**Долговой кризис, ликвидная ловушка и финансовая хрупкость**

*В статье проводится аналогия глобального финансового кризиса и кризиса в Японии, в частности, исследуется проблема бегства от кредитов и близких к нулю процентных ставок в США и странах Европы. В статье рассматриваются также проблемы Понци-финансирования и финансовой хрупкости (нестабильности), вызванные превышением обязательств должников над их активами и отмечается, что в связи с тем, что данные проблемы являются обратной стороной развития основанных на процентных ставках долговых отношений, их решение в рамках традиционной, долговой модели развития не представляется возможным и обосновывается переход от долгового к инвестиционному финансированию.*

Предпринятые большинством стран антикризисные мероприятия хотя и позволили смягчить последствия кризиса, однако для возобновления устойчивого экономического роста этого оказалось недостаточно. Одна из основных проблем заключается в кризисе кредитования реального сектора (диаграмма 1). Как можно видеть, в январе 2010 года объем кредитов реальному сектору снизился (по сравнению с январем 2009) в Германии на 1%, в США более чем на 8% (февраль 2010г.), во Франции рост кредитов составил 0,1%, а в Италии менее 2%.

Диаграмма 1. Годовые темпы роста кредитов реальному сектору, январь 2010, %



Источник: ЕЦБ

www.ecb.int/stats/money/aggregates/bsheets/html/growth\_rates\_2010-01.en.html, и ФРС США,

www.federalreserve.gov/releases/h8/current/default.htm#fn8

Причем винить в этом только лишь банки, нежелающие кредитовать экономику, было бы неверно. Немалая «заслуга» в кредитном кризисе принадлежит также населению и фирмам, предъявляющим низкий спрос на кредиты. Одной из основных причин низкого спроса на кредиты являются трудности с обслуживанием кредита, с которыми столкнулись многие фирмы, при одновременном снижении стоимости заложенных под кредит фондовых активов и недвижимости, а также требования по пополнению залоговой стоимости, что повысили риск банкротств фирм и «страх» перед банками. Это, в свою очередь, вызвало бегство от кредита и желание как можно быстрее избавиться от долговых обязательств. Проблема усугубляется тем, что длительный период низких процентных ставок и бурный рост задолженности вызвали как у корпораций, так и финансовых институтов существенный рост левириджа (отношение обязательств к собственному капиталу и активам) и, поэтому можно предположить, что процесс погашения обязательств может занять достаточно длительный период, и выход из кризиса может затянуться.

Стагнация кредитной активности в США и странах Европы вызвали беспрецедентно низкие процентные ставки (таблица 1), что может вызвать проблему ликвидной ловушки и паралич банковской системы.

Таблица 1.

Процентные ставки по кредитам и депозитам, %, январь 2010

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | кредиты1 | депозиты2 |
| Бельгия | 1,6 | 0,7 |
| Германия | 2,5 | 1,1 |
| Испания | 1,9 | 2,1 |
| Франция | 1,8 | 1,5 |
| Италия | 1,6 | 1,0 |

1 вновь привлеченные кредиты на сумму более 1 млн. авро до 1 года

2 вновь привлеченные срочные депозиты физических лиц до 1 года

Источник:

ЕЦБ, www.ecb.int/stats/money/interest/interest/html/interest\_rates\_2010-01.en.html

Поучительным в этой связи является пример Японии, где наблюдаемое с кризисных явлений 80-х по сегодняшний день бегство от кредита (объем кредитов реальному сектору в период с 2002 по 2008 (ноябрь) годы сократился с 521 до 500 трлн. йен) вызвало проблему нулевых процентных ставок, стагнацию и снижение объема депозитов и паралич банковской системы (таблица 2, диаграммы 2 и 3). В частности, объем депозитов за данный период практически не вырос (с 953 до 974 трлн. йен, то есть на 2%), объем же срочных депозитов и депозитов в валюте снизился с 645 до 558 трлн. иен, то есть более чем на 15%. Это, в свою очередь, ведет к «проеданию» сбережений, то есть направлению их на потребительские цели, и уменьшению инвестиционного потенциала экономики.

Диаграмма 2. Кредиты реальному сектору в Японии (на конец периода), 2002 – ноябрь 2008, трлн. йен



Источник: IMF

Таблица 2. Процентные ставки в Японии, %

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2002 | 2004 | 2006 | 2008 | 2010, март |
| процентные ставки по кредитам\* | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,9 | 1,6 |
| процентные ставки по срочным депозитам\* | 0,04 | 0,08 | 0,7 | 0,6 | 0,4 |

\* сроком до 1 года

Источник: IMF и ЦБ Японии

Диаграмма 3. Объем депозитов в Японии (на конец периода), 2002 – ноябрь 2008, трлн. йен



Источник: IMF

Вместе с тем, стоит отметить, что в отличии от японского кризиса особенностью последнего, глобального деривативно-долгового кризиса является то, что с проблемами по обслуживанию обязательств столкнулись не только корпорации, но и банки и финансовый сектор, вовлеченный в операции с деривативами. Именно данная синхронность существенно затрудняет выход мировой экономики из кризиса.

В среднесрочной перспективе можно ожидать также направления большей части доходов на погашение долгов. Желание как можно быстрее избавиться от задолженности и направление текущих доходов на погашение долга также может препятствовать скорому выходу из кризиса.

Можно однозначно утверждать, что активизация кредитной деятельности связана с преодолением страха у фирм оказаться неплатежеспособным: чем быстрее будет преодолен данный страх, тем быстрее возобновится стабильный рост мировой экономики.

Риск оказаться неплатежеспособным является обратной стороной наличия в экономике долговых отношений. Исследуя проблему неплатежеспособности компаний перед финансовым сектором и механизмы Понци – финансирования (практика погашения долгов посредством нового заимствования), Мински выдвинул гипотезу финансовой хрупкости[[1]](#footnote-1), обусловленную превышением обязательств над активами, когда должник, неспособный выплатить долг и проценты по нему, для погашения задолженности вынужден делать новые, зачастую по более высоким процентным ставкам, заимствования. Помимо того, что фирмы попадают в долговую ловушку, происходит также перелив капитала от наиболее успешных к наименее успешным фирмам и банкам: рост финансирования неэффективных компаний отвлекает банковские ресурсы от более эффективного размещения средств.

Понци – финансирование связано также с практикой финансирования долгосрочных инвестиций посредством краткосрочных обязательств. Данная практика существует также среди банков, практикующих выдачу долгосрочных кредитов за счет краткосрочных обязательств, что ведет к разрыву между сроками погашения активов и пассивов и может обернуться кризисом ликвидности.

Стоит отметить, что секьюритизация активов и выпуск различного рода деривативов, когда инвестиционные фонды приобретают долгосрочные ценные бумаги и выпускают под их обеспечение краткосрочные коммерческие бумаги несколькими траншами, по сути, также представляет собой финансирование долгосрочных инвестиций посредством краткосрочных обязательств, то есть является разновидностью Понци – финансирования.

Стоит отметить, что проблемы бегства от кредитов, Понци – финансирования и финансовой хрупкости, причиной которых является превышение обязательств должников над активами, являются неотъемлемой частью экономики, основанной на долговых отношениях. Поэтому их решение в условиях экономики, где господствуют основанные на процентных ставках долговые отношения и самовозрастающие (посредством процентных ставок) долговые обязательства, не представляется возможным. Решить данные проблемы можно лишь посредством отказа от долгового и перехода на инвестиционное финансирование. Инвестиционное финансирование, во-первых, предотвратив превышение обязательств над активами, уменьшит риск банкротств, что, в свою очередь, будет способствовать активизации спроса на кредиты. Во – вторых, участие в прибылях, предотвратив превышение обязательств над активами, предотвратит схемы Понци – финансирования. В-третьих, участие в прибылях, предотвратив случаи финансирования долгосрочных инвестиций за счет краткосрочных обязательств, позволит решить проблему финансовой хрупкости.

Переход к инвестиционному финансированию выгоден также для банков, так как депозиты, размещаемые в банках, также будут представлять не долговое обязательство, а инвестиции. Причем вклады в банки необходимо разделить на сберегательные и инвестиционные. Так, при желании просто отложить деньги на будущее, индивидуум может сделать беспроцентный вклад, представляющий собой долговое обязательство, при желании же преумножить свое богатство владелец сбережений может воспользоваться инвестиционным вкладом, представляющим участие в прибыли. При этом, обязательное страхование и индексация должна распространяться только лишь на сберегательные, бездоходные вклады, что может привести к уменьшению проблемы moral hazard.

Таким образом, глобальный финансово-долговой кризис, вызвав бегство от кредита и снижение до минимума процентных ставок, может привести к ликвидной ловушке, как это произошло в Японии, а также спровоцировать проблему Понци-финансирования. Решение же данных проблем представляется возможным лишь при переходе на инвестиционное финансирование, которое, предотвратив превышение обязательств над активами, уменьшит риск банкротств фирм и банков и приведет к активизации кредитной деятельности. Участие в прибылях позволит также предотвратить случаи финансирования долгосрочных инвестиций за счет краткосрочных обязательств, а также позволит решить проблему Понци – финансирования и финансовой хрупкости.

**Литература**

1. Розмаинский И.В. Гипотеза финансовой нестабильности» Мински: теория делового цикла XXI века, http://ie.boom.ru/Rozmainsky/fragilation.htm

1. Розмаинский И.В. Гипотеза финансовой нестабильности» Мински: теория делового цикла XXI века, http://ie.boom.ru/Rozmainsky/fragilation.htm [↑](#footnote-ref-1)