ИЗ ИСТОРИИ ФИНАНСОВЫХ КРИЗИСОВ FROM THE HISTORY OF FINANCIAL CRISES

К.С. Абакумов, Л.Н. Иванова
K.S. Abakumov, L.N. Ivanova

Омский государственный университет им. Ф.М. Достоевского

Рассматриваются основные вопросы природы финансового кризиса как разновидности экономического кризиса, его история, особенности данного кризиса в России, его зависимость от внешних факторов.

The article deals with the nature of financial crises, their types and history; features of those ones in Russia, and impact of external factors.

Ключевые слова: кризис, финансовый кризис, история финансовых кризисов, особенности современного финансового кризиса.

Key words: crisis, financial crisis, history of financial crises, features of the present financial crisis.

Современный финансовый кризис еще раз доказал значимость и влияние на развитие экономики. Если ранее экономический кризис мог проявиться в снижении активности на фондовом рынке, в деятельности банков, то теперь все наоборот. Кризис, начавшийся в банковской системе США, отразился на снижении темпов экономического роста не только в данной стране, но и практически во всем мире. Это является отрицательным последствием глобализации.

Финансовый кризис рассматривается как разновидность экономического. Существуют различные подходы к определению понятия «экономический кризис». С нашей точки зрения экономический кризис является переломным моментом в последовательности процессов и действий, вызывающее разрушительное замедление экономического роста. Изменение в общем состоянии характеризуется неустойчивым положением и ухудшением основных показателей деятельности.

С позиции классической теории можно выделить следующие виды экономических кризисов:

- *Денежно-кредитный кризис* – потрясение денежно-кредитной системы. Происходит резкое сокращение коммерческого и банковского кредита, массовое изъятие вкладов и крах банков, погоня населения и предпринимателей за наличными деньгами, падение курсов акций

и облигаций, а также нормы банковского процента [1, с. 662];

- *Финансовый кризис* – глубокое расстройство государственных финансов. Оно проявляется в постоянных бюджетных дефицитах. Крайним проявлением финансового кризиса является неплатежеспособность государства по иностранным займам (во время мирового экономического кризиса 1929–1933 гг. прекратили платежи по внешним займам Великобритания, Франция, Германия, Италия; в 1931 г. США на год отсрочили все платежи по внешним долгам);

- *Валютный кризис* выражается в ликвидации золотого стандарта в обращении на мировом рынке и обесценении валюты отдельных стран (нехватка иностранных «твердых» валют, истощение валютных резервов в банках, падение валютных курсов);

- *Биржевой кризис* – резкое снижение курсов ценных бумаг, значительное сокращение их эмиссий, глубокие спады в деятельности фондовой биржи.

С позиции неоклассической теории имеют место следующие разновидности кризисов:

- *Крахи «рыночных пузырей»*. Экономисты говорят, что на финансовый актив надулся «рыночный пузырь», если его цена превышает приведенную стоимость будущих доходов от этого актива [2, с. 19–20].

Другими словами, «пузырь» возникает, когда цена актива неоправданно высока по сравнению с доходами, которые принесет сам актив. Таким образом, это ситуация, когда люди слишком оптимистично оценивают перспективы того или иного актива.

Ясно, что такая ситуация не может длиться вечно и рано или поздно «пузырь» лопается. В результате быстрого снижения стоимости активов их хозяева резко становятся беднее. То, что вчера стоило много, сегодня может не стоить ничего. Поскольку различные активы в развитой экономике часто используются как залог или гарантия для привлечения других кредитов, внезапная потеря средств влечет снижение рейтинга кредитоспособности или даже банкротство хозяев обесценившихся активов. Понятно, что в случае массовых банкротств компании – кредиторы сегодняшних банкротов становятся кандидатами на банкротство завтра.

Очень важно, что вследствие таких потрясений как непосредственно пострадавшие компании, так и их партнеры меняют свое поведение на более осторожное: новые инвестиционные проекты откладываются, наем сотрудников приостанавливается, а объемы производства снижаются. Все это может привести к «замедлению» экономики — стагнации.

Примеры пузырей. Первые – тюльпаномания в Голландии, акции Компании Южных морей (Англия, XVIII в.), проекты Дж. Ло (Франция, XVII в.), ажиотаж на фондовом рынке США (Великая депрессия). В качестве современных можно отметить пузырь на японском рынке недвижимости 1980-х гг., государственные ценные бумаги России (1998 г.), пузырь высокотехнологичных компаний в 2000 г., пузырь 2007 г. на рынке ценных бумаг, связанных с ипотечными закладными в США и др. Примеры пузырей подтверждают наличие психологического фактора при возникновении кризисных ситуаций.

• *Валютный кризис* возникает, когда стоимость внутренней валюты резко меняется. Такие ситуации могут быть как результатом волюнтаристских действий правительств, так и последствиями так называемых спекулятивных атак [3].

Так, например, когда начинается активная продажа валютных активов иностранными (отток капитала) и внутренними инвесторами – курс начинает испытывать «давление». Такая ситуация усугубляется, если в стране принята система фиксированного курса: государству приходится выбирать между тратой значительного объема резервов на поддержку курса и резким изменением курса валюты для ос-

лабления «давления». В итоге зачастую валюта резко меняет свою стоимость, что приводит к последствиям как для реального, так и финансового сектора.

Примером валютного кризиса является резкая девальвация, произошедшая во время Азиатского кризиса 1997 г.

• Под *банковским кризисом* традиционно понимается устойчивая неспособность значительного числа банков выполнять свои обязательства перед контрагентами, которая выражается в виде нарушения условий расчетно-кассового обслуживания, обязательств перед вкладчиками, держателями банковских обязательств, в банкротстве и ликвидации банковских учреждений. Чем большая часть существующих банков охвачена кризисом, тем, естественно, он имеет более серьезные экономические последствия. Если же серьезные трудности начинают испытывать банки, осуществляющие наибольшие объемы основных банковских операций, то кризис можно считать системным, т. е. угрожающим существованию всей банковской системы [3].

Понятно, что, если в случае кризиса банк (или несколько банков – при системном кризисе) не получит поддержку извне, возникает угроза банкротства самого банка. Также банк в условиях кризиса перестает выдавать кредиты, что резко сказывается на производителях товаров и услуг, которым кредиты нужны для нормального функционирования. Так банковский кризис распространяется по всей экономической системе.

Примерами кризисов этого типа являются банковские кризисы в Латинской Америке в 1980-х гг.

• *Суверенный дефолт* – банкротство государства: ситуация, в которой государство признает, что не может расплатиться по своим обязательствам [4].

Как и валютный кризис, суверенный дефолт может быть следствием как необдуманной экономической политики, так и потрясений экономики. В любом случае сразу после объявления суверенного дефолта государственные обязательства резко теряют в стоимости, начинается отток капитала, возникает угроза валютного кризиса.

Примером суверенного дефолта является кризис 1998 г. в России.

• *Кризис ликвидности* описывает одну из ситуаций:

– общее состояние взаимного недоверия в банковской системе, которое приводит к временному исчезновению кредитов;

– недостаток в наличных средствах, который испытывает конкретная компания.

Если говорить о кризисе ликвидности, который появляется в масштабах всей экономики, то он является в некотором смысле особым видом финансовых кризисов: чаще всего он возникает в качестве первого последствия других кризисов, например, банковских кризисов или крахов спекулятивных пузырей.

Ситуация кризиса ликвидности наблюдалась, например, на американском рынке после краха в 2007 г. пузыря бумаг, связанных с ипотечными закладными.

Стоит отметить, что и классическая и неоклассическая теории выделяют примерно одни и те же разновидности кризисов. И там, и там есть валютный кризис. Во многом схожи биржевой кризис и крахи «рыночных пузырей». Финансовый и денежно-кредитный кризисы тесно пересекаются с суверенным и банковским кризисами и кризисом ликвидности.

Основная разница в предполагаемых причинах кризисов, а также в субъектах и отношениях, вызывающих этот кризис. Если в классической теории основная роль в отношении кризисов отдана государству и отношениям между государством и предприятиями, то в неоклассической теории все субъекты считаются равноправными и отношения рассматриваются с точки зрения состава активов и обязательств между субъектами системы.

Финансовый кризис можно рассматривать как кризис на финансовом рынке. Тогда он проявляется на таких сегментах, как валютный, банковский, фондовый. Последний является ярким выражением финансового кризиса.

Кризис на фондовом рынке можно определить как значительное падение курсовой стоимости ценных бумаг. Обычно, когда говорят о кризисе на фондовом рынке, имеют в виду общий обвал на рынке акций. Это связано с тем, что рынок акций отличается наибольшей волатильностью и ему свойственны значительно большие колебания, чем рынку долговых инструментов. Большинство существующих исследований посвящено именно кризисам на рынках акций (stock market crisis). Кризисы на рынках акций характерны как для развитых, так и формирующихся рынков.

Кризисы на рынках долговых ценных бумаг происходят в последние десятилетия в основном на формирующихся рынках, классический пример – кризис на рынке государственных долговых обязательств Российской Федерации и кризисы на рынке долговых бумаг стран Латинской Америки в начале 80-х гг. и в

1998 г. Хотя и на развитых рынках в 70-е гг. падение курсовой стоимости долговых бумаг достигало таких размеров, что можно было говорить о кризисе.

Кризис на фондовом рынке в основном возникает в рамках более широкого финансового кризиса, который затрагивает банковскую и валютно-денежную систему, однако может иметь и сугубо самостоятельный характер. Так, например, крах фондового рынка США в 1929–1933 г. происходил на фоне страшнейшего банковского и денежного кризиса в рамках общеэкономического кризиса. Кризис 1973 г. на развитых рынках связан опять же с глубочайшими потрясениями мировой экономики в связи с повышением цен на нефть и крахом послевоенной валютной системы. Кризис октября 1987 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже имел сугубо «фондовый» характер. Фондовые кризисы в азиатских странах в 1997–1998 гг. были спровоцированы валютным кризисом и т. д.

История финансовых пузырей и кризисов повторяется на протяжении веков и во многих, странах практически без изменений своих общих характеристик со времени знаменитой амстердамской тюльпаномании в 1636 г.

Пузырь появляется постепенно, на фоне увеличения производства и продаж (или спроса на определенный товар) на относительно оптимистично настроенном в остальных отношениях рынке. Привлекательность инвестиций с хорошей потенциальной прибылью затем приводит к увеличению объема инвестиций, возможно с привлечением кредитования, и получению их из новых источников, зачастую от международных инвесторов, что ведет к росту цен. Это в свою очередь привлекает менее осведомленных инвесторов и в дополнение кредитование продолжает увеличиваться при небольших реальных взносах (небольшой марже), что приводит к тому, что спрос на акции растет быстрее, чем темпы, с которыми реальные деньги поступают на рынок. На данном этапе поведение участников рынка уже практически никак не связано с реальной доходностью производства (как промышленного, так и в секторе услуг). Поскольку цены взлетают до небес, число новых инвесторов, входящих в спекулятивный рынок, сокращается, и рынок переходит в фазу повышенной обеспокоенности, которая длится до тех пор, пока нестабильность не становится очевидной и рынок обрушивается.

Подобный сценарий по большому счету применим ко всем рыночным крахам, включая и такие давние, как крах на рынке США в октябре 1929 г., когда американский рынок еще

считался интересным «развивающимся» рынком с хорошими потенциальными возможностями для инвестиций и для национальных, и для международных инвесторов. Кроме того, концепция Новой экономики широко рекламировалась в средствах массовой информации того времени, что напоминает несколько современных этапов Новой экономики, включая недавний крах «интернет-пузыря». Этот же сценарий вполне подходит для описания современного ипотечного кризиса. Устойчивость этого сценария предположительно уходит своими корнями глубоко в психологию инвестора и несет в себе комбинацию имитативного, стадного поведения и жадности (на период развития спекулятивного пузыря), а также слишком острой реакции на плохие новости в периоды нестабильности.

Также существует простой механический эффект, который подпитывает формирование пузыря, а затем приводит к резкому обвалу. Он берет свое начало из так называемой маржинальной торговли, т. е. покупки акций на заемные средства. Если на рынке скапливается огромное количество заемных денег, замедлить процесс становится невозможным. Цены должны постоянно расти, все быстрее и быстрее. Если этого не происходит, проценты по кредитам, инвестированным в рынок, не будут выплачены. Деньги будут изъяты для погашения долга, что приведет к понижению цен, что в свою очередь спровоцирует еще больший отток денег. Таким образом, порочный круг замкнется. Это может вызвать тотальное падение рынка и крах банковской системы. Кризис 1929 г. в США отчасти был вызван возможностью приобретать акции, используя кредит, предоставляемый брокерскими компаниями, которые в свою очередь брали кредиты в банках. Кроме того, сами банки активно спекулировали на фондовом рынке, что привело в дальнейшем к принятию известного акта Гласса-Стигалла, ограничивающего операции классических банков на рынке ценных бумаг. Данный механизм был запущен также во время образования «пузыря», предшествовавшего краху Nasdaq в апреле 2000 г.

Важным является определение момента начала и окончания кризиса. Количественными индикаторами кризиса могут выступать падение рынка (например, фондового индекса) более чем на 20 % на развитом рынке и на 35 % на формирующемся (учитывая большую волатильность последнего).

Начало кризиса – месяц, в котором индекс достигает своего исторического максиму-

ма, предшествующий месяцу падения фондового индекса ниже указанной отметки. Низшая точка падения – минимальный уровень индекса. Восстановление – время, когда индекс достигает своего предкризисного максимума.

Для иллюстрации этого приведем пример кризиса в странах Латинской Америки 1981 г. В июле 1981 г. латиноамериканский региональный индекс снизился на 36,14 % ниже своего исторического максимума. Поскольку падение превысило 35 %, это падение можно определить как кризис. Началом кризиса можно считать июнь 1980 г. – месяц, когда латиноамериканский региональный индекс достиг своего исторического пика. Кризис закончился 65 месяцев спустя, в ноябре 1985 г., когда индекс вновь достиг уровня июня 1980 г. В период этого кризиса наблюдались дополнительные точки падения, например, в декабре 1982 г. региональный индекс снизился почти на 69 % ниже уровня июня 1980 г. Однако мы рассматриваем его как продолжение кризиса июня 1980 г., а не как самостоятельный кризис.

История XX в. знает множество примеров фондовых кризисов. Статистические данные свидетельствуют о том, что некоторые из них носили узколокальный (национальный) характер, некоторые происходили в рамках региона, но были и глобальные кризисы, затравившие большую часть фондовых рынков. Тем не менее масштабы падения в условиях международных кризисов заметно отличались в разных странах [5; 6].

Можно привести примеры кризисов на развитых рынках.

1. Кризис 1973–1974 гг. затронул все крупнейшие промышленные страны (все 8, входящие в индекс). Ему предшествовало четырехкратное увеличение цен на нефть, проведенное странами ОПЕК в 1973 г., что в свою очередь привело к росту дефицита платежного баланса развитых стран – импортеров нефти. Кроме того, произошел окончательный крах золотовалютного стандарта (Бреттон-вудской валютной системы). Фондовые рынки развитых стран, за исключением Канады, достигли пика в июне 1973 г. Первым обвалился рынок Италии – в июле 1973 г., месяц спустя – рынок Великобритании. Фондовые рынки Японии, Франции и Германии рухнули в конце ноября – в начале декабря 1973 г. Кризис поразил Канаду и США, соответственно, в апреле и июне 1974 г.

Восстановление рынка Германии заняло 4 месяца, Швейцарии – 16 месяцев. В прочих странах – от 27 месяцев – в США до 52 месяцев в Канаде.

2. Кризис 1980–1981 гг. поразил 5 стран (Канаду, Италию, Великобританию, Японию, Францию). Ему предшествовали резкое повышение цены золота в 1980 г. и удвоение цены на нефть в 1979 г., что обострило проблему платежного баланса стран – импортеров нефти.

Великобритания, Франция, Италия и Канада достигли пика в период с октября 1980 г. по май 1981 г. Первым в апреле 1981 г. рухнул фондовый рынок Франции, три месяца спустя за ним последовали рынки Италии, Великобритании и Франции. Японский рынок достиг вершины в декабре 1981 г. и рухнул в июле 1982 г.

Японский рынок восстановился через 2 месяца, канадский и английский – через 17–19 месяцев. Для полного восстановления французского и итальянского рынка потребовалось более трех лет.

3. Кризис 1987 г. охватил практически все развитые рынки за исключением Японии (7 стран). Он начался обвалом на Нью-Йоркской фондовой бирже, когда за пять октябрьских дней индекс Доу Джонса снизился на треть. Толчком к обвалу послужил высокий торговый дефицит и предложения об изменении законодательства по поглощениям.

Практически все ведущие фондовые рынки достигли максимума в период между апрелем и сентябрем 1987 г. В октябре они все вместе рухнули (в Швейцарии – в ноябре).

Восстановление растянулось на период от 11 месяцев (Швейцария) до 2 лет (Италия).

Кризисы на развивающихся рынках.

1. Кризис 1986–1987 гг. захватил Бразилию и Мексику. Бразильский рынок акций достиг наивысшей отметки в апреле 1986 г. как следствие ускоренного экономического роста, наступившего после принятия плана стабилизации национальной денежной единицы (Cruzado Plan), но рухнул в сентябре того же года из-за неспособности правительства проводить экономические реформы. Крах на Нью-Йоркской фондовой бирже 1987 г. еще больше обострил бразильский кризис и привел к кризису в Мексике, где в сентябре 1987 г. был отмечен максимум, а в октябре рынок обвалился.

Восстановление заняло от 29 месяцев в Мексике до 71 месяца в Бразилии.

2. Кризис 1996–1997 гг. также затронул те же 5 азиатских стран. В Таиланде рынок акций за 1990–1994 гг. вырос почти в три раза, достигнув максимума к октябрю 1994 г. Затем цены пошли вниз в связи с ростом процентных ставок и накоплением «плохих кредитов» и в октябре 1996 г. произошел обвал. Рынки Малайзии и Филиппин достигли мак-

симума в начале 1997 г. и рухнули в августе. Рынки Южной Кореи и Индонезии так и не восстановившись после кризиса 1990 г. вновь «обвалились».

Восстановление растянется на несколько лет, учитывая, что Индонезия и Корея до сих пор не преодолели последствия кризиса 1990 г.

3. Кризис 1998–1999 гг. явился результатом азиатского кризиса. Непосредственный толчок был дан кризисом в России, разразившимся после 17 августа 1998 г. Падение оказалось очень быстрым и глубоким, однако уже с осени рынок начал расти.

Отдельно можно выделить кризис на фондовых рынках, вызванный ипотечным кризисом 2008–2009 гг., который затронул рынки как развитых, так и развивающихся стран. Американские индексы начали свое падение уже с октября 2007 г. и к началу 2009 г. обрушились почти на 60 %. Российский фондовый рынок начал падать с мая-июня 2008 г. и к концу года упал по индексу ММВБ в 4 раза, а по РТС – в 5 раз. Практически все движения на российском фондовом рынке можно описать через внешние параметры, такие как стоимость иностранной валюты, зарубежные индексы и стоимость нефти. Причем во время кризиса, влияние котировок нефти на индексы существенно увеличилось. Это все говорит практически об отсутствии самостоятельности фондового рынка РФ, поэтому при торговле на нем, следует больше уделять времени не только анализу российских площадок, но и анализу зарубежных рынков.

Уверенное восстановление началось только в конце зимы – начале весны 2009 г. И до сих пор индексы не вернулись к предкризисным значениям.

Можно сделать следующие выводы:

1. Существует две основные причины финансовых кризисов. Первая – финансовый кризис как следствие экономического кризиса, вторая – психологический фактор и желание людей заработать как можно больше;

2. Частота кризисов на мировых фондовых рынках заметно увеличилась после 70-х гг., а главное, они начали приобретать более интернациональный характер. Ситуация заметно контрастирует с периодом 50–60-х гг., когда и масштабы падения были ниже, и не наблюдалось совместного или группового «погружения» в кризис. Основная причина этого – это либерализация движения капиталов, произошедшая после окончательной ликвидации золото-долларового стандарта в 1973 г. и переход большинства стран к режиму плавающего валютного курса;

3. Для поиска путей выхода из кризиса приходится принимать решения уже не в рамках отдельных государств, а их совокупности. Это касается в первую очередь стран-членов Европейского союза. Что интересно, для этого принимаются законы в разных секторах финансового рынка, что показывает их глубокую взаимосвязь. Изменение банковского законодательства способствует восстановлению доверия инвесторов и к фондовому рынку, в частности, что сказывается на повышении фондовых индексов. И наоборот, проблемы с государственным долгом отражаются на падении фондовых индексов во всем мире. Это подтверждается событиями начала августа 2011 г.

Положительные последствия кризисов связаны не только с возможностью покупки активов по заниженным ценам, но и поиском новых форм регулирования рынка. Ярким примером является кризис 1929 г., или Великая Депрессия. Именно тогда и был принят первый в мире государственный закон, регламентирующий поведение участников РЦБ. Именно после этого государственное регулирование становится

неотъемлемой частью функционирования финансового рынка любой страны, особенно в период кризисов.

1. Советский энциклопедический словарь / под ред. А. М. Прохорова. – М. : Советская энциклопедия, 1980. – 1599 с.

2. *Сорнетте Д.* Как предсказывать крахи финансовых рынков: критические события в сложных финансовых системах. – М. : Smart-Book, 2008. – 399 с.

3. *Рудый К. В.* Финансовые кризисы: теория, история, политика. – М. : Новое знание, 2003. – 399 с.

4. *Бирс Дэвид Т.* Суверенные кредитные рейтинги: основные сведения. – 2009. – 1 апреля. – URL : <http://www.standardandpoors.ru>.

5. *Аникин А. В.* История финансовых потрясений (От Джона Ло до Сергея Кириенко). – М. : Олимп-бизнес, 2000. – 384 с.

6. *Гринин Л. Е., Коротяев А. В.* Глобальный кризис в ретроспективе: От Ликурга до Алана Гринспена. – М. : УРСС, 2010. – 336 с.