

ЛИКВИДНОСТЬ И ПРОЦЕСС ФИНАНСИАЛИЗАЦИИ

*Раду КУХАЛ, доктор экономики, конференциар университет; НБМ,
Иван МИХАСЬ-ФЕНКОВСКИЙ, доктор экономики, профессор,
Львовский Национальный Университет
Людмила СТАРИЦЫНА, доктор экономики, конференциар
исследователь; НБМ*

The global financial and economic crisis during 2007-2009 and its continuation to date, was caused not only by economic factors but also by many others, such as social, geopolitical, historical and cultural factors. In this context, financial engineering that led first to a monetization of the world economy and on the other hand to an increase in the sovereign and corporate debt, had led to a decrease in productive investments, excessive liquidity issues by central banks and social pressures. Thus, the analysis of the factors that led to a new world economic crisis could help finding ways out of the situation and to minimize the risks of another crisis.

Волнения на финансовом рынке в 2007-2009 гг. были вызваны совокупностью факторов – исторических, геополитических, социальных и даже культурных. В настоящее время существует множество различных точек зрения по поводу причин возникновения кризиса. Все аргументы можно разделить на три группы. **Во-первых**, в рамках теорий структурных причин кризиса он понимается как следствие глобальных дисбалансов (сбережений, рынков и в целом экономики). Или же, в более узком смысле, - краха определенного этапа капитализма, названного капитализмом денежного управления, займового или потребительского капитализма англо-саксонского типа [1].

Во-вторых, причины кризиса усматривают в промышленной, рыночной или политической практике. В контексте финансового рынка кредитный кризис- это кризис секьюритизации и ресекьюритизации. С точки зрения экономической политики кризис – это несостоятельность управления финансами, вызванного либо силами рынка, либо интенсивным лоббированием освобождения экономики от контроля законодательства. В качестве альтернативной точки зрения кредитный кризис также рассматривается как результат колоссального провала всей неолиберальной парадигмы управления экономикой, наиболее ярко прослеживающегося в англо-саксонских странах [2].

В-третьих, популярны «поведенческие» объяснения кризиса. При рассмотрении регулируемых экономик авторы таких исследований видят причину кризиса в нарушении структуры целей и стимулов в финансовой сфере. Приверженцы этих поведенческих концепций особое внимание уделяют «человеческому фактору». Подчеркивая влияние некомпетенции, поведенческие теории обнаруживают непрофессионализм руководства отдельных финансовых организаций, безответственность поставщиков, продавших покупателям заведомо рискованный товар, игнорирование многих предупреждений и предпосылок приближающегося кризиса, недостаточную компетентность в сфере экономики не только государственных деятелей, но и ученых, которые не предвидели события на финансовом рынке.

Три группы теорий не исключают друг друга. Во всех кризис рассматривается как результат финансовой нестабильности и подчеркиваются непреодолимый соблазн успеха и жажды «легких денег». Все три группы теоретиков едины во мнении, что кризис был вызван **финансовыми инновациями** (существуют значительные расхождения в политических и

идеологических интерпретациях данной проблемы). Но для всех трех направлений характерны фундаментальные различия при определении роли общих и системных факторов кризиса применительно к его специфическим характеристикам.

Историческая значимость кредитного кризиса заключается в том, что это первый крах капитализма, основанного на торговле риском [3]. Возможность локализации, переоценки и перераспределения рисков была основным двигателем секьюритизации, включая и ипотечный рынок. Ключ к такой возможности финансовых институтов перераспределять рискованные активы – в контроле над риском и способности формировать «ликвидность».

Возникло ощущение, что была создана универсальная технология, в которую верили и стремились использовать во всех возможных секторах рынка.

В более узком смысле сама суть финансовых инноваций и секьюритизации заключалась в превращении изначально неликвидных активов в ликвидные. Какое-то время этот механизм нормально работал: банки получали все больше прибыли, так как появилась возможность ликвидировать кредитные риски; клиенты были довольны, так как получали деньги; кредитно-рейтинговые агентства, не испытывая особых подозрений, повышали ставки за принятие положительных решений; политики были довольны ростом рейтингов на фоне экономического подъема. Расширяющаяся сфера действия ликвидных активов, как и информация об избытке глобальной ликвидности в 2002- 2007 гг., усиливали уверенность в том, что финансовые инновации создают ликвидность и, следовательно, богатство.

Финансисты видели свою миссию в извлечении выгоды из создавшейся избыточной ликвидности за счет увеличения предложения. Многие предупреждения о приближающемся кризисе остались без внимания: последовавший кризис означал **крах грандиозной иллюзии ликвидности.**

Ликвидность и кризис инвестиций

В контексте финансовой глобализации понятие «ликвидность» чаще всего используется для анализа финансового рынка. Ликвидность определяет степень конвертируемости актива в деньги или вероятность совершения такого обмена в краткие сроки без снижения стоимости. В таком понимании ликвидность становится ценообразующим фактором: если актив имеет ценность, то для него существует рынок сбыта. Наличие рынка, в свою очередь, свидетельствует о ликвидности актива. Если актив обладает ликвидностью, рынок сбыта можно расширить, тем самым получив большую прибыль за счет увеличения предложения. Так как опыт финансовых инноваций отчасти подтвердил эту теорию, ликвидность стала рассматриваться как синоним уверенности в рыночной ситуации.

Проблема ликвидности носит концептуальный характер. **Ликвидность – сложное, многомерное понятие. Оно описывает качество- актива, рынка, организации или экономического сообщества. Ликвидность – это и количественный показатель, который чаще всего ассоциируется с денежным пулом или кредитом, доступными данной системе в конкретный момент времени.** Ликвидность выражает вероятность совершения той или иной транзакции без ущерба для преобладающих тенденций рынка. Понятие ликвидности также включает объем рынка для определенного вида актива и скорость, с которой может быть совершена транзакция.

Более того, ликвидность может означать все перечисленные факторы в комплексе и одновременно характеризовать несколько уровней экономической

деятельности, например ликвидность отдельного банка, сегмента рынка, национальной экономики и, наконец, мировой финансовой системы в целом. Помимо этого, понятие рассматривается циклично: в периоды экономических подъемов и спадов. Или же, как подчеркивают многие экономисты, ликвидность продажи отличается от ликвидности покупки. Ликвидность, считавшаяся избыточной в докризисный период, отличается от ликвидности, исчезнувшей во время кризиса. Активы, которые легко продать, когда инвесторы уверены в их выгоды и характеристиках риска, часто становятся дорогими и низкокачественными, превращаются в неликвидные задолженности, когда уверенность инвесторов исчезает. В этой связи ликвидность может исчезнуть в буквальном смысле мгновенно.

Именно это и произошло с триллионами долларов секьюритизированного долга и множеством сложных непрозрачных финансовых инструментов в 2007-2009 гг. На пике кредитного бума 2002- 2007 гг. финансовые институты предлагали «привлекательные» зарплаты работникам, банки имели возможность уверенно продавать большие объемы сложных финансовых инструментов клиентам по всему миру. Как выяснилось позднее, очень немногие покупатели взяли на себя труд выяснить природу этих инструментов. Их волновала лишь высокая ликвидность рынка соответствующих продуктов, благодаря которой они и, что еще важнее, их конкуренты, получали большие прибыли. Когда «бум» закончился, искусственные финансовые продукты показали свое истинное лицо, и их рыночная ликвидность исчезла.

Вместе с ней исчезли и рынки сбыта: если в 2007 г. в США был секьюритизирован долг в размере 2,5 трлн. долл., то в 2008 г. продажи покупателям частного сектора практически не осуществлялись [4]. Финансовые специалисты и эксперты оказались лишь высокомотивированными продавцами, считавшими своей задачей любой ценой убедить клиента приобрести секьюритизированный долг.

В центре этих и других «загадок» кредитного кризиса находится проблема ликвидности и ее метаморфозы в современной финансовой системе. Многие исследователи кризиса сходятся во мнении, что его **причиной послужил отток ликвидности с рынка**. Но существуют расхождения относительно самого понятия ликвидности в нынешних условиях, и с ростом числа теорий о причинах кризиса они становятся более очевидными.

В период кейнсианской экономической стабильности ликвидность имела общее значение **качества актива** и рассматривалась с денежных позиций. И хотя даже сегодня, деньги, вероятно, - самое противоречивое понятие в экономической теории, большинство исследователей едины во мнении: **ликвидность - это свойство актива**. В данном контексте ликвидность определяется условиями рынка, но тесно связана с понятием денег: ликвидность- это возможность реализовать актив и получить средства, доступные для быстрого использования или повторного инвестирования в денежной форме [5, p.43].

Но со временем реальность финансовых рынков осложнила ситуацию. В 1971 г. послевоенная система фиксированных обменных курсов и финансового регулирования была демонтирована. В результате финансовых инноваций государство утратило монополию в сфере кредитования. Финансовый сектор из части экономики услуг, выступавшей посредником между кредиторами и инвесторами, превратился в отрасль операций по торговле рисками и ценными бумагами. В то же время понятие ликвидности претерпело ряд метаморфоз.

Прежде всего, трансформация ликвидности проходила одновременно с ростом свободных финансовых рынков. На протяжении столетий в эпоху

металлических денег, затем в эру золотого стандарта и даже во времена фиксированных обменных курсов понятие ликвидности было тесно связано, во-первых, с государственными кредитными средствами, а во-вторых, с возможностями банковской сферы расширять кредитование. После заката Бреттон-Вудской системы **ликвидность – в функциональном и концептуальном смысле – стала рассматриваться в контексте самих финансовых рынков.** Ключевым фактором в этой тенденции стало возникновение во второй половине 1960-х годов нерегулируемого финансового пространства- Европейского экономического сообщества. Созданный коммерческими банками для ухода от государственного регулирования, европейский валютный рынок стал главным мировым центром формирования ликвидности и кредитного финансирования. Позднее его болезнью стало избыточное кредитование, что проявилось во время мирового кредитного кризиса 1980-х годов [6, p.32].

Вторая «мутация» ликвидности связана с так называемой революцией секьюритизации. В теории секьюритизация – это технология обеспечения кредита за счет перенаправления финансовых потоков, полученных от различных активов со сходными характеристиками. Таким образом, создаются ценные бумаги (транши) с варьирующимся соотношением риска и доходности, привлекательные для инвесторов. **Этот механизм основан на идее экономической гибкости: секьюритизируя нереализованные продукты и выводя их на рынок, финансовые институты назначают их цену, расширяют собственность, а следовательно, усиливают экономику в целом за счет развития сети экономических операций.** По этой причине в теории предполагается, что секьюритизация повышает ликвидность и экономическую стабильность.

Существует мнение, что секьюритизация имеет несколько плюсов для экономики. На волне успешного преодоления кризиса задолженностей 1980-х годов секьюритизация кредитов стала способом превратить низкокачественные сомнительные займы в ценные бумаги, которые затем поступали на финансовые рынки. Благодаря техническим и научным достижениям, а также за счет развития рынков вторичных ценных бумаг, секьюритизация кредитов способствовала росту разнообразия и увеличению объема сделок на мировых финансовых рынках. Это, в свою очередь, создало иллюзию высокой ликвидности этих рынков и объема кредитного пула. Банки быстро стали основными игроками мирового финансового рынка, все больше полагаясь на технологии секьюритизации в управлении ценными бумагами. Но одновременно с этим теряло смысл понятие «ликвидности» в привязке к механизму мобилизации капиталов через кредитно-финансовую систему или к кредитному пулу, регулируемому государством.

Примечательно, что первые исследователи ликвидности, например, Кейнс, подчеркивая ее изменчивый и многомерный характер, рассматривали ликвидность как двустороннее явление, включающее свойства активов и рынков, и понимали ее как денежное выражение ценности актива. Впоследствии авторы, изучавшие ликвидность как финансовую категорию, отказались от такого подхода, уделяя основное внимание **связи ликвидности рынка и рисков [7, p.236-255].** Причины подобных изменений **исследовательских подходов** следует искать в событиях в сфере финансов после 1971 г. Приватизация финансовых и экономических рисков, а также денационализация денег стали причинами перехода процесса формирования ликвидности из государственного сектора экономики на свободные финансовые рынки [8].

Сокращение государственного вмешательства и либерализация экономики только усилили эту тенденцию, превращая ликвидность в категорию и

инструмент рынка и рыночных механизмов ценообразования. В результате в последние десятилетия исследователи финансовой и макроэкономической сфер рассматривают ликвидность не как свойство актива, а как показатель общего состояния и жизнеспособности финансового рынка. Словарь финансовых терминов в Интернете дает следующее толкование: « Ликвидность отражает высокий уровень торговой деятельности, позволяющий приобретать и продавать при минимальных колебаниях цены. Кроме того, это рынок, позволяющий совершать операции купли- продажи с относительной простотой» [9].

Эта цепь мутаций, как научных, так и рыночных, привела к тому, что в большинстве современных определений связь понятий «деньги» и «ликвидность» исчезла. Мировая финансовая система основана на кредитовании и широком разнообразии экономических операций. С ускорением процесса дематериализации денег связь ликвидности с денежным выражением или деньгами повышенной эффективности может показаться нелогичной. В современном понимании ликвидность связана со сложным механизмом финансовых операций на рынке и подвержена влиянию различных рисков. **В свою очередь, это привело к возникновению нескольких взаимосвязанных допущений, сформировавших взгляды в экономической теории и стратегии в преддверии мирового кредитного кризиса.**

Расширение мировой кредитной системы обусловило процесс **демонетизированной финансиализации**. Он включает две взаимосвязанные тенденции современного капитализма. **Во- первых**, углубление финансового сектора и рост влияния финансовых отношений на социально-политическое развитие (социологи называют это финансиализацией). **Во- вторых**, процесс секьюритизации, позволяющий финансовым институтам превращать неликвидные займы в конкурентоспособные ценные бумаги, получая при этом значительные прибыли. Для понимания природы и поведения ликвидности важен один из аспектов упомянутой тенденции: с расширением процесса финансиализации ликвидность утратила свойства общественного блага. Деньги несут в себе противоречие общественных и частных благ. Так и ликвидность быстро приобрела свойства частного инструмента финансовых рынков – ее создают частные игроки рынка с целью извлечь личную выгоду. Таким образом, расширение кредитной системы и накопление материальных благ, или финансиализация, негативно повлияли на динамику эффективности, торговлю, рост реального сектора экономики, а главное, затормозили развитие сферы денег повышенной эффективности.

Традиционные теория и практика финансовой сферы поддерживали и направляли эти течения, заключив эти новые явления в **парадигму наукообразной финансовой системы**. В этом контексте посредничество между вкладчиками и заемщиками не относится к ключевым функциям финансовой системы в целом, эта роль отводится сектору коммерческих банков. Основная задача финансовой системы сегодня – управление и оптимизация рисков в три этапа. Первый – локализация и оценка рисков (создание ипотечного пула нескольких ипотечных заимодателей); второй – их группировка в определенные финансовые схемы (ипотечные транши, или структурированные финансовые продукты); третий – перераспределение рисков среди желающих их приобрести (например, за счет продажи третьим и четвертым лицам, часто организациям, специализирующимся на подобных продуктах, либо путем списания с баланса, что произошло со многими секьюритизированными продуктами повышенного риска) [10].

Эта сложная цепь финансовых инноваций называется «наполнением рынка».

В условиях рынка субстандартных кредитов оптимизация рисков и создание рынков казались ключом к общественному благосостоянию. В развитых странах «рынок субстандартных кредитов предоставляет возможности для продажи и наполнения... Он позволяет получить кредиты на жилье тем, кто в других условиях остался бы бездомным. Посредством оценки рисков кредитных продуктов различного качества банки выдают кредиты клиентам, которые в иной ситуации их бы не получили. Вторичный ипотечный рынок позволяет получить кредит всем клиентам, отвечающим минимальным требованиям. Развитие рынка субстандартных кредитов повышает благосостояние клиентов за счет большого числа схем кредитования и гибкости» [11, p.163-164].

По словам А. Гринспена, «процесс финансовых инноваций замедлится, когда мировые финансовые рынки заполнятся и все финансовые риски можно будет выгодно перераспределить среди желающих их приобрести» [12]. Распространено мнение, что финансовые инновации, полагаясь на научные подходы к управлению рисками и сложные математические модели для их оценки, создают новые возможности для оптимизации риска и заполняют рыночную систему. В теории секьюритизация преобразует неликвидные активы без определенной цены (кредиты на недвижимость и автомобили, студенческие ссуды, ипотечные кредиты) в пользующиеся спросом гибкие финансовые продукты, за счет чего происходит оптимизация рисков и повышение ликвидности финансовой системы в целом. В этой связи, А. Гринспен утверждает, что процесс выхода за пределы рынка субстандартных кредитов символизировал новую парадигму управления кредитными операциями.

Структурный переход к банковской модели «создания и распределения» происходил одновременно **со значительным ростом хеджфондов**. В указанной модели банк не является учреждением, которое только принимает вклады и выдает кредиты. Банк стал конкурентным финансистом, который стремится увеличить сборы и комиссионный доход от созданных активов, управлять этими активами через аффилированные организации (специализированные инвестиционные компании), через гарантию размещения ценных бумаг, обеспеченных этими активами, и их обслуживание. Одновременно с этим шел процесс усложнения и специализации офшорных финансовых учреждений и технологий, расширялась так называемая теневая банковская сфера, распространялись новые методы регулирования рисков и торговли (стоимость под риск). Это обусловило расширение разнообразия и рост сложности самих финансовых продуктов.

Удивительно, что в потоке финансовых инноваций, определившем лицо мировой финансовой системы в последние два десятилетия, многие новые продукты управления рисками были настолько узкоспециализированными, что никогда не продавались на свободном рынке. Согласно Дж. Тетт, в 2006 и начале 2007 г. было создано долговых обязательств, обеспеченных активами, не менее чем на 450.0 млрд. долл. Но вместо продажи, как предполагает принцип активного управления рисками, они были распределены среди внебалансовых банковских структур (механизмы структурированных инвестиций) или же просто были оставлены на балансе банка. В широком понимании, это элементы «теневого банковской системы». Они включают специализированные инвестиционные структуры, созданные с определенной целью – секьюритизировать «официальные» банковские операции. Как правило, они зарегистрированы в офшорных зонах и не имеют гарантий центральных банков. Чаще всего эти инструменты не удавалось продать, и они оставались на счетах банка.

Тетт доказывает, что финансовые инновации, которые должны были

способствовать созданию более свободных рынков и оптимизации рисков, на самом деле привели к возникновению непрозрачного финансового мира с высокой концентрацией рисков, но еще важнее, механизмы этих процессов не были ясны. Руководство Standard&Poof’s признает, что в 2006 г. компьютерным программам требовалось несколько дней, чтобы оценить риски сложных секьюритизированных продуктов [13].

Насколько важно сочетание этих тенденций для понимания причин мирового кредитного кризиса? Становится очевидным, что большинство существующих аналитических и политических моделей мировой финансовой системы основаны на одном допущении: понимании ликвидности как свойства рынка или организации, а не актива. На уровне финансовых институтов аксиома о способности финансовых инноваций сделать любой актив, а конкретнее – долг, ликвидным привела к тому, что в современном понимании ликвидность не отражает свойств актива самого по себе. Хотя в некоторых исследованиях проводится различие между рыночной и системной ликвидностью (или между ликвидностью спроса и кредитования в англо-саксонских экономиках), все равно речь идет о ликвидности рынка, отражающей объем рынка сбыта для реализации активов или страхования рисков, свойственных этим активам. На этом подходе основано большинство современных моделей финансового управления [14, p.13-17]. Здесь, в свою очередь, ликвидность отражает уверенность в рыночной ситуации, позволяющей совершать операции купли-продажи при стабильном уровне цен.

Такое толкование ликвидности привело к возникновению цепи ошибочных допущений, послуживших фундаментом грандиозной иллюзии, которая в свою очередь стала истинной причиной мирового кредитного кризиса. **Первое заблуждение** – вера в то, что способность финансовых посредников локализовать, оценить и продать новые финансовые продукты и есть главный фактор возникновения и распределения ликвидности на рынке. **Второе заблуждение** – восприятие объема рыночной торговли и оборота как синонимов ликвидности. **Третье заблуждение** – отождествление ликвидности многих отдельных рынков с ликвидностью (или финансовой жизнеспособностью) всей экономической системы. В основе этой цепи заблуждений лежит идея о том, что многочисленные формы финансовых инноваций повышают ликвидность экономической системы в целом.

Представляется, что это непонимание происходит из ложного толкования ликвидности, ошибочного (как с научной, так и с политической точек зрения) восприятия динамики отношений между частными финансовыми инновациями и ликвидностью всей финансовой системы. Ложное толкование ликвидности-причина иллюзии богатства и веры в способность финансовых рынков создавать деньги, истинных причин мирового кризиса.

Библиография

1. Wade R. The World Debt Crisis of 2007-2010 in Global Perspective // Challenge. 2008. July-August. P.23- 54; Gamble A. The Spectre at the Feast: Capitalist Crisis and the Politics of Recession. L.: Palgrave, 2009.
2. Soros G. The New Paradigm for Financial Markets. N.Y.: Public Affairs, 2008.
3. Bernstein P. Capital Ideas. N.Y.: Wiley, 2005; Shiller R. The Subprime Solution. Princeton: Princeton University Press, 2008.
4. Tett G., Duyn A. van. Under Restraint // Financial Times. 2009. July7.
5. Hirschleifer J. Liquidity, Uncertainty and the Accumulation of Assets // CORE Discussion Paper. 1986. No 6810. P. 43.
6. Guttman R. Cybercash. The Coming Era of Electronic Money. L.: Palgrave Macmillan, 2003. P.32.
7. Allen F., Gale D. Bubbles and Crises // Economic Journal. 2000. Vol.110, No 460. P.236-255.

8. Holmstrong B., Tirole J. Private and Public Supply of Liquidity // Journal of Political Economy. 1998. Vol.106, No 1.P.1.
9. Farlex Free Dictionary. www.thefreedictionary.com.
10. Toporowski J. It's Not About Regulation... // DIIS Working Paper. 2009. No 2009:08.
11. Chinloy P., MacDonald N. Subprime Lenders and Mortgage Market Completion // The Journal of Real Estate Finance and Economics. 2005. Vol.30, No 2. P. 163-164.
12. Greenspan A. Corporate Governance / Conference on Bank Structure and Competition. Chicago, iii., 8 May 2003.
13. Tett G. Lost Through Destructive Creation // Financial Times.2009. March 1.
14. Crockett A. Market Liquidity and Financial Stability // Financial Stability Review (Special Issue on Liquidity). P.: Banque de France, 2008. Feb. P. 13-17.