

Государственный университет – Высшая школа экономики

**ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС:  
причины возникновения и пути выхода**

**Берзон Н.И.**  
Д.э.н., профессор,

# **ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС: причины возникновения и пути выхода**

- Финансовый кризис в США: зарождение, развитие, преодоление**
- Глубинные истоки кризиса**
- Трансформация финансового кризиса в экономический**
- Импорт кризиса в Россию**
- Последствия финансового кризиса для России**

# ПОТЕРИ КРУПНЕЙШИХ ЗАРУБЕЖНЫХ БАНКОВ

- **Суммарные потери банков на начало 2009г. составили более 800 млрд. долл.**
- **По прогнозу Goldman Saks за 1,5 года суммарные потери могут составить более 1,5 трлн. долл.**
- **По оценке лауреата Нобелевской премии Стиглица для вывода американской экономики из кризиса потребуется 2-4 трлн. долл.**

# РАЗВИТИЕ КРИЗИСА

## ПЕРВЫЕ ПРИЗНАКИ ПРОЯВЛЕНИЯ КРИЗИСА НА ЗАПАДНЫХ РЫНКАХ – ВЕСНА-ЛЕТО 2007г.:

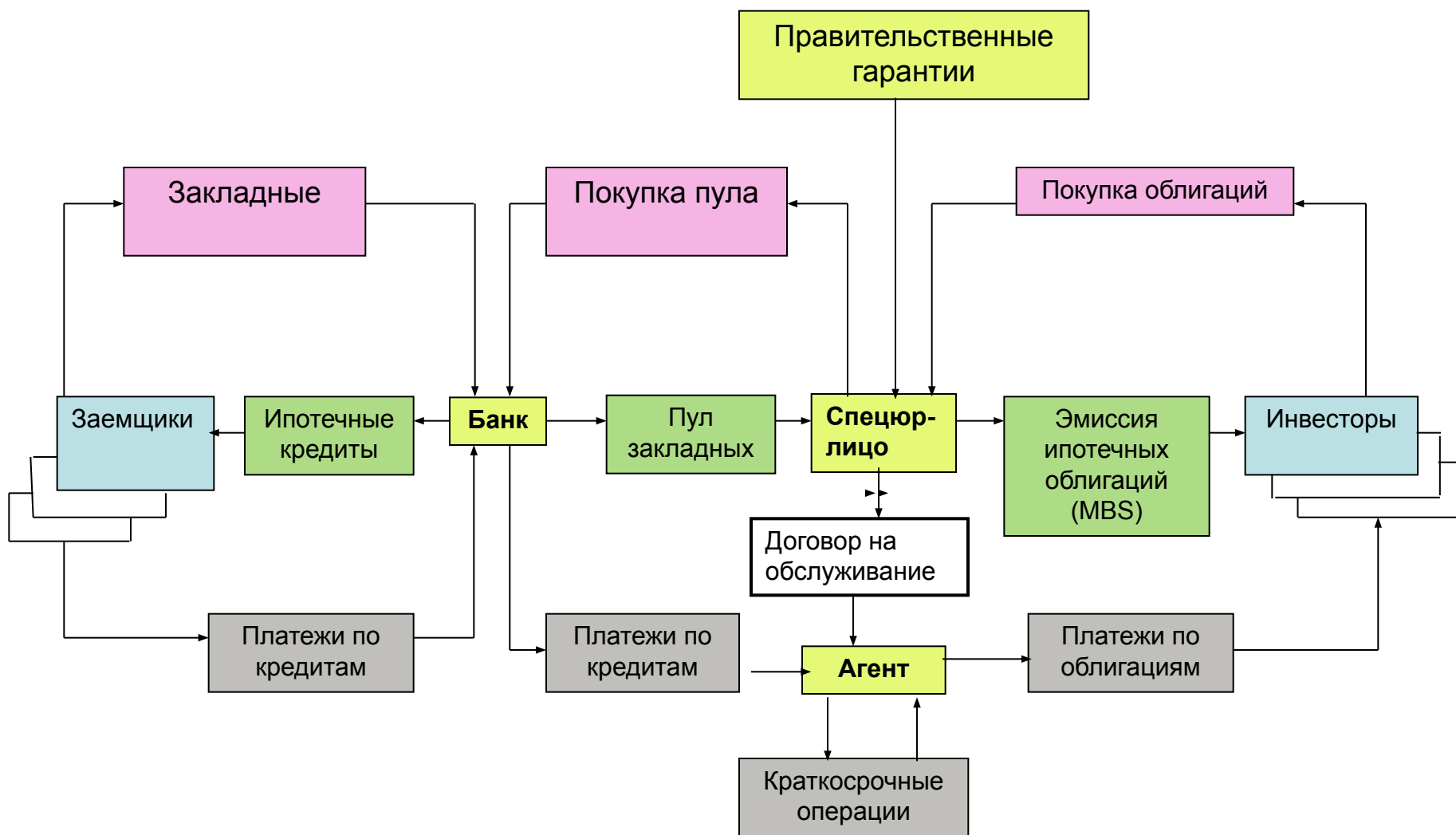
- Сжатие денежной массы
- Задержки с платежами по ипотечным кредитам
- Рост процентных ставок
- Снижение ликвидности

## РАЗВИТИЕ КРИЗИСА: ОСЕНЬ 2007г. – ВЕСНА 2008г.:

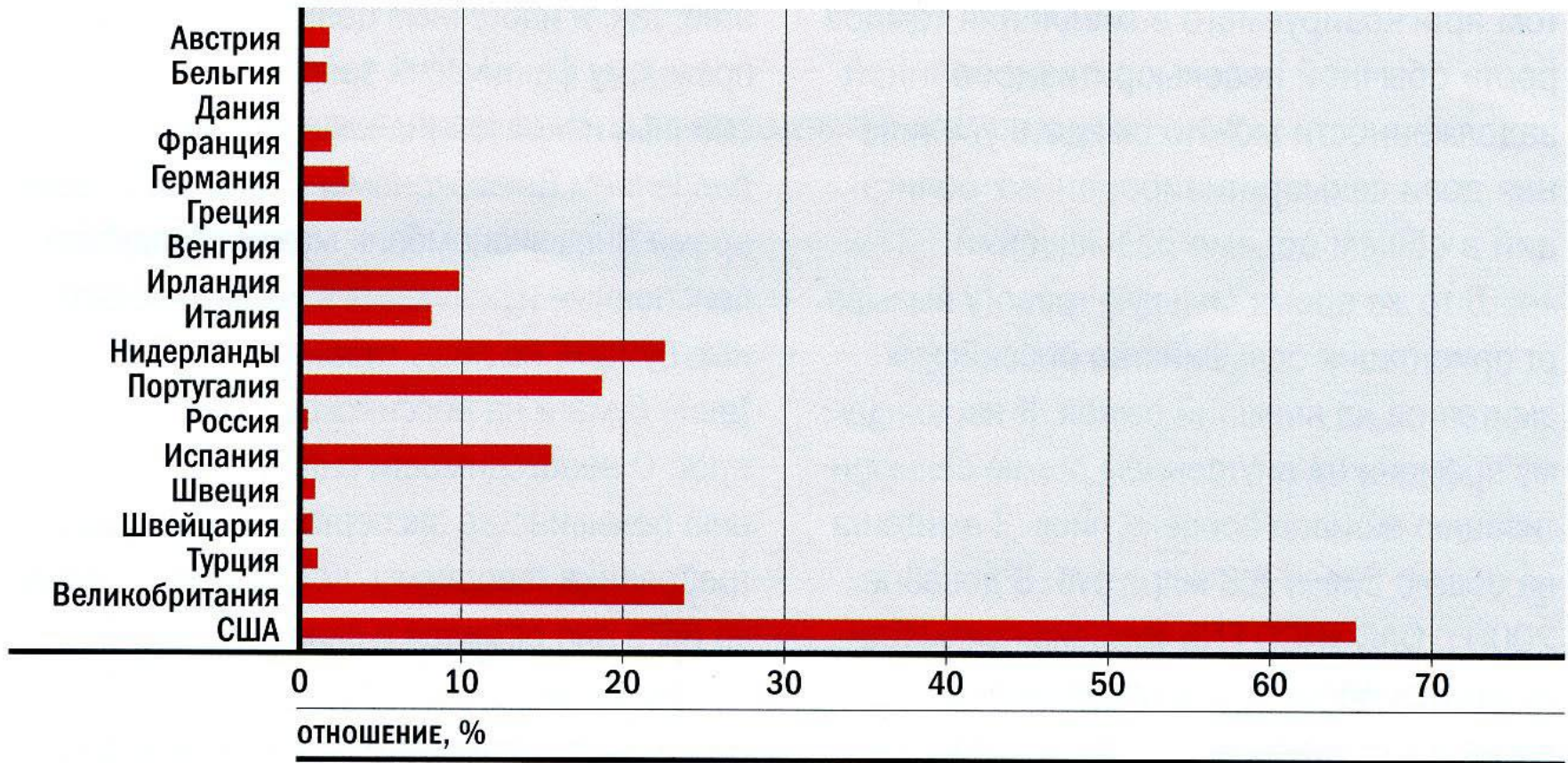
- Первые списания американскими банками потерь по ипотечным облигациям – **спусковой крючок**
- Угроза рецессии в США
- Проблемы ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac
- Невозврат автокредитов, кредитов на обучение и др.
- Банкротство коммерческих и инвестиционных банков
- Перерастание финансового кризиса в экономический

## ИМПОРТ КРИЗИСА В РОССИЮ: ЛЕТО – ОСЕНЬ 2008г.

# СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ



# ОТНОШЕНИЕ ОБЪЕМА РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫХ ОБЛИГАЦИЙ К ВВП НА КОНЕЦ 2006г.



Источник: European Securitisation Forum (ESF), Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

## ТИПЫ ВЫСОКО РИСКОВАННЫХ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ

- **Subprime** — заемщик имеет не просто плохую, а очень плохую кредитную историю:
  - сумма займа превышает 55% дохода потребителя за период заимствования
  - сумма займа превышает 85% стоимости залога
  - совокупные долговые месячные выплаты превышают 35% месячного дохода заемщика.
- **"Alt-A"** ("лучший среди худших") или быстрый кредит — это предоставление неполного пакета документов. В классическом случае — это отсутствие подтверждения доходов заемщика
- **"Second mortgages"** — это второй кредит на подорожавший дом. Под подорожавший дом берется второй кредит (под залог увеличения его цены), причем требования первого кредитора приоритетны.

# **ЛЬГОТЫ ПО ИПОТЕЧНЫМ КРЕДИТАМ**

## **(кредитная ловушка)**

**В 2005—2006 гг. из ипотечных кредитов категории Subprime:**

- **по 80% предоставленных кредитов ставки были льготными на первые 2—3 года**
- **по 37% предоставленных кредитов в первые годы выплачивались только проценты**
- **по 43% предоставленных кредитов кредит выдавался без подтверждения сведений о доходах**
- **по 38% предоставленных кредитов кредит выдавался на всю стоимость дома без первоначального взноса (то есть удешевление недвижимости делало кредит необеспеченным)**



# ДОЛЯ ВЫСОКО РИСКОВАННЫХ КРЕДИТОВ

Из примерно 10 трлн. долл. ипотечных кредитов, выданных и непогашенных в США доля высоко рискованных кредитов на конец 2007 г. составляла:

**Subprime — 12%;**  
**Second mortgage — 11%;**  
**Alt-A — 10%.**

# **ГЛУБИННЫЕ ИСТОКИ ИПОТЕЧНОГО КРИЗИСА**

# МОДЕЛЬ РАЗВИТИЯ АМЕРИКАНСКОЙ ЭКОНОМИКИ (начиная с 60-х годов 20-го века )

## ПОСТРОЕНИЕ ОБЩЕСТВА ПОТРЕБЛЕНИЯ

Поддержание темпов экономического роста за счет стимулирования роста потребления домохозяйствами:

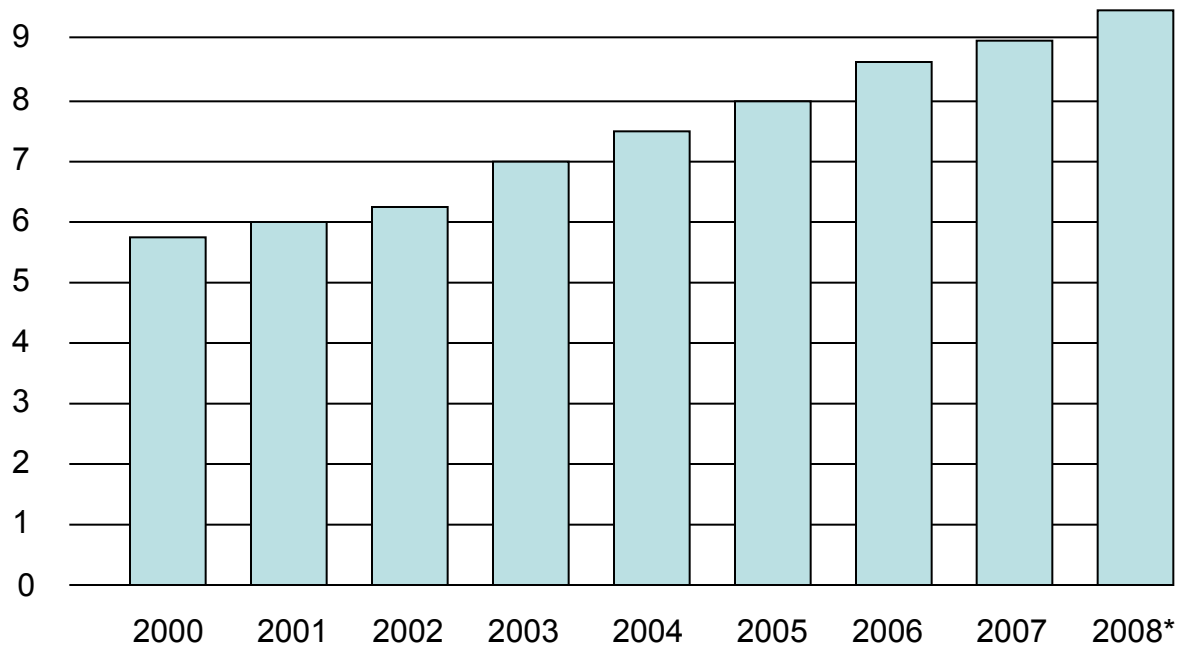
- снижение налогового бремени
- расширение сферы кредитования
- льготные условия кредитования
- низкие процентные ставки

### *Последствия:*

- рост бюджетного дефицита
- необеспеченная денежная эмиссия
- рост инфляции

# СОВОКУПНЫЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ США

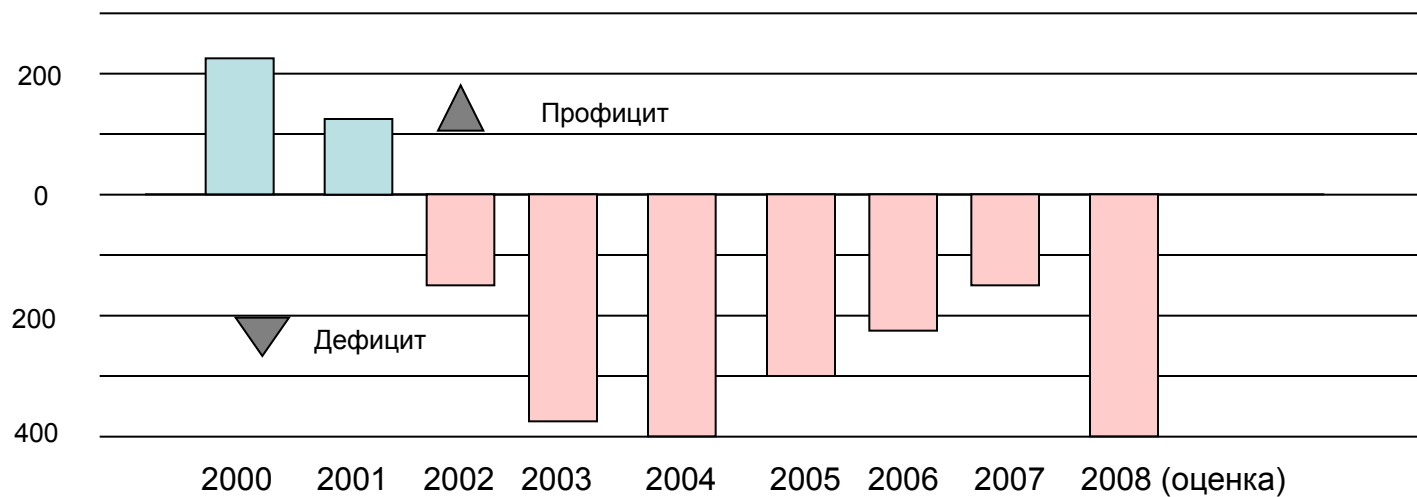
\$ трлн



\* На 31 августа 2008г.

# БЮДЖЕТНЫЙ ПРОФИЦИТ/ДЕФИЦИТ США

\$ млрд



# КОМПЕНСАЦИЯ ОТРИЦАТЕЛЬНЫХ ПОСЛЕДСТВИЙ АМЕРИКАНСКОЙ МОДЕЛИ ОБЩЕСТВА ПОТРЕБЛЕНИЯ

## 1. Перенос традиционных производств в Азиатский регион:

- снижение трудовых издержек
- снижение экологических издержек
- снижение издержек производства компенсирует рост инфляции

## 2. Придание доллару статуса международной резервной валюты:

- компенсация роста бюджетного дефицита
- компенсация роста государственного долга

### **Последствия:**

- ✓ появление «азиатских тигров», создание в Азиатском регионе собственной индустриальной базы
- ✓ формирование профицитных бюджетов
- ✓ быстрый рост золотовалютных резервов Центральными банками развивающихся стран
- ✓ создание национальных резервных фондов
- ✓ рост внешнеторговой, а затем финансовой экспансии со стороны азиатских стран

# КРУПНЕЙШИЕ СУВЕРЕННЫЕ ФОНДЫ

Страна	Год создания	Размер, млрд. долл.
ОАЭ (Абу-Даби)	1976	500-875
Норвегия	1990	375
Сингапур (государственная инвестиционная корпорация)	1981	200-330
Кувейт	1953	213
Китай	2007	200
Гонконг	1993	139
Сингапур (инвестиционный холдинг)	1974	110
ОАЭ (Дубай)	2006	82
Россия	2008	112*

Примечание: \* на конец 2008 года (оценка)

# ПОСЛЕДСТВИЯ ФИНАНСОВОГО УКРЕПЛЕНИЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ ЭКОНОМИК

## Размещение резервных фондов и активов Центральных банков развивающихся стран в ценных бумагах США

- финансирование дефицита федерального бюджета США
- обесценение резервов в результате низкой доходности долговых ценных бумаг американского правительства
- финансирование потребления домохозяйств в США
- скупка национальными фондами развития из развивающихся стран активов в США

### **Последствия:**

протекционизм со стороны американского правительства  
(запрет на приобретение активов, заградительные  
таможенные пошлины, «торговые войны»)



# МОДЕЛЬ РАЗВИТИЯ МИРОВОГО РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ (конец 20-го – начало 21-го века)

Формирование глобального рынка производных финансовых инструментов и возникновение крупных хедж-фондов:

- использование производных финансовых инструментов для снижения локального риска в конкретной корпорации
- появление гибридных финансовых продуктов для уменьшения риска
- хедж-фонды не включены в систему регулирования

## **Последствия:**

- риск не исчезает, а переносится на других инвесторов
- решая проблему локальных рисков, никто не оценивает системный риск в совокупности
- Превращение производных финансовых инструментов в спекулятивный продукт
- в отсутствие регулирования хедж-фонды «раскачивают лодку»

# Гипотеза сверхпузыря (Дж. Сорос)

## *Сверхпузырь включает:*

- пузырь на рынке ипотеки
- кредитный пузырь
- сырьевой пузырь
- пузырь на рынке производных финансовых инструментов

Сдувание сверхпузыря ведет к замедлению темпов развития мировой экономики

# Последствия финансового кризиса для России

---

## 1. Грозит ли ипотечный кризис России?

**ДОЛЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ  
(в процентах от ВВП)**

**США = 70% ВВП**

**Европа = 40% ВВП**

**Россия = 2,5% ВВП**

# Последствия финансового кризиса

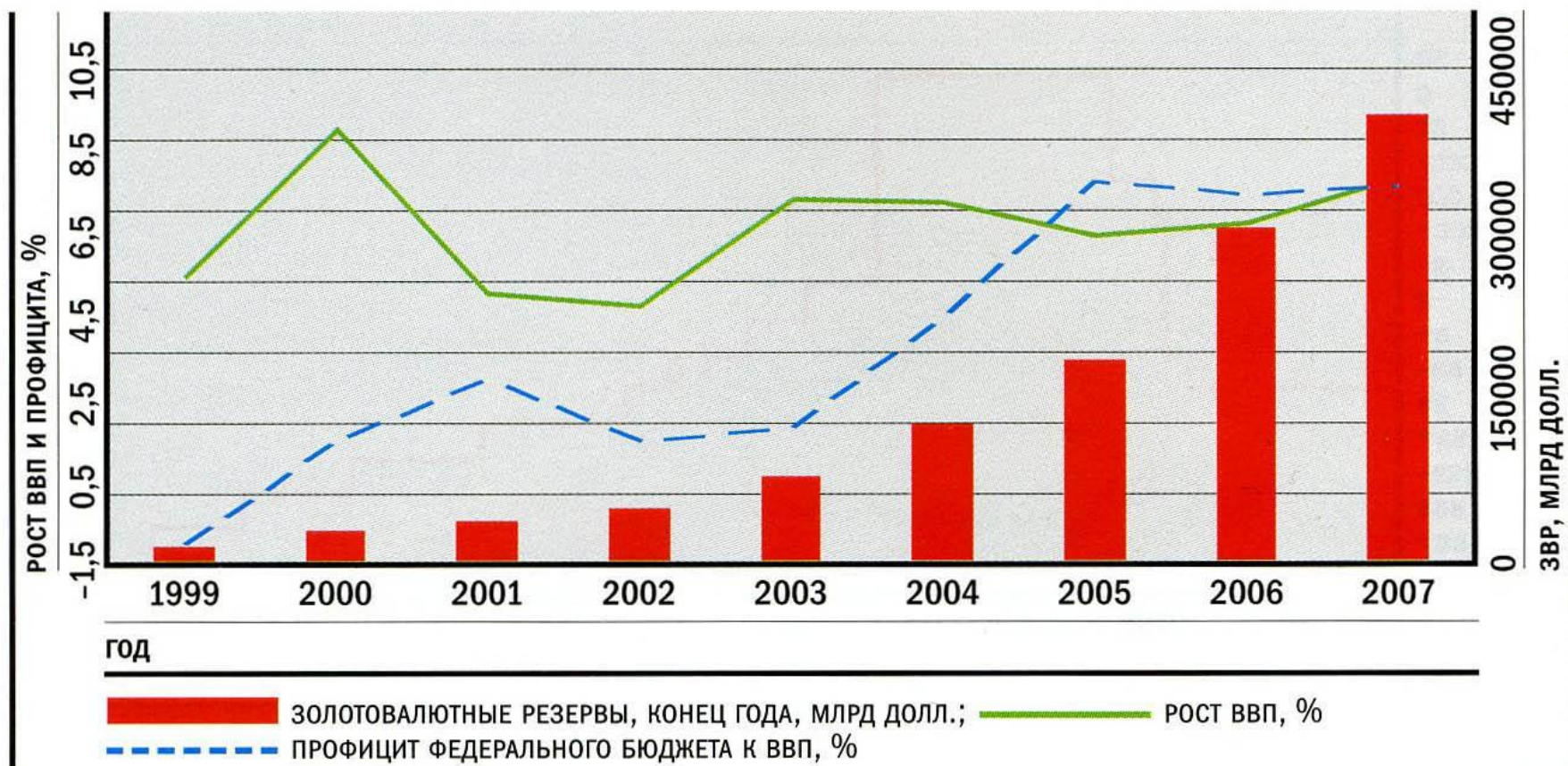
---

## для России

### 2. Почему падает российский фондовый рынок?

ПОКАЗАТЕЛИ	США	РОССИЯ
Рост ВВП в 2007г.	2,0%	8,1%
Рост ВВП в 2008г.	от - 0,3 до +0,4%	6-7%
Падение фондового рынка за 2008г.	Индекс Доу-Джонса = - 35%	Индекс РТС = - 72%

# ДИНАМИКА ЗВР, ПРОФИЦИТА ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА И ВВП РОССИИ



# ИМПОРТ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА В РОССИЮ

- Доля нерезидентов на рынке акций и облигаций ~ 70%
- Фиксация прибыли
- Спекулятивная атака
  - крупные игроки ведут спекулятивную игру на понижение
  - мелкие инвесторы подключаются к этой игре

## **ИТОГ:**

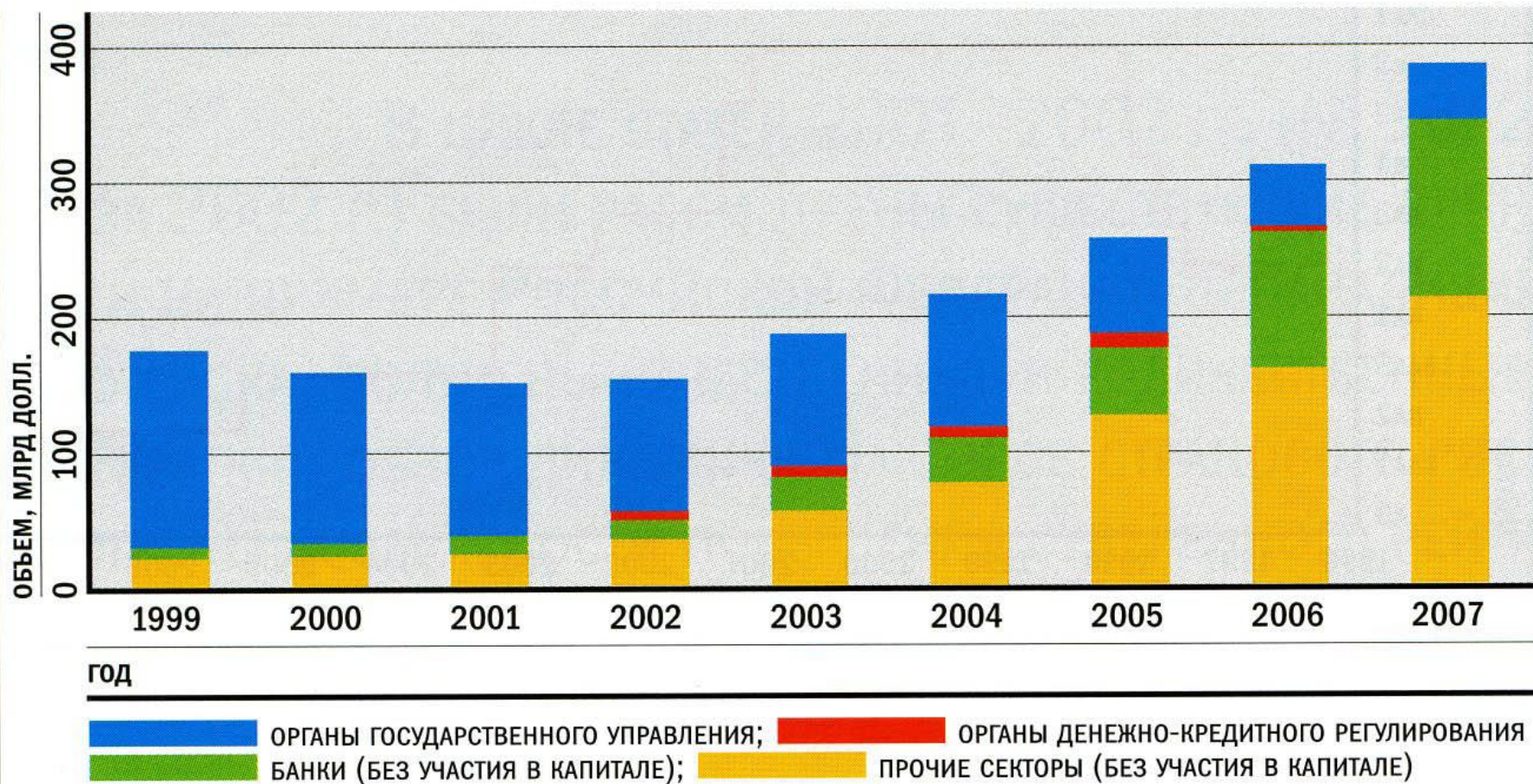
- вывод капитала из страны
- недостаток ликвидности

# РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА И УГРОЗЫ ДЛЯ РОССИИ

---

- ***Импортируемый кризис*** (вклад США в падение российского рынка 35%)
- ***Внутренние причины*** – 37%
  - зависимость от иностранного капитала
  - отсутствие длинных денег
  - недостаток ликвидности
  - недоверие к институтам власти

# ДИНАМИКА ВНЕШНЕГО ДОЛГА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ





# КРЕДИТЫ РОССИЙСКИХ БАНКОВ ЮРИДИЧЕСКИМ ЛИЦАМ на 1 января 2008г.

Сроки	Сумма, млрд. руб.	Доля, %
До 30 дней	340	5,1
От 31 до 90 дней	361	5,4
От 91 до 180 дней	664	10,0
От 181 дня до 1 года	2164	32,4
От 1 года до 3 лет	1776	26,6
Свыше 3 лет	1364	20,5
<b>Итого</b>	<b>6669</b>	<b>100,0</b>

■ - Пополнение оборотных средств    ■ - Инвестиционные кредиты

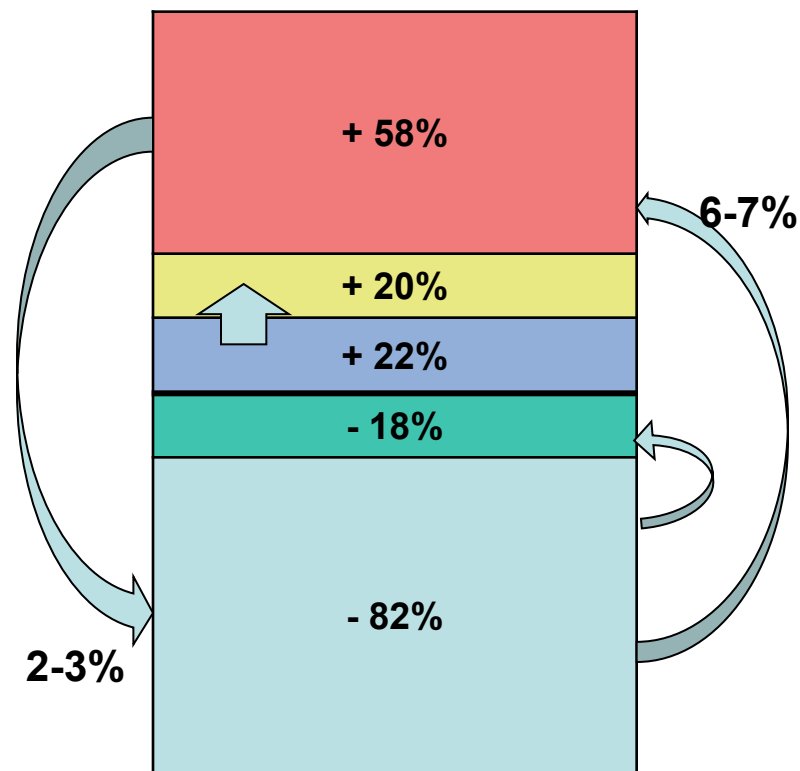
# Изменение внешней задолженности частного сектора и золотовалютных резервов Центрального банка

Годы	Внешняя задолженность частного сектора, млрд. долл.	Золотовалютные резервы ЦБ, млрд. долл.
1998	30	8
1999	29	9
2000	31	25
2001	38	28
2002	48	48
2003	80	77
2004	109	125
2005	175	183
2006	262	304
2007	413	476

# Кредиторы и должники в экономике России



+ Кредиторы, - Должники



# ОШИБКИ И ПРОТИВОРЕЧИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

## Борьба с инфляцией монетарными методами:

- сдерживание денежной массы (увеличение социальных пособий и выплат)
- увеличение нормативов обязательных отчислений в резервы ЦБ (удорожание кредитных ресурсов для предприятий)
- стерилизация денежной массы путем создания резервных фондов (ограничение инвестиционных возможностей предприятий)

---

**В России инфляция носит немонетарный характер**

# ЧТО НЕ УДАЛОСЬ РЕШИТЬ ЗА ГОДЫ НЕФТЯНОГО БЛАГОПОЛУЧИЯ

- Не реализована пенсионная реформа (отсутствие длинных денег)
- Не проведена структурная перестройка экономики (созданные госкорпорации пока «бездействуют»)
- Не проведена институциональная реформа

# ЧЕМ РАСПЛАЧИВАЕМСЯ ЗА НЕ ПРОВЕДЕННЫЕ РЕФОРМЫ

- Ориентация российских заемщиков на зарубежные рынки, чему способствовали низкие процентные ставки (2003-2007гг.)
- Кризис ликвидности обострил проблему заимствования за рубежом, возросли процентные ставки
- Внешний рынок не доступен для средних и мелких компаний
- В условиях ограниченных возможностей привлечения капитала свертываются инвестиционные программы, что чревато замедлением темпов экономического роста
- Кризис ликвидности ведет к росту числа дефолтов на российском рынке

**Вывод: Необходимо стимулирование долгосрочных накоплений, создание условий для появления новых долговых и структурированных финансовых инструментов, развитие системы негосударственных пенсионных фондов**

# ЧЕМ РАСПЛАЧИВАЕМСЯ ЗА НЕ ПРОВЕДЕННЫЕ РЕФОРМЫ

(уроки Fannie Mae и Freddie Mac)

## Ограничение деятельности государственных корпораций

- Fannie Mae и Freddie Mac - полугосударственные структуры, однако действовали в интересах менеджеров, а не государства
- Комфортные условия деятельности способствовали расширению бизнеса (в настоящее время эти агентства предоставляют финансирование ~ для 50% ипотечных займов, 10 лет назад ~ 25%)
- Расширение бизнеса  $\Rightarrow$  снижение требований к оценке риска
- Тепличные условия  $\Rightarrow$  притупление чувства риска
- Место для отставных правительственных чиновников, подбор менеджеров по принципу лояльности, а не квалификации (низкий уровень квалификации, снижение качества контроля)

**Вывод:** Даже при наличии системы контроля за деятельностью полугосударственных структур они начинают функционировать в интересах менеджмента, что может не совпадать с интересами государства

# ПОСЛЕДСТВИЯ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

- Снижение инвестиционной активности
- Переход кризиса из финансового сектора в реальный сектор экономики
- Замедление темпов роста и сокращение объемов производства в отдельных отраслях
- Сокращение рабочих мест, снижение доходов населения, сокращение потребительского спроса
- Усиление социальной напряженности



# ПОСЛЕДСТВИЯ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

- Рост взаимного недоверия
  - Сокращение объемов кредитования
  - Стоимость привлечения капитала возрастет
  - Сворачивание инвестиционных программ
  - Угроза роста инфляции
- 

## **Последствия государственной поддержки:**

- В мире - переход к госкапитализму
- В России – очередной передел собственности

# ГЛУБИНА И ПРОДОЛЖИТЕЛЬНОСТЬ КРИЗИСА

- Продолжительность кризиса оценивается в 1,5 – 2 года
- Медленное восстановление, которое займет 2-3 года.
- По пессимистическому прогнозу эти сроки увеличиваются в два раза