, и это вызвало крах денежного рынка.

9. Провал системы вознаграждения менеджеров. Менеджеры финансовых институтов получали высокие бонусы и опционы для покупки акций в зависимости от стоимости компании. Эти принципы вознаграждения менеджеров создавали у них стимулы для увеличения в краткосрочном периоде стоимости компании, пренебрегая при этом долгосрочным развитием. Более того, даже когда финансовый кризис постучал в двери финансовых институтов, они продолжали выплачивать своим руководителям высокие бонусы¹².

10. Уверенность банков в «мягких бюджетных ограничениях»¹³, т.е. уверенность банков в том, что кредитор последней инстанции, в первую очередь центральный банк, а также правительство и международные финансовые институты в конечном счете вмешаются и спасут банки от надвигающегося банкротства. Эти ожи-

¹¹ Автор работы [4] отмечает: «Какими бы ни были причины высокого финансового рычага, его последствия для кризиса предсказуемы. Если по какой-либо причине стоимость активов становится ниже и(или) более неопределенной, тогда чем выше рычаг, тем выше вероятность того, что капитал будет истощен, и тем выше вероятность того, что финансовой институт окажется неплатежеспособным. Именно это, снова, мы и наблюдаем».

¹² См. работу [3, р. 97]: «Банкиры среднего и высшего ранга продолжали получать щедрые вознаграждения несмотря на плохие результаты. Морган Стенли объявил об убытках в 9,4 млрд. долл. в последнем квартале 2007 г. и при этом увеличил размер пакета бонусов на 18%, ссылаясь на то, что убытки были сконцентрированы в секторе структурированных финансов и нельзя лишать награды тех, кто продолжает зарабатывать прибыль. Расходы на оплату труда служащих обычно составляют 50% от доходов инвестиционного банка. В 2007 г. эта доля резко возросла и для некоторых компаний достигла уровня 100%».

¹³ Этот термин был предложен Корнаи (1989, 1986) при анализе предприятий в социалистической экономике. Впоследствии он стал применяться более широко для институтов, которые защищены от банкротства.

дания могли сильно способствовать чрезмерному взятию на себя рисков банками (excessive risk-taking).

11. **Бухгалтерский учет по системе МСФО** (Международные стандарты финансовой отчетности – International Financial Reporting Standards), известный также как справедливый бухгалтерский учет (fair accounting) или переоценка балансовой стоимости активов (mark-to-market). Этот стандарт бухгалтерской отчетности усиливает деловые колебания [3, p. 102; 14, p. 18], так как увеличение цен активов немедленно создает прибыль, в то время как уменьшение цен активов немедленно создает убытки¹⁴. Более того, целевой уровень в 25% доходности на обыкновенную акцию банка, как это было, например, в Дойче-Банке, может быть сигналом о недостатке капитала банка.

12. **Недостаточный контроль для предотвращения мошеннических действий инвестиционных компаний.** Имя, которое однажды мгновенно стало известно каждому – это Бернارد Мэдофф, который использовал принципы игры Понзи и причинил убытки в размере 65 млрд. долл. США; лист пострадавших при этом компаний и физических лиц (составленный 5 февраля 2009 г.) включает в себя представителей из США, Люксембурга, Швейцарии, Австрии, Нидерландов, Германии, Италии, Франции, Испании, Португалии, Великобритании, Австралии, Японии и других стран и содержит 162 страницы (Wikipedia, статья *Bernard L. Madoff*). Комиссия по финансовым рынкам США игнорировала предупреждения, которые приходили с 1999 г., о том, что финансовая империя Мэдоффа основана на гигантской схеме Понзи («*Times Online*», 17 декабря 2008 г.). Другой финансовый скандал, вызванный неадекватной системой регулирования, был связан с компанией «Enron» (детали можно посмотреть в Wikipedia, ввести «Enron»). Цена акций компании достигла максимума в 90 долл. в середине 2000 г., а к октябрю 2001 г. она упала до 0,10 долл. Банкротство «Enron» привело к убыткам для его акционеров в 11 млрд. долл. США. Более того, 65% акций компании принадлежали 15000 служащих «Enron». «В тот день, когда “Enron” объявил о банкротстве, рабочим “Enron” дали 30 минут для того, чтобы собрать свои вещи и покинуть дома, в которых они жили» (Wikipedia, статья «Enron»). Банкротство «Enron» было вызвано крупными ошибками аудита компании, что вызвало расформирование пятой по размеру в мире аудиторской компании «Arthur Anderson». В 2000 г., компания «Arthur Anderson» заработала 25 млн. долл. в качестве оплаты услуг аудита и 27 млн. долл. в качестве оплаты консультационных услуг, что создало конфликт интересов внутри компании, которая была аудитором «Enron».

¹⁴ В 1920 г. в Германии было много дискуссий относительно правильных принципов бухгалтерского учета. Взвешивая «за» и «против» различных методов бухгалтерского учета, Schmalenbach's (1919) dynamische Bilanztheorie в конечном итоге сформулировал основные принципы бухгалтерского учета. Они направлены на правильное определение прибыли, которая могла быть благополучно распределена между собственниками предприятия. Эти методы бухгалтерского учета сослужили хорошую службу при восстановлении немецкой экономики после Второй мировой войны. Современные методы бухгалтерской отчетности МСФО довели идеи, предложенные Шмидтом (1921, 1929) в его «Organische Tageswertbilanz» до их противоположности (заметьте, что Шмидт был, без сомнения, более предусмотрительным, чем МСФО). Идеи Шмидта не преуспели, и на то были свои причины. Кажется, что современные теоретики бухгалтерского учета в большинстве своем ничего не знают о дискуссиях 1920-х гг. и аргументах, используемых в этих дискуссиях. Как следствие, они с легкостью и без критики принимали принципы МСФО.

«Arthur Anderson» проводила аудит политики компании «Enron», которую она же сама и предлагала. Когда кредитные риски от специализированных дочерних компаний стали очевидными, менеджмент «Enron» оказал давление на «Arthur Anderson» для того, чтобы скрыть тяжелую финансовую ситуацию «Enron». В качестве реакции на произошедшее правительство США приняло акт Sarbanas – Oxley¹⁵.

Заключение

По моему мнению, перечисленные двенадцать факторов и есть основные причины текущего финансового кризиса¹⁶. К сожалению, этот кризис затронул не только финансовый сектор экономики, как многие ожидали вначале (мягкая посадка). Фи-

¹⁵ Акт Sarbanas – Oxley – это федеральный закон Соединенных Штатов Америки, введенный в действие с 30 июля 2002 г. после крупных корпоративных скандалов, включая те, в которые были вовлечены компании «Enron», «Nycro International», «Adelphia», «Peregrine Systems», «WorldCom». «Этот закон был разработан Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), которая отвечает за наблюдение, регулирование, инспектирование и слежение за дисциплиной в аудиторских компаниях и их роли как аудиторов акционерных обществ. Этот закон также регулирует вопросы независимости аудиторов, корпоративного управления, установления внутреннего контроля и усиления финансовой прозрачности». (Википедия, статья «Sarbanes – Oxley Act».)

¹⁶ Во время своего визита в Лондонскую школу экономики 5 ноября 2008 г. королева Елизавета поставила вопрос о том, почему так мало экономистов предвидели кредитное сжатие. Ходжсон [15] и девять других экономистов отправили письмо королеве, в котором они упомянули *inter alia*, что «некоторые ведущие экономисты, включая Нобелевских лауреатов Рональда Коуза, Милтона Фридмана и Василия Леонтьева, выражали недовольство тем, что в последние годы экономическая теория превратилась в отрасль прикладной математики и сильно отделилась от реальных процессов, происходящих в мире и действующих в нем экономических институтах... В 1988 г. Американская экономическая ассоциация учредила комиссию, контролирующую состояние высшего экономического образования в США. В сокрушительном обвинении, опубликованном в “Journal of Economic Literature” в 1991 г., комиссия выразила свои опасения по поводу того, что “выпускники высших учебных заведений могут стать поколением со слишком большим количеством идиотских ученых, обученных технике, но абсолютно невежественных в реальных экономических проблемах”. Мы считаем, что узконаправленное обучение экономистов, которое сосредоточено на усвоении математической техники и построении эмпирически непроверяемых формальных моделях, стало основной причиной несостоятельности нашей профессии. Этот изъян усилился за счет того, что многие лидирующие академические журналы и кафедры экономической теории занимаются построением математических моделей для себя самих. Учитывая сложность современной мировой экономики, необходимо использовать более широкий класс моделей, занимающихся сутью вопроса, которые уделяют гораздо больше внимания историческим, институциональным, психологическим и прочим значимым факторам».

Интересно сравнить это утверждение с выступлением Хайека (1937): «Я уверен, что многие воспринимают с раздражением и разочарованием те тенденции, которые присущи всему современному анализу равновесных состояний, тенденцию превратить экономику в раздел чистой логики, в набор очевидных предположений, которые, как в математике или геометрии, не являются предметом никакой другой проверки кроме как проверки на внутреннюю логичность. Моя критика последних тенденций, делающих экономическую теорию все более и более формальной, не в том, что они заходят слишком далеко, а в том, что эти тенденции не позволяют поставить на свое место анализ причинно-следственных взаимосвязей, который использовал бы формальную экономическую теорию как инструмент, так же как и математику».

нансовый кризис превратился в серьезный экономический кризис (hard landing). (Подробности см. [9, p. 82–91].) Для сглаживания отрицательного воздействия кризиса на экономику и спасения банков, страховых компаний и других финансовых институтов правительства позволили себе огромный дефицит, а центральные банки вернулись к политике интенсивной накачки денег, не обеспеченных реальными активами. Европейский центральный банк начал рассматривать возможность покупки корпоративных облигаций. Федеральная резервная система решила скупать государственные облигации. При текущем состоянии государственных финансов мы не можем исключить возможность того, что финансовый кризис превратится в кризис государственного долга. Как избежать такого развития событий – это уже другая история.

* *

*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Barth J.R.* U.S. Subprime Mortgage Market Meltdown. Paper presented at the 14th Dubrovnik Economic Conference of the Croatian National Bank, June 25–28, 2008, Dubrovnik, Croatia.
2. *Benmelech E., Dlugosz J.* The Alchemy of CDO Credit Ratings: Working Paper. Harvard Business School, 2008.
3. *Blackburn R.* The Subprime Crisis // *New Left Review*. 2008. 50. P. 63–106.
4. *Blanchard O.* The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies // *CESifo Forum*. 2009. 10/1. P. 3–14.
5. *Bridgewell D.A.* The Federal Home Loan Bank Board and its Agencies: A History of the Facts Surrounding the Passage of the Creating Legislation, The Establishment and Organization of the Federal Home Loan Bank Board and the Bank System, The Savings and Loan System, The Home Owners' Loan Corporation, and the Federal Savings and Loan Insurance Corporation. Washington DC: Federal Home Loan Bank Board, 1938.
6. *Chambers M.S., Garriga C., Schlagenhaut D.* Mortgage Innovation, Mortgage Choice, and Housing Decisions // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2008. 90/6. P. 585–608.
7. *Danielsson J.* The Emperor Has No Clothes: Limits to Risk Modelling // *Journal of Banking and Finance*. 2002. 26. P. 1273–1296.
8. DCRSOnline. Staatsverschuldung von 1,7 Billionen Euro erwartet. (21.07.2009).
9. EEAG (European Economic Advisory Group). The EEAG Report on the European Economy 2009, Munich: EEAG and CESifo, 2009.
10. *Felton A., Reinhart C.* (eds.) The First Global Financial Crisis of the 21st Century. London: A VoxEU.org Publication, Centre for Economic Policy Research, 2008.
11. *Fisher I.* The Debt-deflation Theory of Great Depressions // *Econometrica*. 1933. 1. P. 337–357.
12. *Garriga C., Gavin W.T., Schlagenhaut D.* Recent Trends in Homeownership // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2006. 88. P. 397–411.
13. *Hayek F.A. von* Presidential Address Delivered before the London Economic Club; November 10, 1936. Downloadable: <http://www.virtualschool.edu/mon/Economics/HayekEconomicsAndKnowledge.html> [reprinted: *Economica*. 1937. 4. P. 33–54].
14. *Hellwig M.* The Causes of the Financial Crisis // *CESifo Forum*. 2008. 9/4. P. 12–21.

15. *Hodgson G.M.* Letter to Queen Elizabeth. Dated August 10, 2009, University of Hertfordshire, Hatfield, 2009. Downloadable: <http://www.feed-charity.org/user/image/besleyhennessy2009a.pdf>
16. *Kindleberger C.P.* Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. N.Y.: Basic Books, 1978; revised 1989 and 1996.
17. *Kindleberger C.P., Lafargue J.-P.* (eds.) Financial Crises, Theory, History, and Policy. Cambridge: Cambridge University Press, 1982.
18. *Kornai J.* Economics of Shortage. Amsterdam: North-Holland, 1980.
19. *Kornai J.* The Soft Budget Constraint // *Kyklos*. 1986. 39. P. 3–30.
20. *Leonhardt D.* Be Warned: Mr. Bubble's Worried Again // *New York Times*. August 21, 2005.
21. *Markowitz H.M.* Portfolio Selection // *Journal of Finance*. 1952. P. 77–91.
22. *Markowitz H.M.* Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. N.Y.: John Wiley & Sons, 1959.
23. *McDonald D.J., Thornton D.L.* A Primer on the Mortgage Market and Mortgage Finance // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2008. 90. P. 31–45.
24. *McGrattan E.R., Prescott E.C.* The 1929 Stock Market: Irving Fisher Was Right. Research Department Staff Report 294 (revised). Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2003.
25. *Minsky H.P.* Can «It» Happen Again? Essays in Instability and Finance, Armonk. N.Y.: M.E. Sharpe, 1982.
26. *Minsky H.P.* Stabilizing an Unstable Economy. New Haven CT: Yale University Press, 1986.
27. *Mizen P.* The Credit Crunch of 2007–2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2008. 90. P. 531–567.
28. *Pinner F.* Die großen Weltkrisen im Lichte des Strukturwandels der kapitalistischen Wirtschaft. Zurich, Leipzig: Max Niehans, 1937.
29. *Reinhart C., Rogoff K.* This Time is Different. Princeton: Princeton University Press, 2009.
30. *Schmalenbach E.* Grundlagen Dynamischer Bilanzlehre // *Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung*. 1919. 13. S. 1–60, 65–101.
31. *Schmidt F.J.A.* Die organische Bilanz im Rahmen der Wirtschaft. Leipzig: Gloeckner, 1921. [3rd edition 1929 entitled Die organische Tageswertbilanz.]
32. *Shiller R.J.* Irrational Exuberance. Princeton NJ: Princeton University Press, 2000; second edition: 2005.
33. Wikipedia entry Staatsverschuldung. 2009.
34. *Wheelock D.G.* What Happens to Banks When House Prices Fall? U.S. Regional Housing Busts of the 1980s and 1990s // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2006. 88. P. 413–429.
35. *Wheelock D.G.* The Federal Response to Home Mortgage Distress: Lessons from the Great Depression // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2008a. 90. P. 133–148.
36. *Wheelock D.G.* Changing the Rules: State Mortgage Foreclosure Moratoria During the Great Depression // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2008b. 90. P. 569–583.