

## ЛИКВИДНОСТЬ И ПАРАДИГМА САМОРЕГУЛИРУЮЩИХСЯ ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ

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

*The global financial and economic crisis that affected the world economy during the last years, led to theoretical and practical discussions on the role of banking system in the world economy. At the same time, there are discussed in detail and analyzed the fundamental factors that led to that situation, especially the issue of liquidity and credit crunch. In this context, this Article is a contribution to the global financial situation analysis through the excessive liquidity factor analysis and self-regulation paradigm of financial systems.*

«Стабильность всегда дестабилизирует» - утверждал Мински в своей теории финансовой нестабильности. По его мнению, в «хорошие времена» население становится беспечным, излишне самоуверенным и оптимистичным, оценивая свое положение на рынке, а это приводит к большей зависимости от займов и недооценке рисков. Большинство наблюдателей сходятся во мнении, что основной причиной мирового кредитного кризиса были широко распространенная **недооценка или недопонимание рисков финансовыми агентами** как следствие общего убеждения в стабильности, экономического процветания и оптимистических прогнозов в экономике.

И действительно, многие исследователи кредитного кризиса признают, что его причиной была систематическая недооценка рисков и искусственное увеличение кредитного «пузыря». Некоторые исследователи США до настоящего времени считают, что причиной кризиса стал **переизбыток ликвидности на развивающихся рынках**. Эксперты, анализирующие кризис, признают роль ликвидности на первом этапе кризиса 2007-2008 гг., разграничивая при этом приток зарубежного капитала и фиктивный экономический рост в США: «Создание новых ценных бумаг способствовало притоку инвестиций из-за рубежа ... переходу к принципу «создания и распределения» ... все это в конечном счете привело к упадку стандартов кредитования. Финансовые инновации, которые должны были стабилизировать рынок, переложив риски на самых надежных, привели к невероятному увеличению кредита и усилили рост цен на недвижимость» [1, p.78].

Банк международных расчетов провел глубокий анализ последствий недооценки рисков ликвидности и пришел к выводу, что в этой ситуации ликвидность была лишь иллюзией: рынки занижали цену ликвидности, а финансисты недооценивали риски, связанные с ней. Другими словами, **иллюзия ликвидности – это ложный оптимизм компании, управляющего фондом или правительства по отношению к безопасности и устойчивости их портфеля или рынка в целом**. Как показал кредитный кризис, эта иллюзия может привести к вполне реальным и разрушительным последствиям – социальным, экономическим и политическим. В этом плане многие новые теории кризиса схожи с теорией Мински, так как в них почти всегда возникает «момент Мински», или кризис пирамиды Понци.

Но только незначительная часть теории Мински перекликается с

общепринятыми толкованиями причин глобального финансового коллапса. Признавая риски, связанные с общей макроэкономической ситуацией и ожиданиями инвесторов, большинство аналитиков упускают из виду суть этой теории. Лишь немногие из них с сомнением относятся к самой идее о том, что частные посредники могут расширить сферу частной ликвидности, тем самым принося нестабильность в финансовую систему.

Мински считал, что «паутина» кредитозависимых финансовых инноваций имела двойное воздействие на ликвидность системы. **С одной стороны**, введение инноваций увеличивает скорость денежного оборота. Но, как и предупреждал Мински, «любая инновация, дающая предпринимателям новые источники финансирования и создающая альтернативы наличности, уменьшает ликвидность экономики» [2, p.173]. Последняя волна секьюритизации была вызвана исключительно верой в то, что сложные схемы перераспределения займов, создание новых продуктов и рынков обеспечат бесконечный запас ликвидности. На самом деле она привела финансовую систему к неликвидному и уязвимому состоянию.

**На уровне национальной системы финансов секьюритизация создала невероятно сложную и запутанную иерархию кредитных инструментов, ликвидность которых была лишь предположением, но не гарантией.** Самое главное, что некоторые «игроки» знали об этой угрозе. Незадолго до начала раздувания фондового пузыря один из крупных инвесторов предупредил свою компанию о некоторых рисках, связанных с ликвидностью. Хотя стратегия секьюритизации этой компании была основана на предположении, что облигации, обеспеченные пулом ипотек, будут более ликвидны, чем предмет их обеспечения - собственность, он предупредил, что это предположение слишком недальновидно и основано исключительно на оптимизме рынка.

Знаменательным результатом кредитного кризиса стало то, что многие финансовые организации включили ликвидность в список **серьезных угроз для экономической стабильности**. Однако большинство дискуссий о роли ликвидности в кризисе, проблемах оценки и учета рисков свелись к тезису, что падение ликвидности было результатом общего краха рынка, **а не системной тенденцией**. Ни один исследователь не провел параллели между излишками частных финансовых инноваций и уменьшением ликвидности, хотя доказательства было достаточно. К примеру, в октябре 2008 г. Банк Англии зарегистрировал истощение ликвидных активов по отношению к сумме активов банковского сектора.

Происходившая в тот момент паника показала, что в более благоприятные времена некоторые банки стремились снизить издержки по ликвидным активам, заменяя традиционные ликвидные активы (ценные государственные облигации) на структурированные кредитные продукты. Это было эпизодом затянувшегося упадка банковских ликвидных активов, который позже повторился и в других странах [3, p.39-40].

В связи с этим остается открытым вопрос о кредитном кризисе. Если участники кредитного бума сами признают, что основы их инновационных методов были шаткими и вся традиция экономической науки говорит об опасностях финансовой эйфории и инноваций, то **как иллюзия ликвидности могла просуществовать так долго? Отчасти ответ на этот вопрос можно найти в парадигме саморегулирующихся финансовых систем и соответствующей трактовке феномена ликвидности.**

В узком понимании глобальный обвал рынка был сосредоточен вокруг ипотечной индустрии США. В более широком международном понимании это

был кризис секьюритизации. В связи с этим важно понимать, **что секьюритизация сама по себе стала функциональной формой саморегулирующейся и эффективной финансовой системы и в последние десятилетия задавала тон в управлении и регулировании финансовой сферы.**

Ликвидность в рамках данной парадигмы – это сущность всякой рыночной сделки и основа функционирования любой финансовой системы. Некоторые исследователи считали ликвидность синонимом понятия «капитализм». «Ликвидность – это стремление к богатству, право и обоснования чьих-либо претензий на него» [4, p.20]. В эпоху финансового капитализма с его сложными торговыми операциями и продуктами, с тем, что любая возможность может быть оценена, секьюритизирована и передана другим игрокам на рынке, ликвидность финансовых рынков может предполагаться, но далеко не всегда гарантируется. **Основными причинами этого были идеология совершенного рынка и теория финансовых инноваций. Как и в любой другой сфере, инновации в мире финансов появляются, как результат стремления получать большую прибыль в меньшие сроки и соответственно увеличивая ликвидность.**

При этом «более высокая ликвидность» так и осталась довольно размытым понятием. **С одной стороны,** все финансовые инновации долгое время рассматривались как шаг к увеличению ликвидности: привлекая больше разнообразных активов на рынок, оценивая и затем, передавая их тем, кто может себе это позволить, финансовые трейдеры увеличивают масштаб финансовых рынков, тем самым увеличивая оборот и, проще говоря, ликвидность.

**С другой стороны,** такие критики ортодоксальной теории финансов, как Мински, ставили под сомнение значимость взаимосвязи новых финансовых продуктов с ликвидностью экономики в целом. Процесс разработки, оценки и внедрения новых кредитных инструментов, рынков и организаций был вызван стремлением к большей ликвидности на мировых финансовых рынках. В то же время новые финансовые инструменты всего лишь усиливают иллюзию ликвидности, находясь при этом в зависимости от ликвидности основных фондов. К примеру, секьюритизация – последнее слово в финансовой инженерии – одновременно увеличивает ликвидность и полагается на нее. Она «увеличивает ликвидность базисных займов, трансформируя их в оборотоспособные ценные бумаги. **С другой стороны,** финансирование большого количества участников рынка, необходимое для процесса секьюритизации, всецело зависит от стабильной ликвидности» [5, p. 11].

Секьюритизация имеет ряд спорных воздействий на само понятие ликвидности. Теоретически секьюритизация - это «способ создания ценных бумаг с помощью управления финансовыми потоками, основанными на различных структурированных активах с определенными общими качествами. Таким образом, можно создать пакет ценных бумаг (транш) с разными уровнями оценки риска, которые подойдут требованиям разных инвесторов» [6]. Сторонники этого подхода утверждают, что задача секьюритизации – предоставить альтернативный вид финансирования для компаний с предсказуемыми доходами, а также помочь кредитным учреждениям в более эффективном расчете кредитных рисков, что позволит им выдавать больше кредитов. Они полагают, что секьюритизация увеличивает ликвидность рынков в целом, благодаря созданию ценных бумаг из неликвидных активов.

Эта идея далеко не нова. Исторически, как и в других важных финансовых сегментах ( к примеру, международный евродолларовый рынок создан едва ли не по случайности, а стал общепризнанным), **секьюритизация была реакцией банковского сектора на второе Базельское соглашение о финансовом**

**регулировании.** Базельские требования сделали невыгодным учитывать на балансе гарантированные и ликвидные активы [7]. Банки отреагировали: сняли эти активы с баланса и впоследствии продали их. **Таким образом, секьюритизация означала перемещение рискованных, но прибыльных активов в нерегулируемый сегмент финансовой системы.**

Эта тенденция привела к разрушительным последствиям для всей системы. Как и предсказывал Мински, в нерегулируемой финансовой экономике возможность удлинять цепь займов приводит к прогрессивному росту неликвидности всей системы [8].

По словам В. Чик, опыт первого Базельского соглашения ярко демонстрирует закон непредвиденных последствий. Установленные правила должны были укрепить балансы банков, благодаря оценке активов на основании степени риска (поощряя удержание гарантированных активов и сброс рискованных активов с баланса). **Секьюритизация, предпринятая банками в результате Базельского соглашения и имевшая целью увеличение ликвидности, стала причиной коренных изменений в работе банковской системы [9].**

Все это, в свою очередь, привело к глобальным изменениям в мировой финансовой системе. В основе этого процесса лежала трансформация банковской системы США. Как было отмечено ранее, секьюритизация отражает процесс моделирования, оценки и торговли рисками между банками и финансовыми учреждениями со времени либеральных реформ 1980-х годов в США и других странах. Эти реформы привели к появлению новой модели банковских услуг - «создания и распределения». Важно отметить, что с точки зрения финансовой нестабильности банкиры теперь не заинтересованы в тщательной оценке кредита, поскольку процент и основная сумма будут выплачиваться не банку, а конечному покупателю обеспеченных активов. Банки и хедж-фонды потеряли осторожность, поскольку они из владельцев превратились в посредников и тем самым стали распространять риск по всей финансовой системе.

Принятие этой модели торговли рисками стало причиной невероятного роста комиссионных сборов и прибыли от банковских операций, связанных с фондовым рынком [10, р. 32-33]. Стремление быть предусмотрительным кредитором сменилось всепоглощающим стремлением к большим комиссионным сборам, премиям и прибылям. В последние годы кредиторы перестали обращать внимание на риски и думали только о премиях. В соответствии с одной оценкой, доходы десяти ведущих инвестиционных банков от торговли деривативами и операций на фондовом рынке выросли с 55.0 млрд. долл. в 2004 г. до 90.0 млрд. долл. в 2006 г. В связи с этими изменениями прибыль от торговых операций не только выросла, но и стала основным источником доходов инвестиционных банков: более 90% в Южной и Северной Америке, более 80.0% в Европе, на Ближнем Востоке и в Африке, чуть более 40.0% в Азиатско-Тихоокеанском регионе [11].

**Стремление к созданию новых рынков для своих продуктов подтолкнуло финансовые учреждения (как официальные, легальный банковский сектор, так и «теневую» банковскую систему) к созданию финансовых инноваций беспрецедентного масштаба.** Как следствие, возникла иллюзия, но не гарантия, избытка ликвидности в ипотечном секторе финансовых рынков. С политической точки зрения эта тенденция рассматривалась как более совершенная финансовая система и основа экономической стабильности. В частности, в 2006 г. Банк Англии утверждал, что хотя модель «создания и распределения» не изменяет размер кредитного риска финансового сектора по

сравнению с другими секторами, но теоретически может усилить стабильность системы, при условии, что риски будут принадлежать тем, у кого наибольший «запас прочности».

В настоящее время, в свете глобального кризиса, представляется крайне недальновидным проводить прямую связь между секьюритизацией и стабильностью системы. Однако на пике кредитного бума все не было настолько очевидно. **«Иллюзия ликвидности» скрыла многие принципиальные экономические ошибки.** Как отметил П. Лэнгли, во множестве дискуссий во время нарастающего кредитного бума доминировало мнение, что рынки эффективны и ликвидны. Инвесторы, полагаясь на это мнение, принимали ликвидность рынка как неоспоримый факт, не зависящий от их поведения. Поскольку ипотечная индустрия была примером успешности в эпоху ликвидных финансов, ничто не предвещало, что рынки «ликвидных» активов могут рухнуть [12, p. 71-98].

В связи с тем, какая роль отводилась ликвидности в нормативной системе, отдельный пункт второго **Базельского соглашения** сыграл решающую роль в процессе, приведшем к глобальному кризису. Второе Базельское Соглашение основано на предположении о постоянной ликвидности функционирующего финансового рынка. В результате соглашение создало систему нормативных принципов, которые позволяли отдельным финансовым учреждениям самостоятельно управлять своими портфелями рисков. В частности, основные параметры международного финансового управления основывались на нормативных разработках для частного сектора: когда выявились недостатки первого Базельского Соглашения, решение было найдено среди частных инструментов управления рисками [13]. При предположении априорной ликвидности рынка отпадала необходимость системного предоставления гарантий этой ликвидности. Основной заботой руководителей тогда была эффективность рынка и отдельных банков. Финансовая инженерия дала банкам возможность самостоятельно оптимизировать управление рисками, а финансовые инновации и конкуренция сделали рынок ликвидным.

**Доминирующая финансовая теория поддерживала эту тенденцию, утверждая, что таким образом увеличивается ликвидность рынка и финансовая устойчивость экономики.** Политики пожинали плоды этого процесса, отчасти наживаясь на вкладах финансовой индустрии в экономику, отчасти на популяризации новой демократичной финансовой системы и повышении уровня жизни. Но, как и любая фикция, иллюзия ликвидности привела к плачевным результатам.

Кредитный кризис, вызванный шокирующим недопониманием финансовых инноваций и масштабной недооценкой рисков, стал ярким примером грандиозного провала современной экономической теории и политики. Ортодоксальная экономическая теория, становясь все более абстрактной, оторванной от реальности, утратив системное видение финансов и экономики, не смогла и не захотела увидеть угрозы инновационных, но сомнительных финансовых приемов, продуктов и стоящей за ними идеологии. Больше всего беспокоит тот факт, что этот кризис не заставил экономистов признать свою роль в возникновении и нежелании (неспособности) его предотвратить. Наука, истоки которой восходят к исследованиям этических и моральных проблем, настолько замкнулась в себе, что не смогла предупредить крупнейший за последние 75 лет финансовый и экономический кризис.

**Библиография**

1. Brunnermeier M. Deciphering the 2007-2008 Liquidity and Credit Crunch // Journal of Economic Perspectives. 2009. Vol. 23, No 1. p.78.
2. Minsky H. Can 'It' Happen Again? N.Y.: M.E.Sharpe, 1984. p. 173.
3. Financial Stability Report / Bank of England. 2008. October. p. 39-40.
4. Berle A., Pederson V. Liquid Claims and National Wealth. p. 20.
5. Financial Stability Review ( Special Issue on Liquidity). p. 11.
6. Cifuentes A. Op. cit.
7. Wigan D. Financialisation and Derivatives: Constructing an Artifice of Indifference // Competition and Change. 2009. Vol. 3, No 2.
8. Nesvetailova A. Fragile Finance. Debt, Speculation and Crisis in the Age of Global Credit. L.: Palgrave Macmillan, 2007.
9. Chick V. Could the Crisis at Northern Rock Have Been Predicted? An Evolutionary Approach // Contributions to Political Economy. 2008. Vol. 28, No 1.
10. Wade R. The First World Debt Crisis of 2007-2010 in Global Perspective. P. 32-33.
11. Financial Stability Report / Bank of England. 2006. July.
12. Langley P. The Performance of Liquidity in the Subprime Mortgage Crisis // New Political Economy .2010. Vol.15, No 1. P. 71-98.
13. Wigan D. Credit Risk Transfer and Crunches: Global Finance Victorious or Vanquished? // New Political Economy. 2010. Vol. 15, No 1.