

КАЗАХСТАНСКИЙ ИНСТИТУТ
СТРАТЕГИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН

В.Ю. Додонов

**ПОСЛЕДНИЙ КРИЗИС
СУЩЕСТВУЮЩЕЙ
КОНФИГУРАЦИИ ГЛОБАЛЬНОЙ
ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ**

Алматы 2014

УДК 339.7
ББК 65.268
Д 60

*Рекомендовано к печати Ученым Советом
Казахстанского института стратегических исследований
при Президенте РК*

Автор: В.Ю. Додонов

Д 60 Додонов В.Ю.
**Последний кризис существующей конфигурации глобальной
финансовой системы:** монография. — Алматы: КИСИ при Президен-
те РК, 2014. — 232 с.

ISBN 978-601-7242-87-9

В монографии рассматриваются предпосылки, сценарии и послед-
ствия возникновения очередного финансового кризиса глобального
масштаба, разрастание которого может привести к радикальному изме-
нению конфигурации мировой финансово-экономической архитектуры
и прекращению существования некоторых ее элементов, являющихся в
настоящее время источниками генерирования кризисных явлений.

Книга рекомендуется для ученых-экономистов, студентов вузов
экономических специальностей, а также для широкого круга читате-
лей, интересующихся проблемами мировой экономики и финансов.

**Издание не предназначено для продажи
и распространяется бесплатно**

ISBN 978-601-7242-87-9

**УДК 339.7
ББК 65.268**

© КИСИ при Президенте РК, 2014
© Додонов В.Ю., 2014

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие 5

ГЛАВА 1. ПРЕДПОСЫЛКИ ВОЗНИКНОВЕНИЯ НОВОГО КРИЗИСА

- 1.1. Системные недостатки мировой финансовой
архитектуры как основной фактор генерирования
кризисов 7
- 1.2. Меры монетарного регулирования и их роль
в формировании предпосылок возникновения нового
кризиса 25
- 1.3. Индикаторы предкризисной ситуации 51

ГЛАВА 2. СЦЕНАРИЙ НОВОГО КРИЗИСА: ФАЗЫ И ПРИМЕРНАЯ ХРОНОЛОГИЯ

- 2.1. Возможные триггеры возникновения нового
финансового кризиса 74
- 2.2. Основные фазы и этапы будущего кризиса:
возможный сценарий 93

ГЛАВА 3. ОТСУТСТВИЕ ЭФФЕКТИВНЫХ МЕР ПО ПРЕОДОЛЕНИЮ КРИЗИСА КАК ФАКТОР СИСТЕМНОЙ ПЕРЕСТРОЙКИ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ АРХИТЕКТУРЫ

- 3.1. Недееспособность мер денежно-кредитного
регулирования в условиях, сложившихся после кризиса
2008—2009 годов 117
- 3.2. Истощение ресурсной базы государственных
финансов развитых стран как фактор невозможности
преодоления нового кризиса старыми методами 132

ГЛАВА 4. ОСНОВНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ КРИЗИСА В ФИНАНСОВОЙ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СФЕРАХ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

4.1. Гипертрофия государственного долга и сценарии фактических дефолтов развитых стран	149
4.2. Основные последствия и проявления кризиса: рынки, макроэкономика	175
4.3. Системные последствия кризиса для мирового экономического ландшафта	196
Сведения об авторе	224
ҚСЗИ туралы ақпарат	226
Информация о КИСИ.....	228
Information about the KazISS.....	230

ПРЕДИСЛОВИЕ

Сложившаяся в последние десятилетия конфигурация глобальной финансово-экономической архитектуры отличается большим количеством системных изъянов, дисбалансов и очагов генерирования турбулентности, которая регулярно вырастает в кризисы, в том числе мирового масштаба. Среди основных вмененных недостатков этой конфигурации, которые зачастую противоречат не только традиционным экономическим концепциям, но и здравому смыслу, выделяются эмиссия фактически необеспеченных долговых обязательств развитых стран, имеющих максимальные кредитные рейтинги и приобретаемых центральными банками всего мира в качестве резервных активов; абсурдная система инвестиционных критериев, базирующихся на кредитных рейтингах, не адекватных состоянию эмитентов; система формирования гигантской ликвидности на финансовых рынках на основе маржинального кредитования и многоступенчатых деривативов, построенных на основе базового актива, в десятки и даже сотни раз меньшего по стоимости; оторванность котировок на фондовых и товарных рынках от экономического базиса.

Все эти недостатки формируют предпосылки нового кризиса, который по своим масштабам и длительности, скорее всего, превзойдет предыдущий (2007—2009 гг.), а также может вообще разрушить существующую конфигурацию глобальной финансовой архитектуры, поскольку ее противоречия имеют ограниченный временной и ресурсный потенциал, и этот потенциал уже близок к исчерпанию. По нашему мнению, возникновение этого будущего кризиса может произойти в краткосрочной перспективе, возможно, уже в 2014 году, длительность кризисных явлений будет измерять-

ся несколькими годами, а его главным последствием станет существенное переформатирование мировой финансово-экономической системы. В настоящем издании предлагается авторское видение причин, этапов, масштабов и последствий этого будущего глобального кризиса.

Автор попытался наряду с оценками общего характера дать и конкретные прогнозы по ряду аспектов состояния и функционирования мировой финансовой системы, что всегда несет определенные риски в части точности прогнозов. Некоторые вопросы, озвученные в момент написания книги, к ее выходу могут найти свое разрешение, прогнозы — стать реальностью, обозначенные уровни и показатели — достигнуты. Такова специфика исследований высокоомобильных финансовых рынков, события на которых иногда происходят со скоростью, опережающей полиграфический процесс. В то же время большинство положений настоящего издания затрагивают более долгосрочные тенденции и особенности мировой финансовой архитектуры стратегического характера, что оставит их актуальными на достаточно длительный период.

ГЛАВА 1. ПРЕДПОСЫЛКИ ВОЗНИКНОВЕНИЯ НОВОГО КРИЗИСА

1.1. Системные недостатки мировой финансовой архитектуры как основной фактор генерирования кризисов

Рассматривая возможность возникновения нового глобального финансового кризиса, в первую очередь целесообразно обратиться к факторам, вызвавшим кризис 2007—2009 годов. В период прошлого кризиса многими экспертами указывалось, что мировая финансовая архитектура имеет «вмененные», системные проблемы, которые обуславливают постоянное возникновение новых кризисов. Также часто высказывалось мнение, что данные недостатки не могут быть преодолены по той простой причине, что они являются неотъемлемыми компонентами функционирующей финансовой системы. Попытки мирового сообщества провести декоративные реформы (типа символического перераспределения голосов в управлении МВФ и Всемирным Банком) либо фрагментарные усилия по действительно существенному реформированию в рамках отдельных национальных систем не могут оказать сколь-нибудь значимого влияния на принципиальные проблемы глобальной финансовой архитектуры. За прошедшие с начала прошлого кризиса пять лет не было сделано ни одного по-настоящему решительного шага в сторону искоренения этих фундаментальных проблем, несмотря на рекордное количество проведенных саммитов, образование новых международных бюрократических структур на постоянной основе (G20, БРИКС) и частые заявления первых лиц ведущих экономик о необходимости осуществления коренных реформ.

Фундаментальные недостатки действующей глобальной финансовой системы*, ставшие факторами возникновения прошлого кризиса, существуют в прежнем виде и сегодня:

1. Неконтролируемость мировых рынков вследствие несоответствия объекта и субъектов регулирования. При уже сложившемся и реально существующем едином глобальном финансовом рынке отсутствует единый глобальный регулятор рынка.

2. Опережающее развитие «надстроечной» сферы финансов по сравнению с «базисным» реальным сектором мировой экономики, особенно в развитых экономиках постиндустриального типа, ведущее ко все большей концентрации денег в системе глобальных финансовых рынков. Опережающее по сравнению с реальным сектором генерирование прибыли в финансовой сфере во многом за счет «эффекта пирамиды», когда прибывающие во все больших объемах средства толкают вверх цены финансовых активов и тем самым повышают норму прибыли на финансовых рынках, что, в свою очередь, привлекает новых инвесторов и т.д. В результате по всем секторам организованных рынков надуваются «пузыри», сдутие которых (ведущее к очередному кризису) становится лишь вопросом времени.

3. Существенные искажения цен и турбулентность на товарных рынках вследствие биржевого характера ценообразования. По мере возрастания роли биржевого оборота в международной торговле товарными активами цены этих активов все более отрывались от реального базиса (себестоимости, объемов спроса и предложения) и становились производными от ликвидности на мировых финансовых рынках и настроений спекулятивных инвесторов.

* Более подробно рассмотренные нами ранее в монографии «Мировой кризис и тенденции экономического развития Казахстана». — Алматы, КИСИ, 2011 г.

4. Наличие на глобальном финансовом рынке нерегулируемых внебиржевых сегментов деривативов, становящихся своего рода «черными дырами» неконтролируемой эмиссии и источниками огромных объемов ликвидности, надувающей пузыри на рынках, и очагами кризисов, когда эти пузыри начинают схлопываться, унося с собой триллионы инвестированных долларов.

5. Деформированная система инвестиционных критериев, основанная на субъективизме кредитных рейтингов трех рейтинговых агентств — Moody's, Standard & Poor's, Fitch, а также на аудиторских заключениях «большой четверки» — KPMG, Deloitte Touche Tomatsu, PricewaterhouseCoopers и Ernst & Young.

6. «Перекредитованность» хозяйствующих субъектов и домохозяйств развитых экономик и растущие затруднения с обслуживанием чрезмерных долгов, периодически выливающиеся в кризисы неплатежеспособности заемщиков и череду банкротств.

Кроме того, необходимо отметить, что текущая ситуация отличается даже большей сложностью по сравнению с серединой 2000-х годов, когда формировались предпосылки кризиса. В настоящее время резко обострилась проблема государственного долга в развитых странах, который увеличился в своих абсолютных и относительных параметрах на десятки и даже сотни процентов, что стало следствием борьбы с кризисом 2007—2009 годов. Это значит, что дальнейшее стимулирование экономики путем государственного финансирования, равно как и борьба с новым кризисом по прежнему рецепту, невозможны.

Большинство из указанных выше проблем остались в столь же сложном состоянии, как и накануне острой фазы прошлого кризиса в 2008 году. Финансовые рынки по-прежнему сильно перегреты (хотя еще не достигли состояния пузыря), а финансовая сфера доминирует над реальным сектором, так

как продолжающиеся программы финансовой помощи, реализующиеся в развитых странах (наиболее известными из которых в настоящее время являются так называемые «количественные смягчения», или QE — quantitative easing), ведут к почти полному перетоку этой помощи на финансовые рынки и росту спекулятивных ценовых пузырей вместо развития реального сектора, который, напротив, находится под растущим давлением, в том числе вследствие роста цен на сырье. Иллюстрацией этого тезиса может служить показатель соотношения рыночной капитализации ведущих фондовых рынков мира и ВВП развитых стран (табл. 1).

Таблица 1. Соотношение капитализации и ВВП на ведущих фондовых рынках мира в 2007 и 2012 г., млн долл. США

Биржа	2007 год			2012 год		
	Капитализация биржи, январь 2008	ВВП— 2007	Капитализация/ ВВП	Капитализация биржи, январь 2013	ВВП— 2012	Капитализация/ ВВП
NYSE Euronext (США)	14 61 1 421	14 010 900	1,04	16 178 588	15 653 366	1,03
Japan Exchange Group — Токуо (Япония)	4 128 951	4 327 336	0,95	3 613 268	5 984 390	0,60
Deutsche Börse (ФРГ)	1 858 306	2 979 576	0,62	1 574 752	3 366 651	0,47
London SE Group (Великобритания)	3 449 910	2 519 000	1,37	3 846 076	2 433 779	1,58
Мир	54 758 626	54 347 037	1,01	58 769 307	71 277 366	0,82

Источник: рассчитано по данным Всемирного Банка, Всемирной федерации фондовых бирж (World Federation of Exchanges), МВФ.

Как видно из представленных в таблице данных, даже сейчас, на фоне непрекращающихся кризисных явлений в

отдельных регионах мира и на отдельных сегментах финансовых рынков, продолжается надувание новых фондовых «пузырей» и по традиции в авангарде этого процесса идут рынки Великобритании и США. Соотношение капитализации и ВВП данных стран в начале 2013 года достигло (США) или превысило (Великобритания) предкризисный уровень 2007 года. В целом по миру пока что такого же уровня относительной капитализации не наблюдается (0,82 против 1,01 в 2007 году), но процесс идет даже в проблемных странах и регионах, например в Германии текущий показатель капитализации относительно ВВП не столь сильно отличается от предкризисного пика, несмотря на постоянные проблемы в еврозоне, фактическим спонсором которой является Германия. Пожалуй, только японский фондовый рынок по итогам 2012 года нельзя охарактеризовать как перегревающийся, что неудивительно, учитывая сильнейшие экономические проблемы, пережитые страной за последние пять лет, и произошедшее укрепление йены, подкосившее экспорт.

Аналогичная ситуация за посткризисный период наблюдалась и на других секторах финансовых рынков, в том числе на тех, которые многими экономистами назывались в качестве основных причин прошлого кризиса. На рисунке 1 приведены данные по динамике одного из таких секторов — внебиржевых деривативов, номинальный объем которых в настоящее время превышает или находится на значениях, близких к предкризисным уровням «пузырей» 2007 года. Таким образом, можно констатировать, что ситуация на финансовых рынках практически не изменилась по сравнению с предкризисным периодом середины 2000-х годов — по-прежнему гигантские объемы спекулятивной ликвидности готовят новый перегрев рынков, а изменчивость настроений портфельных инвесторов формирует высокую турбулент-

ность как отдельных сегментов, так и глобального финансового рынка в целом.

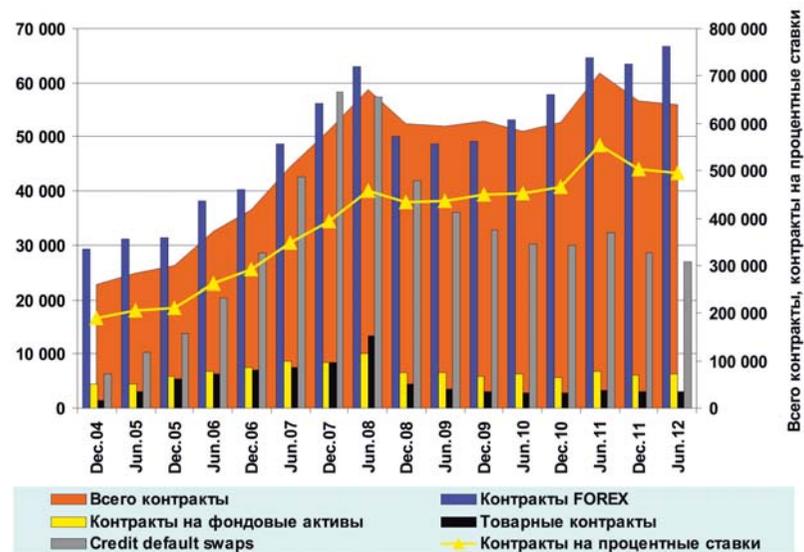


Рис. 1. Динамика объемов выпущенных внебиржевых деривативов в 2004—2012 годах, млрд долл.

Источник: BIS Quarterly Review: March 2013. Table 19: Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives // <http://www.bis.org/statistics/qcsv/dt1920a.csv>.

Эта ситуация на финансовых рынках по-прежнему обуславливает сохраняющийся отрыв их котировок от объективного экономического базиса, что заметно как на фондовых рынках (где американские и европейские индексы в марте 2013 года вышли на рекордные уровни, невзирая на колоссальные проблемы и макроэкономические диспропорции в большинстве стран ЕС), так и на товарных. Биржевой характер ценообразования на товарных рынках на протяжении 2011—2013 годов обуславливал высокие цены многих активов (нефти, золота), которые по-прежнему выполняют на этих рынках функцию не столько производственного ресур-

са, сколько инвестиционного убежища в условиях неопределенности на других секторах.

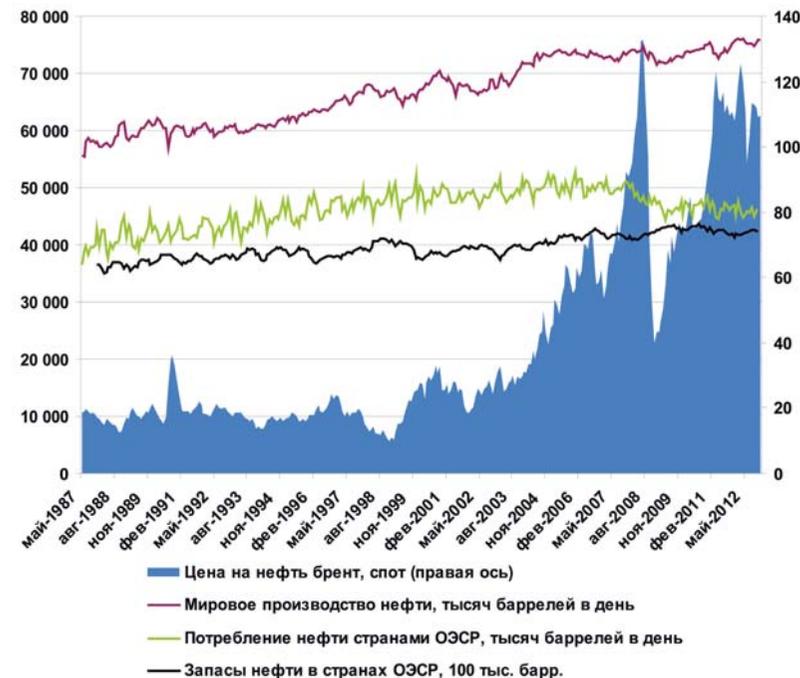


Рис. 2. Сравнительная динамика цен на нефть и фундаментальных факторов нефтяного рынка

Источник: По данным US Energy Information Administration // <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RBTE&f=M>.

Фундаментальные факторы, которыми раньше обуславливались цены и которые фигурируют в классических теориях рыночного ценообразования, в настоящее время не оказывают практически никакого влияния на биржевую конъюнктуру, что стало особенно заметно в период 2000-х годов (рис. 2). Эта оторванность биржевых котировок от фундаментальных факторов особенно наглядно проявилась

в предкризисный период, когда цены на нефть совершили многократный скачок за пятилетний период, увеличившись с 20 до 140 долларов на фоне растущих их запасов и производства и снижающегося потребления.

То есть все классические факторы спроса и предложения, описанные в учебниках рыночной экономики, в XXI веке фактически перестали работать для биржевых активов, так как природа многих товаров изменилась под влиянием резко возросшего на них спроса институциональных инвесторов и они превратились из традиционных производственных факторов, спрос на которые определялся потребностями реального сектора, в инструменты финансовых спекуляций, ценообразование которых подчиняется другой логике. Именно приток на рынок спекулятивных капиталов вследствие отмены закона Гласса — Стиголла в 1990-е годы, в том числе через маргинальное кредитование и быстрое развитие деривативов, привел к беспрецедентной турбулентности, возникшей во второй половине 2000-х годов, при том что динамика фундаментальных факторов нефтяного рынка осталась примерно такой же, какой была в 1980—1990-е годы.

Если рассматривать биржевые цены нефти в этом контексте, то их падение во второй половине 2008 года, в «острой» фазе кризиса, представляется не столько кризисным коллапсом, сколько в определенной мере восстановлением нормальных уровней, которые были в предшествующий надуванию «пузыря» период, так как в 2000-е годы фундаментальные факторы нефтяного рынка изменились крайне незначительно по сравнению с их параметрами 80—90-х годов XX века, а если и изменились, то в сторону, способствующую скорее снижению цен с позиций классических теорий ценообразования. Объемы производства выросли значительно, чем объемы потребления, также возросли и запасы нефти. Однако, несмотря на эти факторы увеличения предложения нефти, ее

цена постоянно росла вплоть до активной фазы кризиса, что было обусловлено все большим количеством инвестиционных средств, вкладываемых в нефтяные контракты финансовым сектором. И именно проблемы финансового сектора в период кризиса обусловили сдутие «пузырей» и падение цен до относительно разумных по прежним временам уровней.

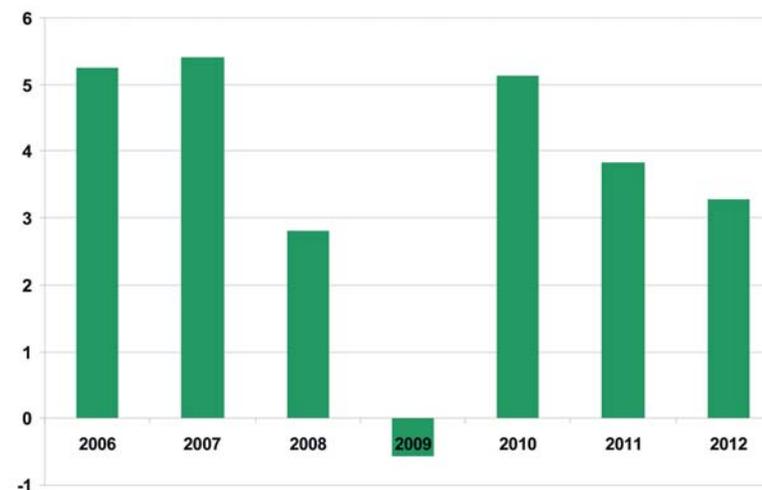


Рис. 3. Темпы роста мирового ВВП в 2006—2012 гг., % в год

Источник: The World Economic Outlook (WEO) database, October 2012 Edition, International Monetary Fund // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/index.aspx>.

В настоящее же время ситуация предкризисных лет повторяется — цены на многие товарные группы, в том числе нефть, вновь задраны инвесторами и спекулянтами при еще большем, чем в 2007 году, расхождении с фундаментальными параметрами рынка — объемы производства в декабре 2012 года превышали предкризисные показатели 2007 года примерно на 4%, запасы нефти в странах ОЭСР — примерно на 3%, но цены начала 2013 года колебались около 110 долларов против 60—70 первой половины 2007 года. При этом по-

мимо факторов нефтяного рынка и вся макроэкономическая конъюнктура в посткризисный период также не благоприятствовала росту спроса на товарные активы, например, рост мирового ВВП в 2010—2012 годах был существенно ниже, чем в середине 2000-х годов (рис. 3), однако это не стало препятствием для роста нефтяных котировок.

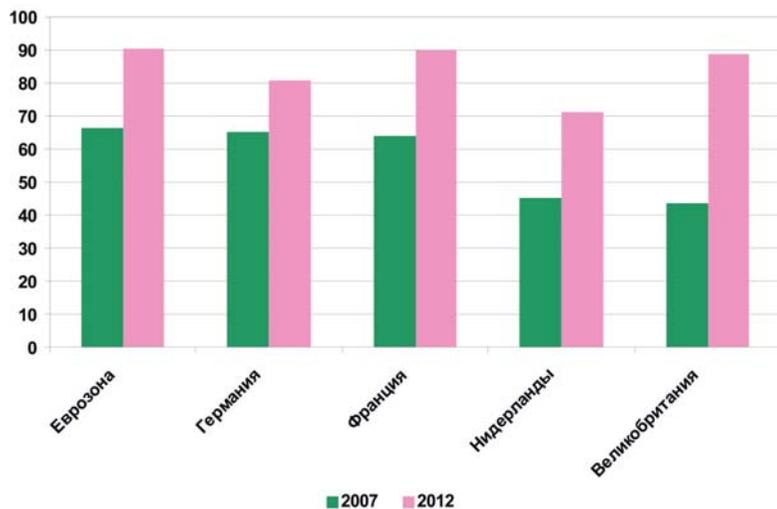


Рис. 4. Изменение государственного долга крупных высокорейтинговых экономик ЕС за посткризисный период, % к ВВП

Источник: рассчитано по данным Eurostat.

Таким образом, искажения ценообразования на товарных рынках, обусловленные притоком неуправляемой ликвидности из финансового сектора, в начале 2013 года играли еще большую дестабилизирующую роль, чем в 2007 году перед острой фазой кризиса. Другие выделенные выше кризисообразующие факторы также не изменились по сравнению с предкризисной ситуацией середины «нулевых» годов. В частности, по-прежнему сохраняется неадекватность инве-

стиционных критериев, в качестве которых выступают все те же, многократно дискредитировавшие себя кредитные рейтинги агентств Standard&Poor's, Moody's, Fitch. Более того, учитывая, что за прошедшие несколько лет ситуация в государственных финансах развитых стран существенно ухудшилась в связи с программами стимулирования экономики, сегодняшние суверенные рейтинги еще больше не соответствуют реальному положению вещей.

Так, если в 2007 году Германия имела высший кредитный рейтинг на фоне государственного долга в размере 65,2% относительно ВВП, то по итогам 2012 года этот же рейтинг сохранялся на фоне долга в размере 81%. Аналогичная ситуация наблюдалась и по остальным странам с максимально возможными рейтингами и огромными долгами — у Франции показатели 2007 и 2012 года по соотношению государственного долга и ВВП составляли 64,2 и 86%, у Великобритании — 44,2 и 85%, у Нидерландов — 45,3 и 65,7%. В США за период с 2007 по 2012 год относительный размер государственного долга увеличился с 62 до 102% (без учета долгов штатов, муниципалитетов и гарантированного государством корпоративного долга), но высшие кредитные рейтинги от агентств Moody's и Fitch остались неизменно максимальными. Таким образом, за прошедшие пять лет ситуация в области адекватности оценок инвестиционных активов на глобальном финансовом рынке рейтинговыми агентствами только ухудшилась, так как при тех же или символически сниженных рейтингах фундаментальные показатели суверенных эмитентов сильно потеряли в качестве.

Эта ситуация закономерна, так как заказчиками рейтингов агентств «большой тройки» по-прежнему выступают эмитенты, что обуславливает искажение объективного состояния их финансов. Кроме того, попытки агентств хоть немного повысить точность и объективность оценок клю-

чевых суверенных эмитентов наталкиваются на жесткое противодействие вплоть до откровенного применения административного ресурса. Примеры такого рода за последнее время были хотя и немногочисленными, но достаточно выразительными.

Так, в середине августа 2011 года Министерство юстиции США начало расследование деятельности крупнейшего в стране рейтингового агентства Standard & Poors (S&P), которое подозревалося в предвзятости при присвоении рейтингов десяткам ипотечных ценных бумаг, что, в свою очередь, могло привести к мировому финансовому кризису. Это расследование началось после понижения агентством на одну ступень суверенного кредитного рейтинга США (с AAA до AA+) 6 августа, предпринятого впервые в истории, хотя взаимосвязь данных событий представителями Министерства юстиции отрицалась. Также отрицалась и взаимосвязь понижения американского рейтинга и смещения главы S&P Дивена Шармы 23 августа того же года. Применительно к санкциям в отношении S&P, последовавшим за снижением американского рейтинга, можно также упомянуть отказ Лос-Анджелеса от услуг данного агентства, о котором было объявлено 19 августа. При этом представители властей Лос-Анджелеса заявили, что «город должен гордиться, что разрываются отношения с этим рейтинговым агентством». Более реальной причиной этого разрыва можно все же считать тот факт, что S&P за несколько дней до него понизило рейтинг города с AAA до AA.

Европейские власти также многократно в ходе кризиса и после него высказывали недовольство деятельностью «большой тройки», а власти Германии выступали с инициативой создания собственного европейского рейтингового агентства, независимого от США. Это недовольство воплотилось в конкретные меры, ужесточающие деятельность агентств в

ЕС и их ответственность за рейтинговые действия. 28 ноября 2012 года ЕС ввел более жесткие правила, регулирующие деятельность рейтинговых агентств. Впредь они обязаны основательнее, чем прежде, аргументировать свои решения и нести ответственность за ошибочные оценки. Новые нормы были согласованы Европейской комиссией, Европарламентом и представителями стран — членов ЕС. В частности, рейтинговым агентствам предписывается выступать с прогнозами в объявленные заранее сроки. Происходить это не должно до того, как открываются биржи. Кроме того, агентства будут обязаны объяснять, на основании каких критериев было принято решение.

Еще более красноречивая мера, на этот раз вновь со стороны властей США, последовала в 2013 году. 23 января рейтинговому агентству Eagan-Jones Ratings было запрещено совершать рейтинговые действия относительно суверенных облигаций США и некоторых других ценных бумаг. Запрет был вынесен Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC) сроком на 18 месяцев на основании того, что со стороны агентства (известного своей независимостью от эмитентов и более трезвыми оценками многих бумаг, в том числе суверенных, а также тем, что оно первым понизило рейтинг США в июле 2011 года) имело место «введение в заблуждение» регулятора. К этому времени данное агентство уже трижды успело снизить суверенный кредитный рейтинг США — после первого понижения с максимального уровня, негативные рейтинговые действия были предприняты в апреле 2012 года (снижение с AA+ до AA) и в сентябре того же года (с AA до AA-). Таким образом, Eagan-Jones стало первым агентством, рискнувшим последовательно отстаивать свою позицию относительно кредитоспособности США, и регулятивные меры SEC выглядят на этом фоне объяснимой попыткой ликвидировать постоянный источник

негатива по отношению к американским долговым обязательствам.

Учитывая, что рейтинговые агентства, или по классификации SEC NRSRO — национально признанные статистические рейтинговые организации, — являются лицензируемыми учреждениями, можно прогнозировать сохранение текущей ситуации с отсутствием реально объективных рейтингов и основанных на них инвестиционных критериев на глобальном финансовом рынке. Искаженная оценка финансовых инструментов будет по-прежнему сохраняться и контролироваться США через лицензируемые SEC-агентства «большой тройки», что сохранит также и столь же высокую вероятность новых кризисов из-за неадекватной оценки тех или иных бумаг, как это было в 2007 году с ипотечными облигациями.

Еще один способствующий возникновению кризисов фактор, необходимость искоренения которого также активно обсуждалась в ходе кризиса и после него, — высокая роль офшорных центров в финансовой турбулентности. Капиталы из офшоров невозможно регулировать традиционными мерами монетарной политики центральных банков и правительств, а их наличие, таким образом, делает бессмысленными попытки согласованных фундаментальных решений ведущих стран (так как в случае принятия таких решений финансы просто уйдут от регулирования в офшоры), потоки офшорных капиталов даже не в полной мере отражаются статистикой, что затрудняет оценку действенности тех или иных регулятивных мер. Многочисленные попытки минимизировать роль офшоров в мировой финансовой системе оказались безрезультатными, как показывают данные, приведенные в таблице 2, для трех наиболее одиозных офшорных центров мира — Кипра, Британских Виргинских и Каймановых островов.

Таблица 2. Динамика объемов прямых иностранных инвестиций из некоторых офшорных центров в околокризисный период, млн долл.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Кипр	887	1 240	2 717	383	679	1 828
Британские Виргинские острова	27 185	43 668	44 118	35 143	58 717	62 507
Каймановы острова	8 013	9 303	13 377	6 311	13 857	4 456

Источник: World Investment Report 2012: Towards a New Generation of Investment Policies. UNCTAD, New York and Geneva, 2012. — Pp. 169—171.

Как видно из представленных данных, как Кипр, так и Виргинские острова уже по итогам 2011 года перекрыли показатели предкризисных 2006 и 2007 года в части инвестиционной активности, отстают только Каймановы острова, но и там активность по-прежнему высока и в 2010 году достигла рекордной отметки. Аналогичная ситуация наблюдается и по роли офшоров в генерировании избыточной финансовой ликвидности через финансовые инструменты. На рисунке 4 приведены данные, характеризующие объемы выпуска офшорными центрами основных видов финансовых инструментов, включая банковские операции и выпуск долговых ценных бумаг. По большинству из этих инструментов уровень предкризисного декабря 2006 года был превзойден в сентябре 2012 года. Также можно отметить, что за прошедшие после кризиса годы несколько не уменьшилась и доля офшоров в общемировой эмиссии таких инструментов, то есть их роль на мировом финансовом рынке остается на докризисном уровне, а по некоторым позициям — уже превзошла его, несмотря на все заявления мировых лидеров о необходимости ликвидации этих неконтролируемых источников спекулятивной ликвидности.

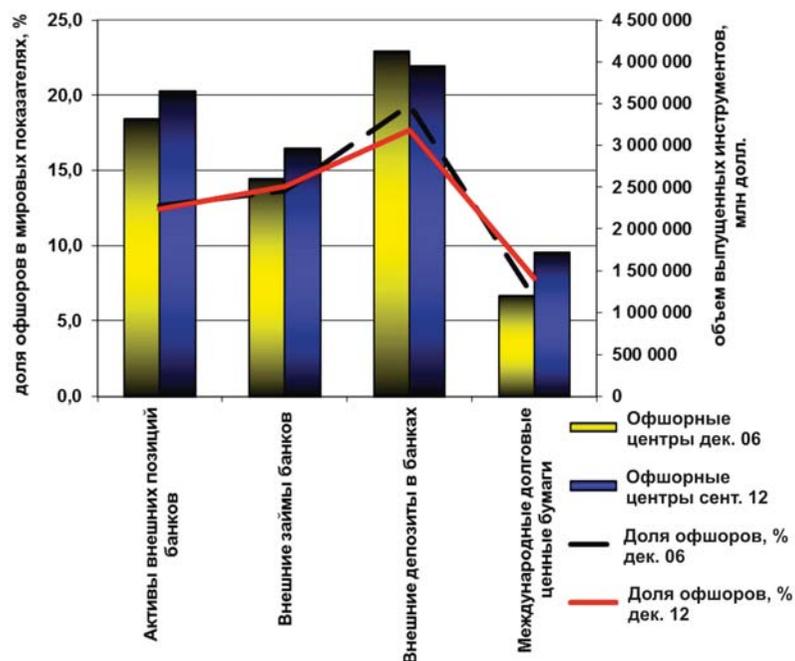


Рис. 5. Динамика объемов эмиссии ключевых финансовых инструментов офшорными центрами в 2006 и 2012 г. и их долей в мировой эмиссии

Источник: рассчитано по данным Bank for International Settlement: BIS Quarterly Review, March 2013; BIS Quarterly Review, December 2008 A1 // www.bis.org/statistics/bankstats.htm.

Наконец, еще одной важной проблемой, также выступающей в качестве кризисообразующего фактора, в последние десятилетия был высокий уровень задолженности всех секторов развитых экономик — от государств до домохозяйств. Как известно, именно проблемы, обусловленные высокой задолженностью по ипотечным кредитам и низким качеством заемщиков, стали триггером кризиса в 2007 году в США, однако и в данной сфере в настоящее время ситуация не сильно отличается от предкризисных значений (рис. 5). Соотношение кредитов и ВВП по-прежнему чрезвычайно велико, осо-

бенно в развитых странах, в авангарде которых традиционно идут США, где отношение внутренних кредитов к ВВП устойчиво превышает 190% и по итогам 2011 года составило 192%, что практически соответствует докризисному уровню в 197%, отмеченному в 2006 году.

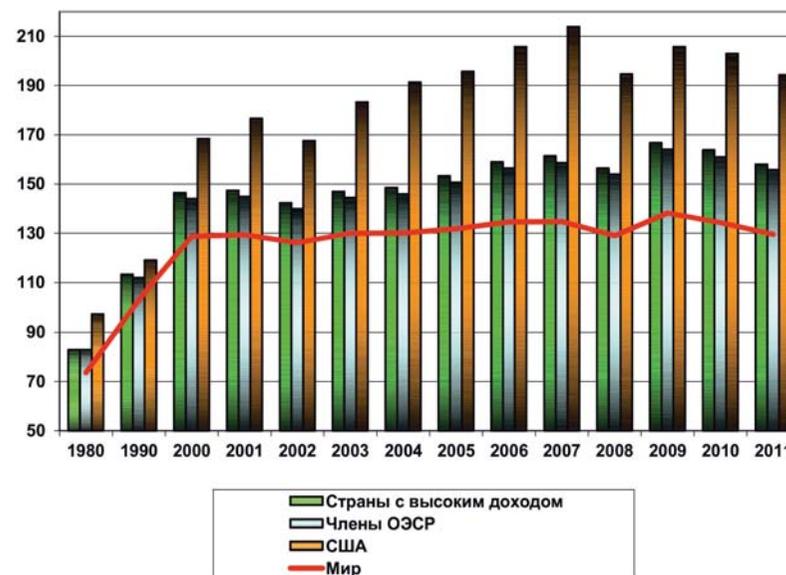


Рис. 6. Динамика соотношения внутренних кредитов и бизнеса и ВВП по миру и некоторым группам стран

Источник: рассчитано по данным Всемирного Банка: Domestic credit to private sector (% of GDP) // <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?page=1>.

Аналогичная ситуация в целом по миру, а по группе стран с высоким уровнем дохода после предкризисного 2006 года даже наблюдался рост этого соотношения. Текущую ситуацию на кредитном сегменте финансовых секторов развитых стран также можно охарактеризовать как своего рода пузырь в сравнении с аналогичными показателями 1980—1990-х годов. Таким образом, и в области «закредитованности» эко-

номики текущие уровни, так же как и большинство других рассмотренных выше факторов, в настоящее время столь же чрезмерны, как в период, предшествовавший возникновению кризиса 2007—2009 годов.

Подводя итог рассмотрению состояния тех сфер мировой экономики и отдельных ее центров, которые стали факторами кризиса 2007—2009 годов, и их положению в настоящее время, можно сделать вывод, что в большинстве случаев текущая ситуация не лучше, а аналогична или даже хуже той, которая наблюдалась в предкризисном 2006 году. После кратковременного спада на финансовых рынках в период кризиса в последующие годы, начиная с 2010 г., вновь быстро нарастали проблемы в тех же сферах — долговой нагрузки на бизнес и домохозяйства, гипертрофированного раздутия рынка деривативов, искажения и турбулентности на фондовых и товарных рынках, высокой роли офшоров в генерировании неконтролируемой ликвидности, неадекватности рейтинговых оценок. Кроме того, за эти годы возник новый опаснейший источник кризисных явлений — чрезмерная государственная задолженность развитых стран, беспрецедентная для мирного времени, угроза со стороны которой усугубляется тем, что на долговых обязательствах этих государств основывается вся существующая мировая финансовая архитектура — через систему резервных валют и хранящихся в них резервов большей части государственных институтов мира. Таким образом, ситуацию, сложившуюся в мировой финансовой системе в 2013 году, можно охарактеризовать как готовую к новому глобальному кризису, еще более масштабному по сравнению с предыдущим.

1.2. Меры монетарного регулирования и их роль в формировании предпосылок возникновения нового кризиса

Рассмотренная в предыдущем разделе ситуация, сложившаяся в посткризисные годы на финансовых рынках, и характеризующаяся столь же нездоровой их гипертрофией, что и накануне кризиса, во многом является следствием той денежно-кредитной политики, которая была выбрана ведущими центральными банками мира (прежде всего ФРС США) для борьбы с кризисом. Финансовые регуляторы действовали в рамках классических концепций стимулирования экономики, осуществляя максимальное смягчение этой политики и кредитную экспансию, поскольку за годы существования рыночной экономики современного типа сложились закономерности, подтвержденные многочисленными исследованиями, между уровнем жесткости денежно-кредитной политики и интенсивностью экономического роста.

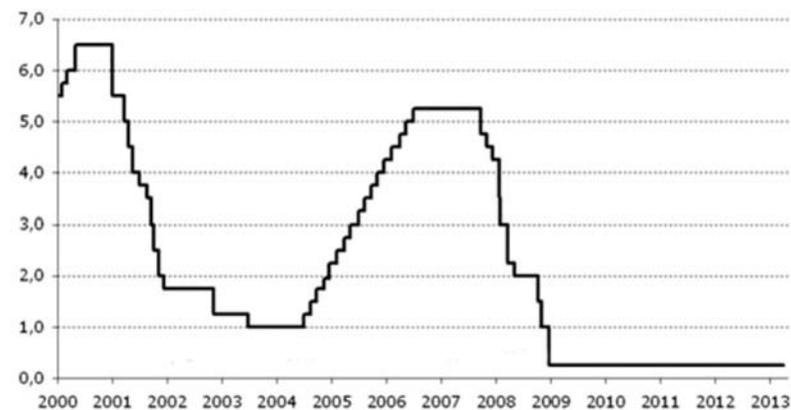


Рис. 7. Динамика процентных ставок по федеральным
фондам ФРС США

Источник: Worldwide Central Bank Rates // <http://www.cbrates.com>.

В условиях кризиса, отрицательных темпов роста ВВП, угнетения деловой активности центральные банки развитых стран начали быстро смягчать денежно-кредитную политику, начав с наиболее очевидного и традиционно применяющегося инструмента — процентных ставок. В течение 2008—2009 годов ставки центральных банков развитых стран были понижены радикальнейшим образом (рис. 7—9).

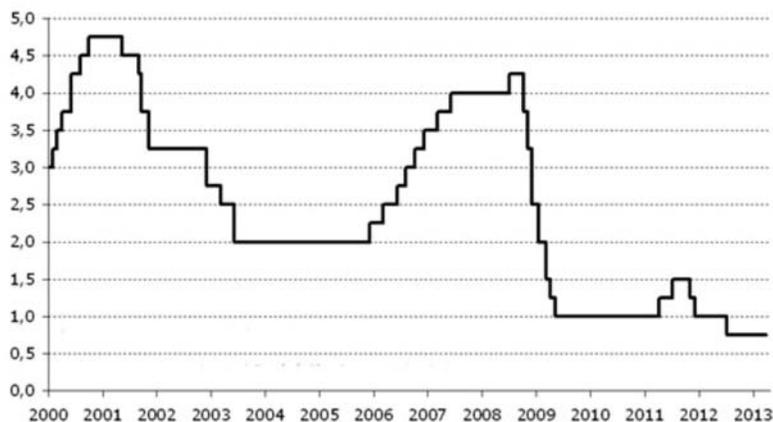


Рис. 8. Динамика ключевой процентной ставки
Европейского центрального банка

Источник: Worldwide Central Bank Rates // <http://www.cbrates.com>.

Наиболее сильно и быстро снижала ставки ФРС, завершив их понижение до минимально возможных уровней к середине декабря 2008 года. За год с небольшим (с 18 сентября 2007 года по 16 декабря 2008 года) ФРС опустила ставки по федеральным фондам более чем в 20 раз — с 5,25% до 0—0,25%. Почти столь же энергично действовал Банк Англии, начавший снижение в декабре 2007 года (с уровня в 5,75%) и закончивший его 5 марта 2009 года выходом на уровень в 0,5%. Европейский центральный банк в начале кризиса проявил нетривиальность подходов и до середины

2008 года, в отличие от англосаксонских коллег, повышал ставки — в июне 2007 и июле 2008 года — на 0,25%, доводя их уровень с 3,75 до 4,25%. Однако после этого европейский монетарный регулятор также начал смягчение своей политики и к весне 2009 года (7 мая) его ключевая ставка снизилась с 4,25 до 1%.

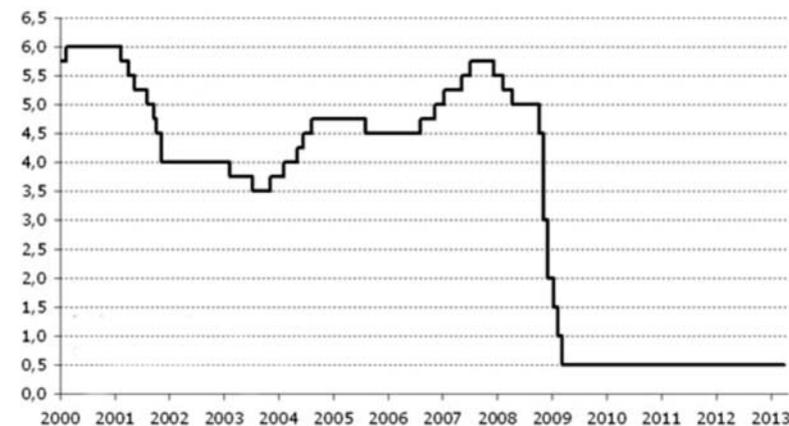


Рис. 9. Динамика ставки Банка Англии

Источник: Worldwide Central Bank Rates // <http://www.cbrates.com>.

Однако снижение процентных ставок не оказало существенного влияния на макроэкономическую динамику. Ощутимый рост в квартальном выражении был зафиксирован в США только четыре месяца спустя после фактического обнуления ставок ФРС — в 4-м квартале 2009 года (рис. 10) и этот результат был не слишком весом, учитывая, что в предшествующие кварталы наблюдался сильный спад ВВП, то есть посткризисный рост во многом носил технический характер «отскока» от низкой базы. Также нельзя не отметить и тот факт, что за 17 кварталов, прошедших к концу 2012 года после минимизации ставок ФРС, рост ВВП оставался на очень незначительном уровне. Даже если вычесть показате-

ли периода «острой фазы» кризиса, то уже в посткризисный период средние квартальные темпы роста американской экономики при практически нулевых ставках ФРС были ниже аналогичных предкризисных показателей 2006—2007 годов, когда эти ставки колебались вокруг отметки 5% годовых.

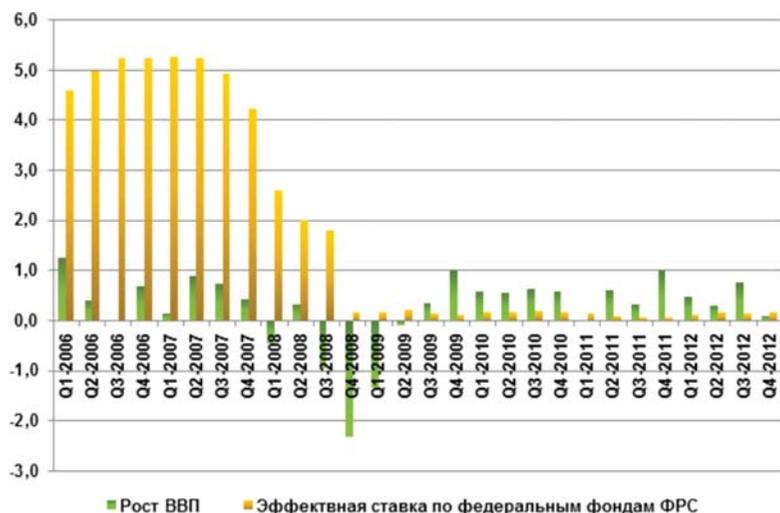


Рис. 10. Сравнительная динамика квартального изменения ВВП США и процентной ставки ФРС

Источники: Federal funds effective rate. Selected Interest Rates (Daily) — H.15. Federal Reserve Board's web site (www.federalreserve.gov/); Quarterly National Accounts. OECD statistics // <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=350>.

Таким образом, один из традиционно сильнейших инструментов монетарного регулирования — изменение процентных ставок — оказался в настоящее время абсолютно неэффективен. Между тем в период, когда разрабатывались нынешние классические теории стимулирования экономики, в том числе монетарными методами, четкая обратная взаимосвязь между ставками центральных банков и экономическим ростом была явно выраженной закономерностью. Так, в 1960—1980-е годы

и вплоть до середины 1990-х годов наблюдалось несколько периодов эффективного влияния той же ФРС на динамику американской экономики (рис. 11), которое особенно четко осуществлялось в 1970-е годы и в начале 1980-х.

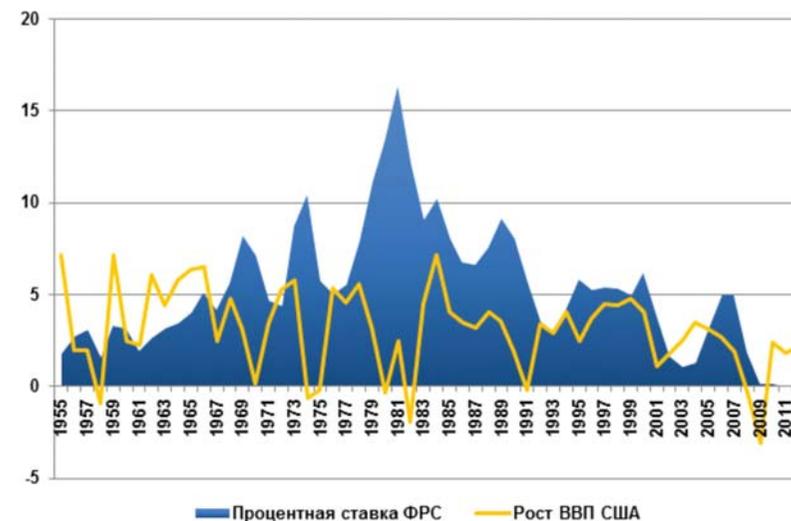


Рис. 11. Сравнительная динамика ставок ФРС США и годовых темпов роста ВВП

Источник: рассчитано по данным U.S. Bureau of Economic Analysis (<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>) и Federal Reserve Board's web site (www.federalreserve.gov/).

Сбои в отлаженном и теоретически обоснованном механизме монетарного регулирования начались в середине 1990-х годов, когда ВВП и ставки ФРС стали двигаться в одном направлении, вместо наблюдавшейся ранее картины обратной зависимости их динамики. Определенный эффект еще наблюдался, но уже не был значительным. На наш взгляд, утрата эффективности процентной политикой в начале 1990-х годов обусловлена эрозией в этот же период положений закона Гласса — Стиголла (начавшейся в 1987 году) и последующей его отменой в 1999 году. Ранее содержащийся в этом

законе запрет на совмещение кредитных и инвестиционных операций обеспечивал преграду для перетока банковских средств в инвестиционные активы финансовых рынков. После отмены данного закона приоритеты банковской деятельности стали стремительно смещаться с традиционного направления кредитования в сферу операций на финансовых рынках и, как следствие, процентная политика утратила свою действенность, так как изменения в четверть-половину процентной ставки не могли оказывать влияния на операции с доходностью в десятки процентов. В период же посткризисного регулирования, с 2009 года, этот инструмент вообще утратил свою регулятивную функцию, так как после фактического обнуления ставок, не имеющего прецедентов в истории современной американской экономики, их дальнейшее снижение стало невозможным, как и дальнейшее смягчение монетарной политики посредством ставок.

В этих условиях ФРС, как и ряд других центральных банков развитых стран, начала использовать другие методы стимулирования, которые фактически были просто вливанием денег в финансовую систему и получили название «количественное смягчение» (quantitative easing). Банк Англии, который также активно использовал политику количественного смягчения, на своем сайте открыто признал, что она была введена из-за неэффективности процентной политики после снижения ставок до минимального уровня: «В марте 2009 года Комитет по монетарной политике объявил, что снижает ставку до 0,5%. Комитет также признал, что ставка практически не может быть уменьшена ниже этого уровня, и в порядке дальнейшего стимулирования экономики решил предпринять серию выкупов активов»^{*}.

Отличаясь в частности в различных странах и на различных этапах своего проведения, в целом политика коли-

^{*} Quantitative Easing Explained. Bank of England // <http://www.bankofengland.co.uk>.

чественного смягчения предполагала снабжение деньгами финансовой системы со стороны центральных банков, осуществляемое, как правило, в форме выкупа последними различных финансовых активов у банков (например, государственных ценных бумаг), что должно было по замыслу идеологов этой меры высвободить связанные данными активами ресурсы и направить их в экономику, стимулируя как спрос, так и производство товаров и услуг.

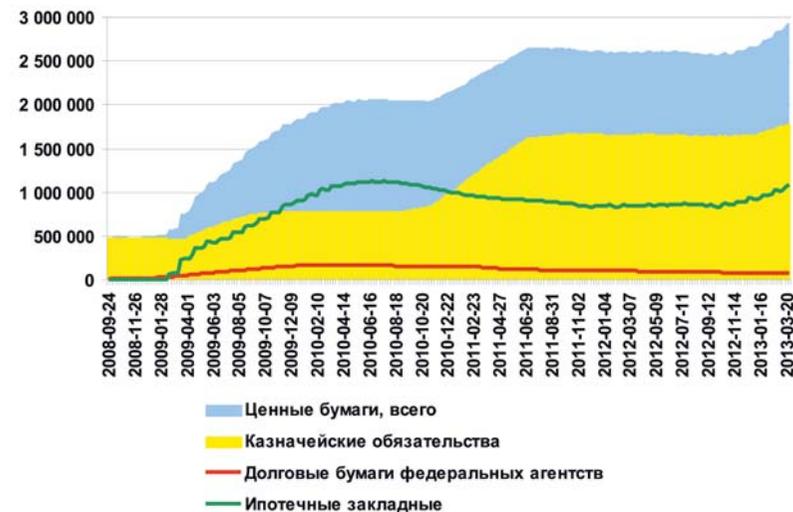


Рис. 12. Динамика ценных бумаг на балансе федеральных резервных банков после начала программ количественного смягчения, млн долл.

Источник: рассчитано по данным ФРС США: Table 1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Federal Reserve Board's web site (www.federalreserve.gov).

Объемы средств, направленные на эту программу, были огромны, а их выделение — стремительным. В короткий период объем выкупленных центральными банками США и Великобритании активов на их счетах вырос до 15—20% ВВП с докризисного уровня в 6—7%. Более подробно динамика

роста объемов выкупленных в ходе нескольких программ количественного смягчения активов ФРС США показана на рисунке 12. На данной диаграмме представлены три основных вида выкупавшихся ФРС активов — государственные казначейские обязательства (U.S. Treasury Bills), долговые бумаги федеральных агентств (Federal agency debt securities) и ипотечные закладные (Mortgage-backed securities). Больше всего выкупались, как видно из графика, казначейские обязательства, но и ипотечные бумаги также составляли весьма значительную часть выкупаемых активов.

На приведенном графике также наглядно видны «волны» увеличения выкупаемых ценных бумаг на балансе ФРС, вызванные принятием очередного раунда количественного смягчения. Первый раунд начался в декабре 2008 года и продолжался до марта 2010 года. За это время объем ценных бумаг на балансе ФРС увеличился в 4 раза — с 0,5 до 2 трлн долларов. Объявленные же параметры QE1 были озвучены представителями ФРС: 25 ноября председатель Б. Бернанке заявил о том, что ФРС будет выкупать до 600 млрд ипотечных ценных бумаг и долга правительственных агентств. 18 марта 2009 года комитет по операциям на открытом рынке ФРС (FOMC) анонсировал расширение программы на дополнительные 750 млрд долл. выкупаемых ипотечных бумаг и 300 млрд долл. выкупаемых казначейских обязательств.

Вторая программа количественного смягчения (QE2) длилась с ноября 2010 года до июня 2011 года (что также хорошо видно на графике). 3 ноября ФРС объявила о намерении выкупить казначейские обязательства с длинными сроками погашения на 600 млрд долл., осуществляя покупки на 75 млрд ежемесячно. Как видно из рисунка 12, по результатам второго раунда баланс ФРС увеличился до 2,6 трлн долл. ценных бумаг.

В промежутке между вторым и третьим раундами ФРС также провела так называемую «операцию твист», о которой было объявлено 21 сентября 2011 года. Эта операция предусматривала обмен (twist) долгосрочных казначейских бумаг на краткосрочные — ФРС выкупала у держателей бумаги со сроками до погашения от 6 до 30 лет в объеме 400 млрд долл. и продавала аналогичные инструменты со сроками до погашения менее 3 лет. Эта операция была попыткой предоставить держателям государственных бумаг ликвидность без увеличения баланса ФРС и фактического печатания денег, так как бумаги с коротким сроком погашения по мере их погашения обеспечивали бы поступление денег держателям. 20 июня 2012 года FOMC объявил о расширении программы на дополнительные 267 млрд долл. в течение 2012 года.

Впрочем, очевидно, эффект от операции «твист» не удовлетворил ФРС, так как уже 13 сентября 2012 года было объявлено о третьем раунде количественного смягчения (QE3). Этот раунд предусматривал ежемесячный выкуп ипотечных бумаг на 40 млрд долл. до тех пор, пока рынок труда не покажет существенных улучшений, что дало повод многим комментаторам расценивать эту программу как фактически неограниченную.

Тем не менее третий раунд оказался не последним. 12 декабря 2012 года FOMC проголосовал за четвертый раунд количественного смягчения, который предусматривал выкуп не только ипотечных бумаг на 40 млрд, но и выкуп долгосрочных казначейских обязательств на 45 млрд в месяц. Как видно из диаграмм рисунка 6, реализация третьего и четвертого раундов довела объем ценных бумаг на балансе ФРС почти до 3 трлн долл. к марту 2013 года (в конце марта их объем составлял 2,94 трлн). Общий же объем средств, влитых ФРС в американскую финансовую систему за 4 с лишним года при помощи программ количественного смягчения, со-

ставил примерно 2,5 трлн долл. без учета средств по операции «твист» (примерно 0,5 трлн). С учетом операции «твист» общий объем предоставленной ликвидности составил около 19% ВВП США за 2012 год (15,7 трлн долл.).

Еще более масштабные выкупы (относительно размера экономики) осуществлял в рамках количественного смягчения Банк Англии. Решение о соответствующих мерах было принято в марте 2009 года и в период с марта по ноябрь было выкуплено активов на 200 млрд фунтов — преимущественно государственных долговых обязательств. В октябре 2011 года было принято решение о дальнейшем выкупе активов — на 75 млрд фунтов, затем аналогичные меры предпринимались в феврале и в июле 2012 года — о выкупе активов на 50 млрд фунтов каждый раз. Общий объем выкупленных Банком Англии активов достиг 375 млрд фунтов*, или почти 600 млрд долл., что эквивалентно примерно 24% ВВП Великобритании 2012 года (2,44 трлн долл.).

Европейский центральный банк (ЕЦБ), так же как и в случае со ставками, некоторое время проводил отличную от центробанков США и Англии политику и воздерживался от проведения количественного смягчения, но в итоге также был вынужден прибегнуть к этому инструменту стимулирования. За период 2010—2012 годов в Европе было реализовано несколько программ данного типа, первой из которых стал выкуп облигаций с покрытием (программа Covered Bond Purchase Programme). С 4 июля 2009 года по 30 июня 2010 года ЕЦБ выкупил облигаций с покрытием на 61 млрд евро в рамках прямого финансирования банковского сектора. Второй по хронологии программой выкупа стала Securities Market's Program (SMP), в рамках которой облигации (как суверенные, так и корпоративные) на вторичном рынке выкупали центральные банки стран еврозоны. Эта программа

* Quantitative Easing Explained. Bank of England // <http://www.bankofengland.co.uk>.

была запущена в мае 2010 года, а ее объем оценивается в 209 млрд евро.

Вторая программа Covered Bond Purchase Programme — СВРР-2 — стартовала в ноябре 2011 года и также была нацелена на обеспечение банков ликвидностью и стимулирование их кредитной активности. Предполагалось, что ЕЦБ выкупит (как на первичном, так и на вторичном рынках) ценных бумаг на сумму до 40 млрд евро в период до октября 2012 года. Однако по-настоящему крупномасштабной европейской программой — аналогом QE — стала новая программа выдачи 3-летних неограниченных кредитов ЕЦБ под названием LTRO (long term refinancing operations). Операции под таким названием практиковались и раньше, но имели краткосрочный характер — деньги выдавались ЕЦБ на три, шесть месяцев и год, тогда как в декабре 2011 года было объявлено о трехлетних операциях рефинансирования. Первый этап программы 3-летних LTRO был реализован 21 декабря 2011 г., второй этап — 29 февраля 2012 г. Эти два этапа стали самыми масштабными вливаниями средств ЕЦБ в европейскую банковскую систему (было охвачено 800 банков), на первом из которых было предоставлено 489 млрд евро, а на втором — 530 млрд. Операции LTRO продолжались и в дальнейшем, хотя их объем резко сократился — в феврале, марте, апреле и мае было осуществлено еще четыре операции общим объемом около 25 млрд евро*. Таким образом, совокупный объем выделенных европейскими центральными банками в рамках количественного смягчения средств составил около 1 350 млрд евро, или примерно 1 750 млрд долларов. При том, что эта сумма весьма велика в абсолютном выражении, относительно ВВП еврозоны она несколько умеренней по сравнению с США и Великобританией, составляя 14,2% к ВВП за 2012 год (9 491 млрд евро).

* Open market operations. European Central bank // <http://www.ecb.int/mopo/implementation/html/index.en.html>.

Совокупный объем предоставленной ликвидности только центральными банками США, еврозоны и Великобритании, таким образом, составил около 5,5 трлн долл. (В апреле 2013 года к числу центральных банков, проводящих политику агрессивного накачивания деньгами экономик, присоединился Банк Японии, заявивший о намерении влить в национальную финансовую систему 1,4 трлн долл. в течение двух лет.) Столь колоссальные вливания денежных средств в финансовые системы развитых стран не могли не оказать влияния на макроэкономические показатели. По данным Банка Англии, например (The Distributional Effects of Asset Purchases. Bank of England, 12 July 2012), «в соответствии с оценками пикового влияния, 200 млрд фунтов QE в период с марта 2009-го до января 2010 года повысили уровень ВВП на 1,5—2,5% относительно того, что могло бы быть в случае отсутствия этих мер, и увеличили годовую инфляцию на 0,75—1,5%». Более подробно эффективность монетарной политики кризисного периода в плане ее влияния на экономику будет рассмотрена ниже, а в данном разделе можно ограничиться оценкой ее влияния на финансовые рынки.

Это влияние было явно выраженным и быстрым — рынки начали рост непосредственно после начала реализации первой программы QE ФРС и на каждый новый раунд отзывались очередным повышением котировок. Влияние раундов количественного смягчения особенно хорошо просматривается при сравнении динамики американского фондового рынка и наращивания объемов выкупа активов ФРС (рис. 13).

На приведенных графиках хорошо видна четкая взаимосвязь между раундами количественного смягчения, приводившими к увеличению бумаг на балансе ФРС, и скачками индекса Доу-Джонса, отзывавшегося на каждый раунд подъемом, вплоть до весны 2013 года, когда реакция на QE-4 вы-

вела американский фондовый рынок на новые исторические максимумы. Еще более наглядно роль денежных вливаний ФРС на финансовых рынках иллюстрирует сопоставление объемов этих вливаний и рыночной капитализации американского фондового рынка, в частности, капитализации Нью-йоркской фондовой биржи (то есть совокупной текущей стоимости компаний, акции которых торгуются на бирже). В декабре 2008 года, когда началась программа QE, капитализация NYSE колебалась около уровня в 7 трлн долл., а в марте 2013 года она достигла 9,3 трлн, увеличившись на 2,3 трлн. Объем же выкупленных по программе QE активов за этот период, как упоминалось выше, составил около 2,5 трлн долларов, что весьма наглядно демонстрирует роль ФРС в надувании нового пузыря на финансовых рынках.

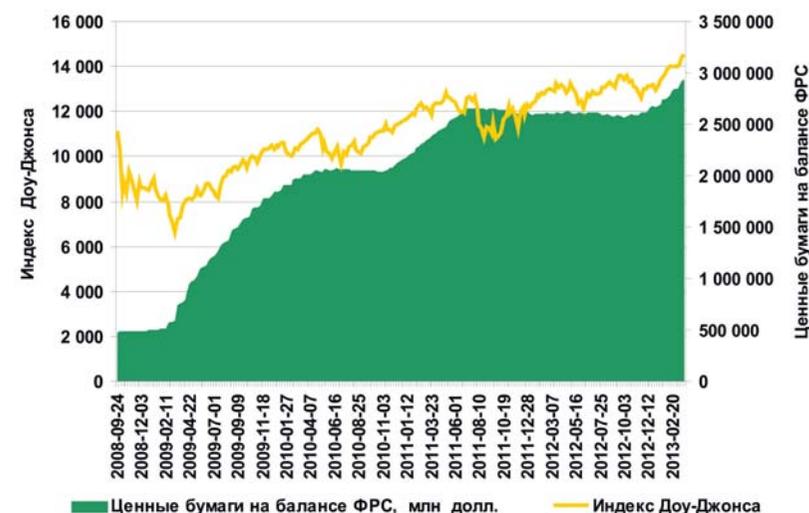


Рис. 13. Сравнительная динамика объемов выкупленных в рамках QE ценных бумаг на балансе ФРС и индекса DJIA

На фондовых рынках других развитых стран также наблюдался бурный рост, на который не могли повлиять даже хронический кризис в еврозоне, регулярные снижения рейтингов европейских стран и банков, неуклонное увеличение абсолютных и относительных параметров государственного долга. Более того, ведущие европейские фондовые рынки под постоянный аккомпанемент обсуждений антикризисных мер, бюджетных сокращений, рецессии и роста безработицы росли иногда даже более интенсивно, чем американские. Так, германский индекс DAX вырос к весне 2013 года более чем в два раза относительно уровней конца 2008 года (8 100 пунктов против 4 000), британский FTSE-100 — на более чем 70% (с 3 800 пунктов до 6 500).

Рост на фоне программ количественного смягчения наблюдался не только на фондовых рынках, но и на других сегментах глобального финансового рынка. В период с начала 2009-го по весну 2013 года значительно выросли цены на ключевые сегменты товарных рынков: нефть увеличилась в цене в 2,2 раза, золото — в 1,8 раза, медь — в 2 раза. Кроме того, как было показано в предыдущем разделе, уже в 2011—2012 годах вновь вернулись к докризисным уровням объемы эмиссии и средств, вложенных в некоторые производные инструменты, в частности контракты рынка FOREX, контракты на процентные ставки и некоторые другие. Также вернулась или даже превзошла докризисные объемы активность офшорных центров на мировых финансовых рынках в качестве эмитентов финансовых активов и реципиентов иностранных инвестиций.

Пожалуй, единственным показателем, который не вернулся к докризисному уровню, стал декларируемый в качестве цели агрессивной монетарной политики, а именно — увеличение банковских кредитов бизнесу, реальному сектору. Именно предполагаемая кредитная активность бан-

ков в экономике должна была стать локомотивом посткризисного восстановления реального сектора, домохозяйств и экономики в целом, и была целью агрессивного накачивания банков ликвидностью в гигантских объемах, а также основанием для все новых раундов количественного смягчения и подобных операций. Однако активность банков на рынке кредитования традиционных сфер экономики оставалась довольно скромной. В предыдущем параграфе (см. рис. 5) отмечалось снижение относительных размеров банковских кредитов в посткризисный период. Так, в период действия программ количественного смягчения и при минимальных ставках центральных банков в США за три года (с 2009-го по 2011-й) объем кредитов относительно ВВП снизился с 206 до 194%, в странах ОЭСР — со 164 до 156%, в странах с высоким уровнем доходов — со 167 до 158%. По миру в целом этот показатель также уменьшился со 138 до 129%.

Вопрос о причинах столь вялой и даже отрицательной динамики банковских кредитов на фоне беспрецедентных по объему вливаний средств в банковскую систему со стороны центральных банков можно прояснить, если рассмотреть более детально динамику основных показателей, связанных с кредитной активностью банков на примере США. Прежде всего, можно отметить, что в период действия программ количественного смягчения балансы коммерческих банков США в части активов увеличились практически на столько же, сколько средств было влито ФРС в национальную финансовую систему (рис. 14) — с середины 2009 года по весну 2013 года активы банков увеличились с 11,5 трлн почти до 13,5 трлн долл. — примерно на 2 трлн долларов. То есть деньги ФРС действительно попали в банковскую систему, причем в огромных количествах, увеличив объем активов банков примерно на 15—17% за три с половиной года.

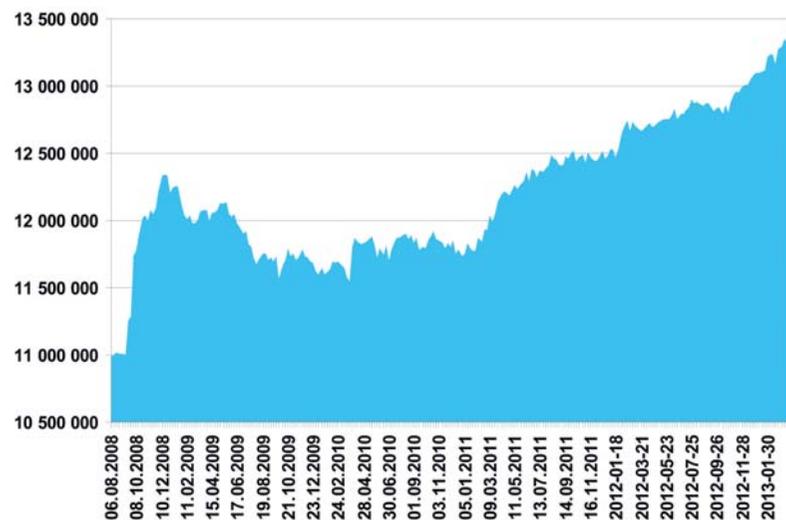


Рис. 14. Динамика объема активов коммерческих банков США в период реализации программ монетарного стимулирования, млн долл.

Источник: *Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States for May 03, 2013*. Federal Reserve Board's web site (www.federalreserve.gov).

Однако при столь существенном увеличении активов практически не изменился объем ссуд экономике и домохозяйствам, а кредиты межбанковского рынка даже сильно уменьшились — примерно в 2,5 раза (рис. 15). Причина столь не адекватного ожиданиям результата заключается в том, что полученные от ФРС средства, предназначенные для стимулирования экономики и совокупного спроса посредством увеличения кредитования, банки предпочли вложить в менее обременительные и более ликвидные и потенциально прибыльные инструменты — ценные бумаги различного рода.

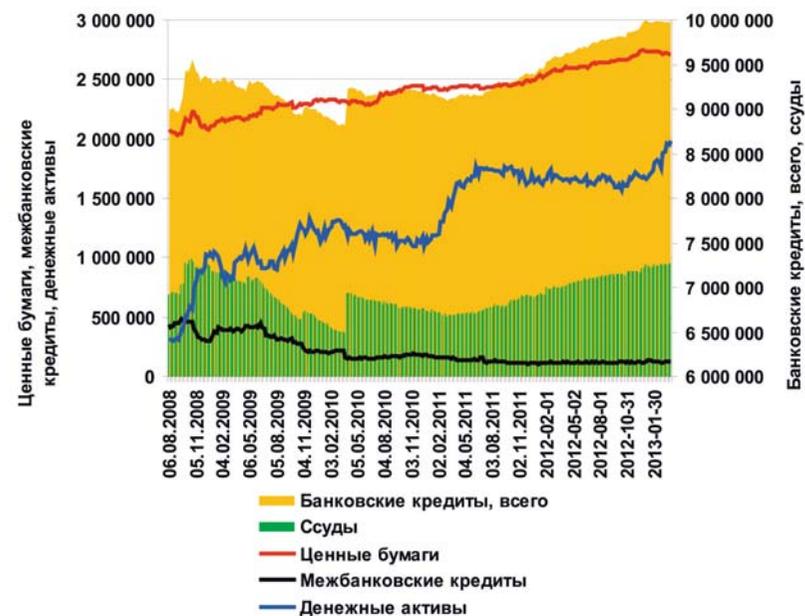


Рис. 15. Динамика основных показателей кредитной активности банковской системы США в период реализации антикризисных мер монетарного стимулирования, млн долл.

Источник: *Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States for May 03, 2013*. Federal Reserve Board's web site (www.federalreserve.gov).

На графиках рисунка 15 видно, что в период действия программ QE быстрее всего из приведенных компонентов банковских активов США увеличивались объемы ценных бумаг на балансе (примерно на 0,6 трлн долл.) и денежных активов (около 1,9 трлн). При этом объем собственно ссуд, то есть той статьи, которая должна была оказывать положительное влияние на хозяйственную деятельность США, практически не изменился за четыре года реализации программ QE, причем долгое время этот показатель заметно снижался и рост после этого снижения начался только весной 2011 года, два с лишним года спустя после начала количественного смяг-

чения, но так и не вышел на докризисные уровни. То есть банки использовали полученные от ФРС средства не в том направлении, которое предполагалось регулятором, а предпочли вкладывать их в инструменты финансового рынка, что вызвало отмеченный выше рост различных его сегментов, в том числе фондового и товарного. Таким образом, ФРС, равно как и другие центральные банки, проводившие политику количественного смягчения в 2009—2013 годах, спровоцировала своей агрессивной монетарной политикой не повышение потребительского спроса или промышленного производства, а восстановление опавших в кризисный период пузырей на различных сегментах финансового рынка.

Подавляющее большинство предоставленных ФРС средств переключались в ликвидные инструменты финансовых рынков и вызвали новый виток биржевых спекуляций, которые привели к выходу ряда фондовых рынков развитых стран на новые исторические максимумы в условиях беспрецедентно выросших показателей государственного долга, рецессии реального сектора, долговых проблем и резкого роста безработицы в ЕС, замедления экономики Китая. Таким образом, котировки финансовых рынков еще более утратили и без того весьма условную связь с экономическим базисом, и это стало наиболее заметным результатом четырех лет регулятивных усилий ФРС и центральных банков развитых стран. Другим закономерным итогом многолетних денежных вливаний в финансовый сектор с последующим их перенаправлением на финансовые же рынки в ущерб реальному сектору стало достаточно заметное изменение структуры ВВП США. В период с 2008 по 2012 год доля в ВВП США сектора «финансы и страхование» увеличилась с 7,3 до 7,9%, в том числе доля сектора «ценные бумаги, товарные контракты и инвестиции» выросла с 1 до 1,2%. Напротив, значимость ключевых реальных секторов снизилась: доля строительства

упала с 4,3 до 3,6%, доля производства товаров длительного пользования сократилась с 6,7% в 2007 году до 6% в 2011 году*. Таким образом, тенденции постиндустриализации (или деиндустриализации) американской экономики последних лет углубились, выражаясь в продолжающемся снижении доли в ВВП производства и роста услуг и, в частности, финансового сектора.

Впрочем, эта тенденция началась достаточно давно и к ее развитию также имеет отношение политика ФРС, с ее креном в сторону развития финансовых институтов и рынков, причем именно в их спекулятивной составляющей. Начало разбалансированности процессов на финансовых рынках, которая к настоящему времени достигла огромных масштабов и стала источником постоянного генерирования кризисов, было положено предыдущим Председателем ФРС Аланом Гринспеном, занявшим этот пост в 1987 году и сразу же начавшим планомерное уничтожение закона Гласса — Стиголла. Б.Б. Рубцов описывает краткую хронологию отмены этого закона следующим образом: «На протяжении нескольких десятилетий в США делались неоднократные попытки отменить Закон Гласса — Стиголла. Они активизировались в 1983 г. при администрации Р. Рейгана. В конце 1990-х годов в Конгрессе США опять был рассмотрен очередной проект отмены Закона Гласса — Стиголла. Слушания проходили на протяжении 1997—1999 гг. и завершились принятием закона о финансовой модернизации, или Закона Грэмма — Лич — Блайли (Financial Services Modernization Act — The Gramm — Leach — Bliley Act). 12 ноября 1999 г. он был подписан президентом США и вступил в силу в марте 2000 г.»**.

* Value Added by Industry as a Percentage of Gross Domestic Product. Release Date: April 25, 2013. U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis // <http://www.bea.gov>.

** Б.Б. Рубцов. Секьюритизация и институциональные изменения на фондовом рынке. Закон Гласса — Стиголла и секьюритизация в США. Мировой фондовый рынок и интересы России. — М., 2003.

Постепенное размывание этого закона началось с 1987 года (года прихода Гринспена в ФРС), когда Правление ФРС разрешило трем банковским холдинговым компаниям осуществлять через так называемые «Section 20 subsidiaries» — дочерние компании по ценным бумагам — отдельные операции на рынке ценных бумаг при условии, что доход от этих операций не должен превышать 5% общих доходов этого дочернего предприятия. В 1989 г. этот лимит был повышен до 10%, а в 1996 г. — до 25%, причем им было разрешено заниматься также андеррайтингом корпоративных облигаций и акций. К 1999 г. уже более 52 банков создали дочерние компании по ценным бумагам, причем половина из них являлась дочерними компаниями иностранных банков. Как отмечает Б.Б. Рубцов, «эти изменения привели к серии слияний и поглощений банков и компаний по ценным бумагам еще до отмены Закона Гласса — Стиголла: Bankers Trust приобрел Alex Brown, Inc., BankAmerica — Robertson Stephens, NationsBank — Montgomery Securities, а Citibank слился с Travellers, которой принадлежит Salomon/Smith Barney. Таким образом, американские коммерческие банки, по сути дела, превращаются в универсальные финансовые комплексы»*.

Универсальность американских банков закономерно привела к смещению акцента их операций из кредитной сферы в инвестиционную, как более прибыльную, а также к раздуванию этой сферы и появлению пузырей на финансовых рынках, которые формировались все чаще и интенсивнее по мере перетока все больших средств в операции с финансовыми активами. Другими следствиями этой ситуации стали неэффективность процентной политики ФРС, рассмотренная выше, изменения в структуре ВВП, появление сложных производных инструментов финансовых рынков.

* Б.Б. Рубцов. Секьюритизация и институциональные изменения на фондовом рынке. Закон Гласса — Стиголла и секьюритизация в США. Мировой фондовый рынок и интересы России. — М., 2003.

Об изменении структуры банковских активов США с нарастающим акцентом на финансовых активах и снижении доли собственно кредитов по мере эрозии закона Гласса — Стиголла и его отмены, начиная с 1987 года, можно судить по приведенным в таблице 3 данным. С 1987 года по настоящее время доля ссуд в активах коммерческих банков США сократилась на 6%, тогда как доля ценных бумаг выросла на 2%, денежных активов — почти на 4%, а торгуемых активов (которых ранее вообще не было на банковских балансах) — на 2,3%. Совокупный же объем данных трех видов активов финансовых рынков вырос за период 1987—2013 гг. с 28 до 36,1%.

Таблица 3. Доли отдельных видов активов в общем
объеме активов коммерческих банков США

	1987-01-07	1990-01-03	1997-01-01	2000-02-23	2009-07-01	2012-12-26
Банковские кредиты, всего	80,1	81,6	83,1	83,0	77,7	76,3
Ссуды	61,0	63,4	62,8	62,8	58,7	55,3
Ценные бумаги	19,1	18,2	20,3	20,2	19,0	21,0
Денежные активы	9,0	7,7	5,6	5,1	7,6	12,8
Торгуемые активы	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	2,3

Источник: *Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States for May 03, 2013*. Federal Reserve Board's web site (www.federalreserve.gov/).

Помимо переноса акцента с кредитных операций на инвестиционные большое значение в этот период имело также изменение и отраслевой структуры собственно кредитов, в которой на протяжении второй половины XX века происходили очень существенные подвижки. Акцент кредитова-

ния быстро смещался из традиционных отраслей реального сектора и домохозяйств в пользу финансовых корпораций (рис. 16).

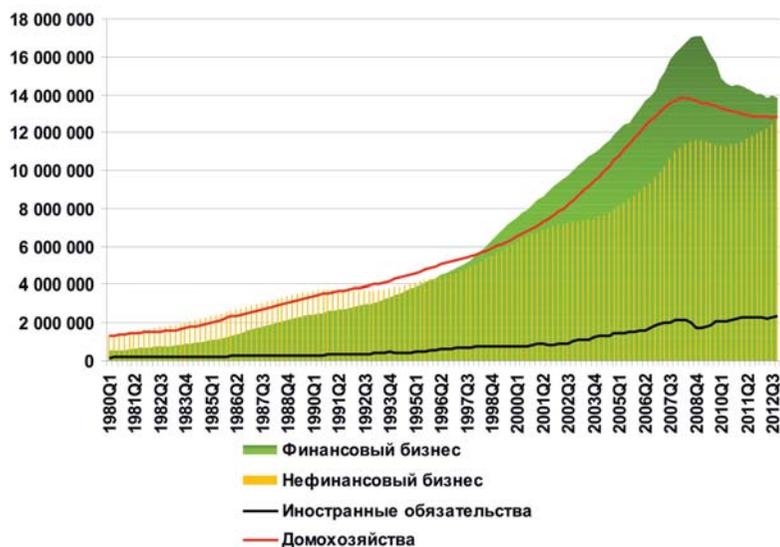


Рис. 16. Динамика обязательств по кредитам ключевых секторов американской экономики

Источник: Рассчитано по данным Flow of Funds Accounts of the United States (Z.1). Federal Reserve Board's web site (www.federalreserve.gov/).

Если в начале 1980-х годов подавляющее большинство кредитов выдавалось домохозяйствам и нефинансовому бизнесу, а финансовый бизнес играл очень низкую роль в качестве заемщика американских банков — примерно такую же, как иностранные клиенты, — то по мере бурного роста финансового сектора в период отмены закона Гласса — Стиголла и развития сектора производных инструментов, роль финансового сектора как заемщика росла опережающими темпами. В конце 1990-х годов (после отмены закона Гласса — Стиголла) финансовый бизнес становится крупнейшим

получателем кредитов, а в 2000-е годы уже существенно опережает по объему кредитных обязательств как нефинансовый сектор, так и домохозяйства. На графике рисунка 17 представлена динамика соотношения обязательств по кредитам финансового и нефинансового секторов американской экономики с 1950-х годов по настоящее время, дающая наглядное представление об изменениях, происходивших на кредитном рынке США и отражающих фундаментальные сдвиги в экономической архитектуре, которые впоследствии привели к доминированию финансового сектора и примату финансовых рынков в определении экономической политики как США, так и всего мира.

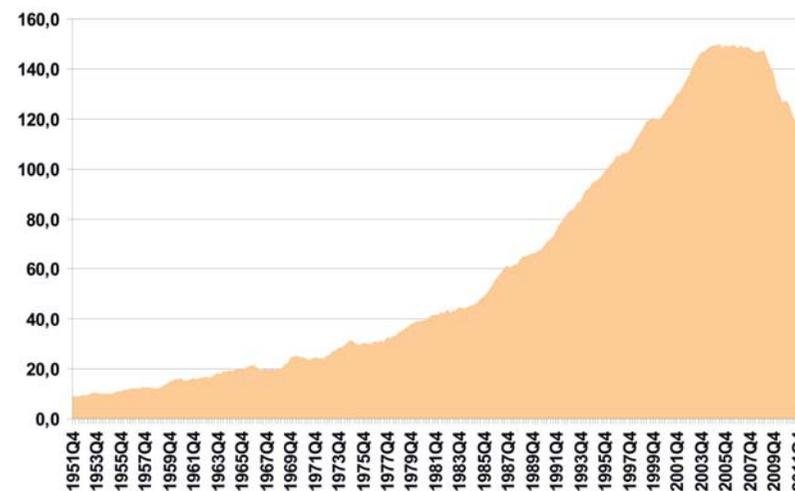


Рис. 17. Соотношение объема кредитных обязательств финансового сектора и аналогичного показателя нефинансового сектора США, %

Источник: рассчитано по данным Flow of Funds Accounts of the United States (Z.1). Federal Reserve Board's web site (www.federalreserve.gov/).

Если в 1950—1960 годы (когда, кстати, и формировались основные теоретические концепции регулирования,

не работающие в настоящее время) доля финансового сектора соответствовала его положению сервисного, вспомогательного элемента по отношению к реальному сектору, составляя лишь 10—20%, то с конца 1980-х годов начался резкий рост заимствований, к концу 1990-х годов превысивший 100%, что ознаменовало собой выдвигание финансового сектора на первый план американской экономики. К предкризисному периоду середины 2000-х годов кредиты финансового сектора уже в 1,5 раза превышали кредиты нефинансовому бизнесу и это предопределило полную зависимость кредитующих этот сектор банков от ситуации на финансовых рынках, падение которых означало невозврат кредитов и падение уже самих банков. Учитывая, что в банковском секторе к этому времени наблюдалась весьма высокая концентрация, следствием которой стал знаменитый тезис «too big to fail» («слишком большой, чтобы упасть») — о невозможности допущения банкротства системообразующих банков), вся американская экономика, включая государственные финансы, стала заложником финансового сектора, точнее — биржевых спекулянтов, через банковскую систему, принимавшую слишком активное участие в этих спекуляциях, как напрямую, так и через кредитование инвестиционных компаний.

Следствием гипертрофированного притока средств в финансовый сектор стали также и изменения в структуре ВВП США, которая в период с начала 1980-х годов до кризиса 2007—2008 годов характеризовалась постоянным уменьшением долей производственных отраслей и роста — отраслей финансовых (рис.18).

К 2008 году доля производства товаров в ВВП упала почти в два раза — с 20 до 10,8%, а доля финансов и страхования выросла с 5 до 8%. Особенно же бурным был рост такого вида деятельности, как «ценные бумаги, товарные контрак-

ты, инвестиции», доля которого в ВВП США выросла с 0,3% в 1980 году до 1,6% в 2006 году, то есть в 5,5 раза.

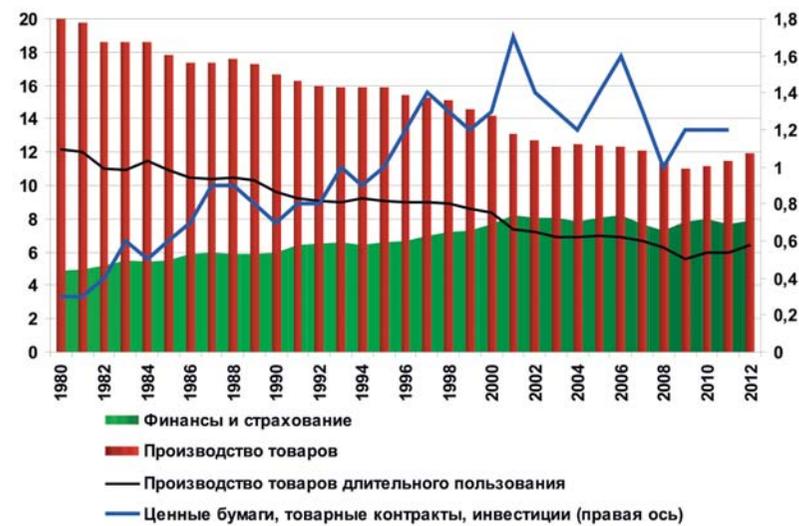


Рис. 18. Динамика изменения долей в ВВП США производственных и финансовых видов деятельности

Источник: рассчитано по данным Value Added by Industry as a Percentage of Gross Domestic Product. Release Date: April 25, 2013. U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis // <http://www.bea.gov>.

Таким образом, можно констатировать, что в начале XXI века американская экономика фактически стала заложницей финансового сектора и, в частности, конъюнктуры финансовых рынков, от состояния которых зависела устойчивость банков — основы экономической системы. Именно этим фактором, на наш взгляд, объясняется то, что ФРС как в период кризиса, так и в настоящее время продолжает, на первый взгляд, абсурдную политику накачивания деньгами финансового сектора, остро реагируя в первую очередь на рыночную ситуацию, а не на положение в реальном секторе или даже в банковской сфере. Проблема такой политики,

однако, заключается в том, что у нее имеются определенные ограничители и ее невозможно проводить бесконечно. Ограничителем являются размеры очередного пузыря, надувающегося на рынках благодаря постоянным денежным вливаниям. Когда инвесторы станут расценивать рыночную ситуацию именно как пузырь, рынки начнут схлопываться, вовлекая всю финансовую систему и, как следствие — всю экономику, в новый кризис. Но на этой стадии у ФРС и других центральных банков больше не будет инструментов для антикризисных действий.

На самом деле реальным инструментом предотвращения финансовых кризисов является возврат к стандартам закона Гласса — Стиголла, а именно разделение кредитной и инвестиционной деятельности, а также ограничение рынка деривативов. Понимание необходимости возврата к этим нормам возрастает даже в США, где в начале 2013 года начал рассматриваться законопроект HR 129 «О возвращении к благоумной банковской практике», внесенный представителем демократической партии. Количество сторонников данного законопроекта растет: «28 февраля Южная Дакота стала первым штатом, принявшим резолюцию, призывающую Конгресс восстановить закон Гласса — Стиголла о разделении сфер банковской деятельности. Голосование палаты представителей штата было почти единогласным и резолюция отправлена в Вашингтон. На 1-е марта аналогичные резолюции были внесены в законодательные органы 10 штатов, во многих других также готовятся резолюции.

Сегодня в Палате представителей США у законопроекта HR 129 о восстановлении закона Гласса — Стиголла, предложенного Марси Каптур, 30 соавторов. И это несмотря на беспрецедентный нажим со стороны Белого дома и Уолл-стрит не принимать такой закон. Обсуждение недавнего массового вброса денег ФРС и стремительного разрастания спекуля-

тивного пузыря (включая рынок ценных бумаг) стараются подменить спекуляциями на тему «какие финансовые учреждения слишком велики, чтобы рухнуть».

Заместитель председателя Федеральной корпорации страхования депозитов (FDIC) и бывший председатель банка ФРС в Канзас-Сити Томас Хёниг оптимистично расценивает шансы восстановления закона Гласса — Стиголла, за который он сам давно выступает. В комментарии «Блумберг» 27 февраля он сказал: «Мало-помалу у меня растет число сторонников. По мере того, как злоупотребления в финансовой системе будут становиться достоянием общности, шансов на принятие этого закона будет все больше»*.

Однако вне зависимости от будущего данного законопроекта и других инициатив по реформированию финансовой сферы США и других развитых стран, можно сделать вывод, что политика их центральных банков, проводимая в последние годы, создала новые предпосылки для возникновения финансового кризиса вследствие готовых лопнуть пузырей на рынках, накачанных ликвидностью через монетарные регуляторы.

1.3. Индикаторы предкризисной ситуации

Накачивание ликвидностью финансовых рынков, рассмотренное в предыдущем разделе, стало фактором их роста, но в то же время создало предпосылки для возникновения очередного кризиса вследствие надувания новых «пузырей» на рынках. В связи с тем что данный процесс протяжен во времени, а также необходимостью более точного диагностирования приближающегося кризиса, возникает вопрос о кри-

* В США растет поддержка закона Гласса — Стиголла на уровне штатов // www.larouchepub.com/russian.

териях и показателях, позволяющих судить о наступлении предкризисной ситуации и, в частности, о том, является ли текущая ситуация на финансовых рынках пузырьем, готовым лопнуть.

Следует отметить, что теория возникновения и сдутия финансовых пузырей, а также прогнозирования данных рыночных явлений получила в последние годы, вместе с ростом самих пузырей, активное развитие. Также расширился и понятийный аппарат, ряд исследователей начали выделять различные типы пузырей, такие, например, как спекулятивные (они же нерациональные), рациональные, внутренние, лопающиеся и т.п.*. Определения финансовых пузырей, однако, даже на фоне большого количества исследований остаются достаточно абстрактными: «рыночный феномен, характеризующийся резким ростом цены актива до уровней, значительно превышающих фундаментальную стоимость этого актива»**; «когда цены ценных бумаг или других активов растут так резко и на такие уровни, что превышают справедливую фундаментальную стоимость, делая возможным внезапный коллапс»***.

Таким образом, наиболее общепринятыми особенностями пузырей в настоящее время считаются две — резкий рост цены и ее уровни, превышающие стоимость активов на основе их фундаментальных показателей. Однако проблема в диагностировании финансового пузыря состоит в том (и это признается в большинстве исследований и высказываний по данной проблеме), что сама фундаментальная стоимость актива является чрезвычайно изменчивой и трудноопределимой величиной. Даже многолетний председатель ФРС

* Иванюк В.А., Станик Н.А., Попов В.Ю. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ МОДЕЛЕЙ И МЕТОДОВ ФИНАНСОВЫХ ПУЗЫРЕЙ // Фундаментальные исследования. — 2012. — № 11 (часть 5). — Стр. 1261—1265; URL // www.rae.ru.

** NASDAQ investing glossary // <http://www.nasdaq.com>.

*** Financial Times Lexicon // <http://lexicon.ft.com>.

Алан Гринспен, неоднократно делавший заявления об опасности формирования пузырей на фондовых рынках, отмечал трудность их диагностирования: «...Несмотря на наши подозрения, очень трудно определенно идентифицировать пузырь до того момента, когда его взрыв подтвердит его существование»*.

В том случае, когда речь идет об отдельных акциях, в роли фундаментальных показателей (во всяком случае, наиболее традиционных из них) выступают балансовая стоимость и дивидендная доходность, хотя и эти показатели в последние годы практически утратили свою роль как надежный оценочный ориентир. Примеры полного отрыва цен акций от этих фундаментальных индикаторов имеются как в ту, так и в другую сторону — пузырь так называемых доткомов в США, лопнувший в 2000 году, был примером колоссальной переоценки рынком фундаментальных показателей, но есть и столь же абсурдные примеры недооценки компаний, например рыночная капитализация российской компании «Сургутнефтегаз» в последние годы часто опускалась ниже не только ее балансовой стоимости, но и количества имеющихся у компании наличных денег, причем даже в 2013 году, когда эту недооценку нельзя было объяснить финансовым кризисом.

Если же говорить о макроуровне — об адекватности оценки фондового рынка в целом, то наиболее очевидным и часто используемым для этого показателем является соотношение капитализации и ВВП той или иной страны. Исследования проблематики фондового рынка и финансовых пузырей содержат большое количество аналитических выкладок по этому соотношению и его прогностической значимости, равно как и графиков, схожих с приведенным на рисунке 19 и объ-

* A. Greenspan, Economic volatility, remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming // <http://www.federalreserve.gov>.

ясняющих, что выход данного соотношения за некие рамки был предвестником очередного пузыря и кризиса.

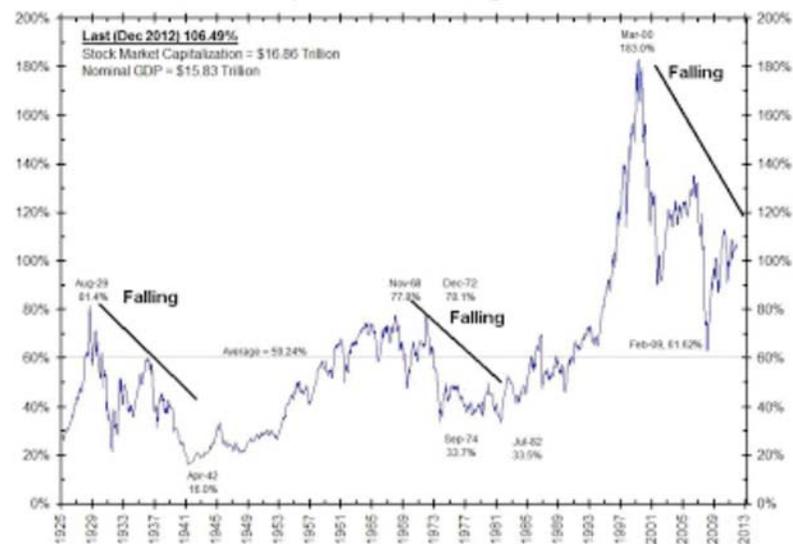


Рис. 19. Пример использования соотношения рыночной капитализации и ВВП для иллюстрации переоценности фондового рынка США

Источник: Barry Ritholtz. Market capitalization as a percentage of GDP // <http://www.ritholtz.com/blog/2013/02/market-capitalization-as-a-percentage-of-gdp-4/>.

Некоторые инвесторы предпочитают использовать для данного метода оценки показатель ВВП, а не ВВП, например известный инвестор Уоррен Баффет относительно данного индикатора писал: «Соотношение имеет определенные ограничения... но тем не менее остается, вероятно, лучшим отдельным критерием уровня оцененности на данный момент»*.

Безусловно, показатель соотношения капитализации и размера ВВП (ВНП) является одним из важных ориентиров,

* Warren Buffett On The Stock Market. By Warren Buffett; Carol Loomis. Fortune, December 10, 2001 // <http://money.cnn.com>.

способных дать представление об уровне оцененности рынка и, как следствие — о том, насколько близок очередной кризис, следующий за сдутием пузыря. Но в данном случае имеется такая же проблема, как и с другими фундаментальными показателями, — проблема выделения того уровня, после которого это соотношение становится предиктором кризиса. На приведенном выше рисунке 18 видно, что рост американского рынка еще в 1996 году вышел за значения, которые ранее были пороговыми и после которых происходили кризисы в 1929 и в 1968 году. Но пороговые значения меняются вместе с изменениями в экономике и ситуацию на фондовом рынке нельзя адекватно оценивать, руководствуясь лишь ретроспективными аналогиями. После того как уровень в 80% ВВП был преодолен в 1996 году, американский рынок рос еще около пяти лет и вырос в два раза (по индексу Доу-Джонса). Текущие же его уровни также находятся выше 100%, что 20 лет назад свидетельствовало бы о явной перекупленности рынка, а в настоящее время уровень в 100% почти в два раза ниже исторического максимума в 183%, достигнутого в марте 2000 года и в этом контексте он представляется скорее недооцененным.

Кроме того, рассматривая соотношение капитализации и ВВП, нельзя не отметить тот факт, что ему также присуща определенная субъективность, выражающаяся в очень сильном разбросе данного показателя по разным странам. На рисунке 20 приведено данное соотношение по итогам 2011 года для 44 стран, представляющих все основные регионы мира и государства как с развитыми, так и с развивающимися фондовыми рынками.

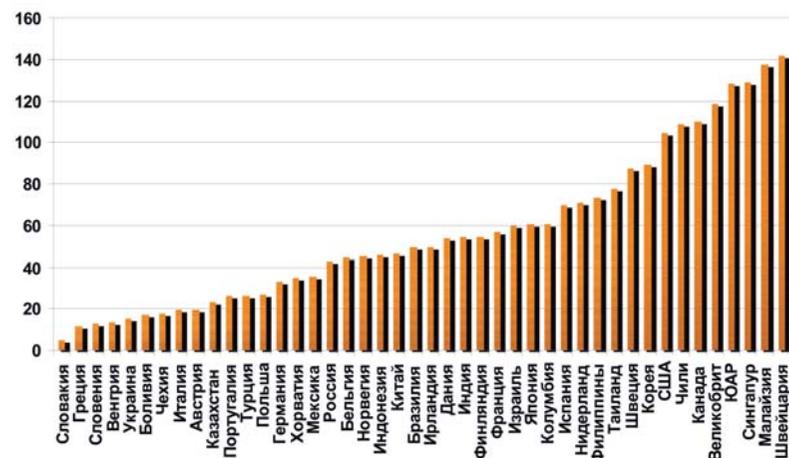


Рис. 20. Соотношение капитализации фондовых рынков и ВВП по итогам 2011 года, %

Источник: Market capitalization of listed companies (% of GDP). The World Bank Database // <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>.

Как видно из данного графика, как высокие, так и низкие значения данного соотношения имеют страны, которые не поддаются классификации по объединяющим их признакам. Низкие значения капитализации наблюдаются не только у развивающихся рынков, как обычно это принято считать, но и у развитых стран (Италия, Австрия, Германия). Высокие значения этого соотношения также отмечаются не только у развитых стран, но и у развивающихся (ЮАР, Малайзия, Таиланд). Также нет закономерностей между размером этого индикатора и географией рынка (во всех диапазонах значений представлены страны из Европы, Америки, Азии, Африки) или между его уровнем и величиной рынка. Таким образом, трудно судить о том, насколько переоцененным является тот или иной фондовый рынок, поскольку уровень,

который исторически для одной страны будет чрезвычайно высоким, для другой, напротив, будет означать сильнейшую недооценку местных акций.

Тем не менее попытки формализовать данное соотношение и вывести из него некие критерии уровня оцененности рынка предпринимаются. Так, на основе исторических закономерностей поведения американского рынка финансовый портал GuruFocus предлагает следующую таблицу значений соотношения рыночной капитализации и ВВП.

Таблица 4. Значения соотношения рыночной капитализации и ВВП как критерии уровня оцененности фондового рынка, по версии GuruFocus

Соотношение = Совокупная рыночная капитализация/ВВП	Состояние рынка
Соотношение < 50%	Значительно недооценен
50% < Соотношение < 75%	Умеренно недооценен
75% < Соотношение < 90%	Оценен справедливо
90% < Соотношение < 115%	Умеренно переоценен
Соотношение > 115%	Значительно переоценен

Источник: Where Are We With Market Valuations? 2013-06-07 // <http://www.gurufocus.com>.

На наш взгляд, подобные попытки оценить адекватность текущих значений фондовых рынков слишком упрощают проблему и, как следствие, не могут дать объективного критерия уровня оцененности рынка. Во-первых, ситуация даже значительной переоцененности может длиться годами и не давать ориентиров по прогнозированию кризисов. Так, для того же американского рынка соотношение капитализации и ВВП более 115% наблюдалось на протяжении 1996—2001 годов (в соответствии с данными Всемирного Банка), то есть в течение шестилетнего периода, на протяжении которого фондовые рынки успели двукратно вырасти и упасть на 25%, оставаясь, однако, даже после падения в зоне переоцененности — выше 100%. Такая же ситуация наблюдалась на протя-

жении пяти лет, предшествовавших кризису 2008—2009 годов — соотношение капитализации и ВВП превышало 115% с 2003 по 2007 год.

В связи с высокой значимостью проблемы финансовых пузырей и их роли в мировых кризисах, в последние годы активизировались исследования в области диагностирования пузырей и прогнозирования их крахов. Зарубежные модели такого рода стали активно развиваться начиная с 1980-х годов и получили новый толчок после кризисов 1997—1998 и 2008—2009 годов. Российские авторы Станик, Иванюк, Попов*, проведя исследование наиболее известных зарубежных концепций анализа и прогнозирования финансовых пузырей, выделили 14 таких теорий, разработанных авторами из разных стран в период с 1980 года, основанных на различных методах и подходах и имеющих разную степень эффективности. Авторы отмечают, что «существуют два естественных подхода к анализу феномена пузырей. Первый заключается в выявлении факторов, обеспечивающих появление пузырей, на уровне моделирования. Второй подход предполагает построение численных алгоритмов, выделяющих пузыри. В этом случае проводимая идентификация, с одной стороны, статистически обоснована, с другой — согласуется с экспертными оценками». К наиболее эффективным в части диагностирования пузырей и прогнозирования их крахов были отнесены методы таких авторов, как Balke и Wohar (2001, 2002, 2009), West (1987), Shiller (1981), Wu и Xiao (2004). В большинстве положительно зарекомендовавших себя теорий эффективные методы диагностирования пузырей предполагают учет такого фундаментального фактора, как дивидендная доходность акций, а также используют для

* Станик Н.А., Иванюк В.А., Попов В.Ю. ФЕНОМЕН ПУЗЫРЕЙ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ// Современные проблемы науки и образования. — 2012. — № 6; URL: www.science-education.ru/106-7474.

прогнозирования крахов резкий взлет цен и производных от них показателей (P/E, P/D). Сами авторы данного исследования пришли к выводу, что «моделью пузыря является отношение скорости роста к скорости спада. Пузырь идентифицируется тогда, когда скорость спада превышает скорость роста».

На основе схожих методов работает и одна из наиболее популярных в последние годы концепций — модель Johansen — Ledoit — Sornette. У данной модели в настоящее время имеется много последователей, и она породила свое направление исследований финансовых пузырей. Один из таких последователей, Yan Wanfeng, отмечает: «За более чем десятилетний период прогнозная эффективность модели Йохансена — Ледуа — Сорнетте в определении пузырей и крахов была подтверждена как про-, так и постфактум на различных типах рынков», перечисляя такие примеры прогнозной эффективности данной модели, как нефтяной пузырь 2006—2008 годов, пузырь китайского фондового рынка 2009 года, а также пузыри на рынках недвижимости, в курсах различных валютных пар и «антипузыри», в частности, по индексу S&P500 в 2000—2003 годах.

Данная модель также основывается на тестировании скорости роста цен, предполагая, что пузыри характеризуются не просто экспоненциальным ростом цены, но скорее «более быстрым, чем экспоненциальный» ее повышением. При этом авторы модели делают особый упор на бихейвористский аспект, указывая, что этот взрывной рост на последнем этапе жизни пузыря возникает благодаря имитации действий инвесторов и «эффекту толпы». Один из российских авторов пишет по поводу этой теории следующее: «Ключевое пред-

* IDENTIFICATION AND FORECASTS OF FINANCIAL BUBBLES. A dissertation submitted to ETH ZURICH for the degree of Doctor of Sciences presented by WANFENG YAN, 2011 // http://www.er.ethz.ch/publications/PHD_YanWanfeng_Final_thesis_911.pdf.

положение заключается в том, что крах может быть вызван локальной самоусиливающейся подражательной активностью среди участников рынка. Тенденция подражать на кульминации пузыря может увеличиться до критической точки, в которой множество трейдеров могут разместить ордера на продажу в одно и то же время и, как следствие, вызвать резкое падение, а возможно, и крах.

В ряде исследований Андрес Йохансен и Дидье Сорнетте привели обширные доказательства того факта, что процесс надувания пузырей проявляется в виде экспоненциального степенного ускорения цены с логопериодическими предвестниками грядущего сильного падения»*.

В этом же русле анализа ценовой динамики рынка как предиктора краха пузырей идут и другие исследования. В частности, российские авторы Денежкина И.Е., Попов В.Ю., Рубцов Б.Б., Станик Н.А., Шаповал А.Б. в своей монографии 2012 года заявляют о том, что ими «сформулирована и решена задача прогноза финансовых крахов на основе анализа предшествующего им сверхэкспоненциального роста»**.

Однако, на наш взгляд, при всей полезности такого индикатора, как ускорение роста цены, выражающегося в экспоненциальных (либо сверхэкспоненциальных) параметрах, одного этого индикатора недостаточно для диагностики пузырей, а также прогнозирования их крахов. Недостаток этого показателя, точнее, особенностей его динамики, проявляется как минимум в двух аспектах. Во-первых, падения цен на рынках зачастую происходят и без таких особенностей (резкого экспоненциального роста), равно как и наличие периодов резкого роста далеко не всегда заканчивается крахами

* М. Дротенко. Пузыри и крахи на финансовых рынках. 25.05.2011 // <http://smart-lab.ru/blog/7233.php>.

** Денежкина И.Е., Попов В.Ю., Рубцов Б.Б., Станик Н.А., Шаповал А.Б. «Пузыри» как предвестники крахов на финансовых рынках: монография. — М.: Издательский дом «Экономическая газета», 2012. — 146с.

(рис. 21). Даже в новой истории американского фондового рынка можно проследить достаточное количество примеров обоего рода — сильные падения (около 30% и более), происходившие без предварительного экспоненциального роста, выделены красными зонами, а резкий рост рынков, за которым следовало не схлопывание пузырей, а новый рост рынков, выделены желтыми зонами.

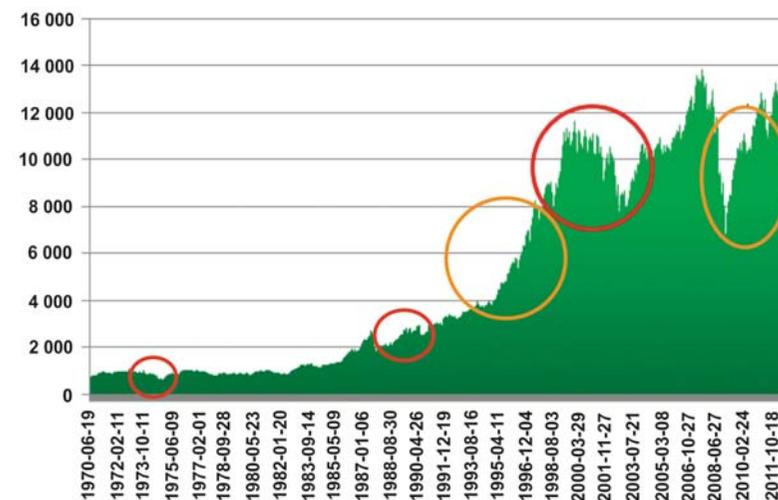


Рис. 21. Динамика индекса Доу-Джонса и периоды ее несовпадения с теориями, прогнозирующими биржевые крахи на основе экспоненциального роста

Вторым недостатком концепций, основанных на резком росте цен, является их недостаточная точность в прогнозировании времени краха. В процитированном выше исследовании эффективности модели Йохансена — Ледуа — Сорнетте в качестве положительных примеров ее применения упоминаются такие растянутые во времени «пузыри», как ситуация на рынке нефти в 2006—2008 годах или динамика индекса S&P500 в 2000—2003 годах. Но это слишком дол-

гие сроки — три и четыре года соответственно, чтобы их можно было считать успешными примерами работы модели, хотя бы потому, что на столь длительных отрезках времени слишком велик разброс цен и возникает вопрос: какие из них считать признаками пузыря, а какие — нет. Так, в период 2006—2008 годов цены на нефть брент колебались в интервале 51—147 долларов (до начала падения в июле 2008 г.) и в этой ситуации говорить о том, что модель JLS успешно предсказала крах, невозможно. То же самое относится и к индексу S&P500, который в период 2000—2003 годов имел разброс значений около 35%.

На наш взгляд, наиболее адекватным методом прогнозирования краха биржевых пузырей может быть комплексная система показателей, включающая несколько наиболее эффективных индикаторов, рассматривающихся в сочетании. К числу таких индикаторов, помимо рассмотренных выше соотношения рыночной капитализации и ВВП, а также экспоненциального роста цены, можно отнести следующие:

- объем торговли (оборот);
- отток (приток) капитала в США и производная от него ставка доходности государственных ценных бумаг;
- объем выпуска и номинальной стоимости некоторых видов деривативов;
- объем банковских активов.

Рассмотрим эти индикаторы подробнее. Объем торговли акциями, на наш взгляд, может быть показательным в отдельные периоды и при экстремально высоких значениях. Смысл использования данного индикатора (который, на наш взгляд, может работать только на макроуровне — при оценке рынка в целом) базируется на том, что рынки растут на основе притока новых средств, которые, попадая на рынок, увеличивают статистику биржевого оборота. Если данный показатель выходит на пиковые уровни, это может свидетельствовать о

том, что резерв притока новых средств на рынки исчерпан и, следовательно, дальнейший рост маловероятен. Правомочность использования показателя объема торгов акциями в качестве предиктора биржевого краха подтверждается, на наш взгляд, динамикой годовых значений этого индикатора (рис. 22).

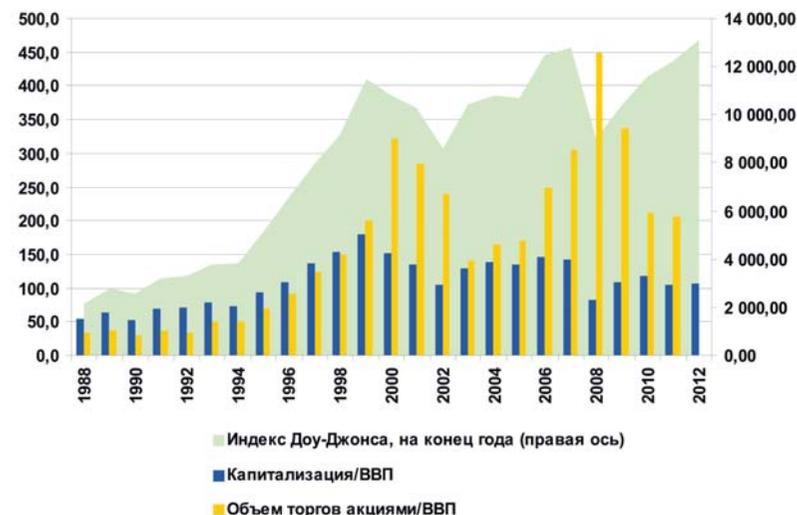


Рис. 22. Динамика соотношений капитализации и ВВП, объема торговли акциями и ВВП и индекса Доу-Джонса

Источники: Market capitalization of listed companies (% of GDP). The World Bank Database // <http://data.worldbank.org>; Stocks traded, total value (% of GDP) // <http://data.worldbank.org>.

Как отмечалось выше, рассматривая все возможные предикторы кризисных ситуаций, мы исходим из необходимости комплексного учета всех значимых индикаторов. Это относится и к показателю оборота — его высокие значения могут быть такими предикторами только в том случае, если совпадают с пиковыми же уровнями других значимых показателей — в ситуации, представленной на графиках рисунка 22, — с пиковыми значениями соотношения капитализация/

ВВП и фондового индекса. В период, отраженный на графике, годами, характеризовавшимися таким совпадением всех трех индикаторов, были 1999—2000 годы (в 2000 году произошел крах «доткомов») и 2007—2008 годы (во второй половине 2008 года произошел обвал на финансовых рынках, ставший острой фазой кризиса). По итогам 2012 года пиковые значения наблюдались только у одного из трех индикаторов — фондового индекса, поэтому ситуацию на американском фондовом рынке в конце 2012 года еще нельзя было характеризовать как пузырь, готовый лопнуть, и поэтому в том числе рынок продолжил рост в 2013 году, выйдя по фондовым индексам на новые исторические максимумы.

Показатель направления движения капиталов из/в США также может служить предиктором как роста, так и падения фондовых рынков, поскольку именно США являются ключевым поставщиком капитала на финансовые рынки в силу того, что ведущие институциональные инвесторы глобального масштаба имеют американское происхождение. Другим ключевым фактором значимости США является то, что именно американские государственные ценные бумаги в настоящее время выступают в роли основного «убежища» для капиталов, размещаемых на финансовых рынках. В периоды кризисов или их канунов начинается отток в эти «безрисковые» активы, в период роста финансовых рынков, напротив, капиталы покидают это убежище в поисках более прибыльных сфер применения (данное явление получило устойчивое название «риск-аппетита» инвесторов). Размещение либо, напротив, выход средств из казначейских ценных бумаг США также отражается в статистике притока капиталов в США, которая таким образом сигнализирует об изменениях риск-аппетита и будущей динамике рынков.

Отток средств из США стимулирует рост рынков, а опасения американских инвесторов ведут к возврату в страну этих

средств, который приводит к снижению котировок. Накануне обрушения рынков во втором полугодии 2008 года был зафиксирован приток средств в США, так как инвесторы (причем не только американские) выводили свои деньги с рынков и вкладывали в американские казначейские обязательства как инструмент-убежище. На рисунке 23 приведена сравнительная динамика активов американского происхождения за рубежом и индексного значения фондового индекса S&P500, достаточно наглядно иллюстрирующая взаимосвязь между оттоком американского капитала и конъюнктурой фондовых рынков в период 2007—2010 годов.

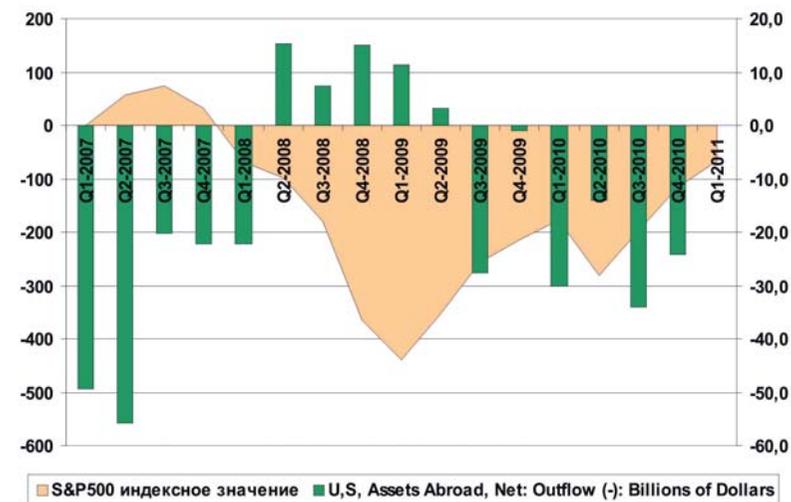


Рис. 23. Взаимосвязь оттока американского капитала за рубеж и динамики фондового рынка

Источник: рассчитано по данным BIS Quarterly Review, March 2011.

Однако данный показатель недостаточно оперативен для прогнозирования и поэтому может дополняться или отчасти заменяться таким индикатором, как ставка доходности

государственных ценных бумаг США, которые, как говорилось выше, выступают в роли убежища для инвесторов в периоды рыночной неопределенности или кризисов. Соответственно, ставка по американским казначейским обязательствам прямо пропорциональна риск-аппетиту — чем выше готовность инвесторов приобретать высокорисковые активы, в том числе акции, тем выше и ставка по государственным бумагам, поскольку из них выводятся средства для операций на высокорисковых сегментах рынка. На рисунке 24 приведена сравнительная динамика ставки по 10-летним казначейским обязательствам и индекса Dow Jones Industrial Average, иллюстрирующая этот тезис, — в 2000 и 2007—2008 годах падение акций сопровождалось снижением ставки по государственным обязательствам, так как в эти активы выводились средства инвесторов с фондового рынка. Однако после 2008 года эта закономерность несколько нарушилась — ставка продолжала падать на фоне растущего фондового рынка. Данное нарушение объясняется программой количественного смягчения ФРС — часть средств, выдающихся банкам для стимулирования экономики, оседала в государственных бумагах, повышая спрос на них и снижая доходность.

Тем не менее даже в этот период можно выделить работающие интервалы для показателя ставки государственных бумаг, например, весной-летом 2011 года, когда доходность treasuries снижалась, выступая опережающим индикатором для падения фондового рынка в июне 2011 года примерно на 15%. В начале 2013 года данный индикатор также не демонстрировал приближения кризиса, так как доходность государственных бумаг стояла на одном уровне и даже немного росла, что сопровождалось ростом и фондового рынка.

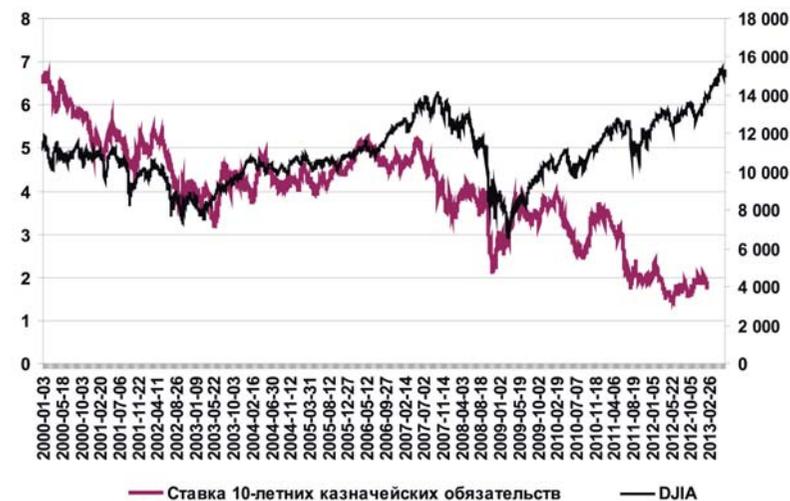


Рис. 24. Сравнительная динамика ставки по 10-летним государственным ценным бумагам США и индекса Доу-Джонса в 2000-е годы

Источники: Selected Interest Rates (Daily) — H.15. Board of Governors of the Federal Reserve System // <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>. PFKQuote. Dow Jones 30 Industrials // <http://quote.rbc.ru/exchanges/demo/index.0/DJI/intraday?show=intra3>.

Другим возможным прогнозным индикатором, по нашему мнению, может быть объем выпуска производных финансовых инструментов — деривативов. В ходе кризиса 2007—2009 годов именно неконтролируемый выпуск деривативов назывался многими экспертами одной из причин его формирования. Проведенный нами анализ показал, что ряд деривативов биржевого рынка, в частности, фьючерсные контракты на такие базовые активы, как фондовые индексы, процентные ставки и валюта, опережали своей динамикой соответствующие базовые активы. То есть фьючерсы на фондовые индексы опережали падение фондовых рынков примерно на 3—6 месяцев, а объем номинальной (или условной) стоимости (notional amount) всех фьючерсных контрактов бир-

жевого рынка показал свое пиковое значение с существенным опережением пиковых значений на рынках базовых активов. Совокупный объем номинальной стоимости всех контрактов был отмечен еще в июне 2007 года, примерно за год до аналогичного пика на фондовых и товарных рынках, после чего началось снижение этого показателя (рис. 25). Соответственно, показатель объема номинальной стоимости деривативов биржевого рынка может быть использован в качестве предиктора при прогнозировании будущей динамики фондовых и товарных рынков.

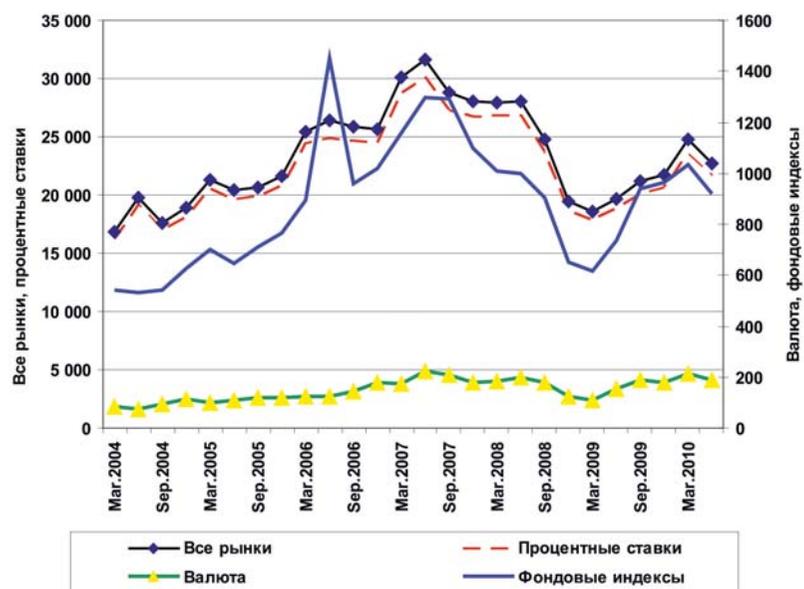


Рис. 25. Динамика биржевых фьючерсных контрактов на основные виды активов в период кризиса 2007—2009 гг.

Источник: рассчитано по BIS Quarterly Review: June 2010.

Объем выпуска фьючерсов имеет значение также и в том отношении, что по данному показателю можно судить о том,

насколько перегрет этот рынок. В 2007 — первой половине 2008 года объем выпуска фьючерсов был чрезвычайно велик, что характеризовало рынок как пузырь. Для сравнения, в конце 2010 года объем фьючерсных контрактов находился значительно ниже предкризисных значений (примерно на 30%), что также указывало на то, что рынок не был настолько перегрет — и действительно, в 2011—2012 годах наблюдался рост.

Еще один показатель, который, отражая нездоровый перегрев финансовой сферы, может предвещать наступление кризиса — совокупный объем активов ведущих банков мира (соответствующая статистика ведется Банком международных расчетов BIS — Bank for International Settlements). Этот параметр, так же как и другие, рассмотренные выше, накануне кризиса достигал максимальных значений, что свидетельствовало о перегреве банковской системы (прежде всего развитых стран) и завышенной стоимости их активов, которая существенно снизилась в ходе кризиса. Так же как и в случае с предыдущим индикатором, можно в качестве теста рассмотреть значение данного показателя на конец 2010 года, когда объем банковских активов не достигал предкризисных значений (рис. 26). Это означало меньшую «дутость» банковских балансов и, как следствие, тот факт, что банки не были источником потенциальной дестабилизации мировых рынков и возможного кризиса, что также подтвердилось последующей динамикой финансовых рынков в 2011—2013 годах.

Если же рассматривать ситуацию с данным индикатором на начало 2013 года, то он по-прежнему не выглядел чрезмерным и как предиктор формирования финансового пузыря не демонстрировал опасности, аналогичной ситуации, наблюдавшейся во второй половине 2007 — первой половине 2008 года. Наблюдавшийся в первом полугодии 2013 года рост фондовых рынков развитых стран подтвердил право-

мерность использования активов банковской системы в качестве одного из индикаторов, способных служить компонентом комплексной системы диагностирования финансовых пузырей.

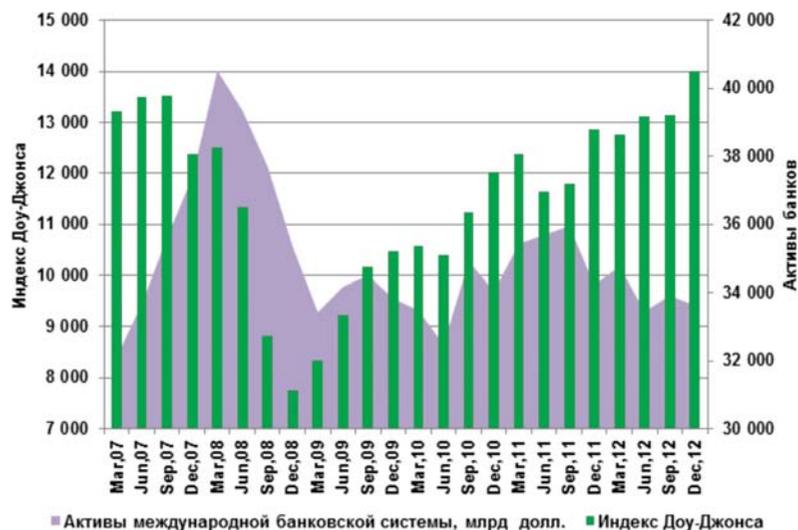


Рис. 26. Взаимосвязь активов международной банковской системы и фондового индекса американского рынка

Источник: рассчитано по данным BIS (BIS Quarterly Review: June 2013) и U.S.census bureau.

В целом, на наш взгляд, из рассмотренных выше показателей состояния отдельных сегментов финансовой сферы можно скомпоновать определенный набор индикаторов, способных с высокой достоверностью прогнозировать как формирование пузырей на рынках, так и начало их сдутия. К числу таких предикторов можно отнести следующие показатели и их состояние:

1. Соотношение рыночной капитализации и ВВП, существенно (на 20—30% и более) превышающее нормальные

значения, характерные для бескризисного состояния рынка за последние 5—10 лет.

2. Соотношение объема торгов акциями и ВВП, существенно (на 20—30% и более) превышающее нормальные значения, характерные для бескризисного состояния рынка за последние 5—10 лет.

3. Высокие значения фондовых индексов, особенно в периоды выхода на новые исторические максимумы или близость к таким максимумам.

4. Чрезмерно высокие параметры состояния других секторов финансовой сферы — объем активов банковской системы, объем эмиссии деривативов, объем кредитов и уровень задолженности, уровень государственного долга и пр., характеризующиеся высокими относительными значениями.

5. Объемы эмиссии и динамика производных финансовых инструментов.

6. Динамика доходности государственных ценных бумаг и ее абсолютные значения, резкое снижение которой и чрезмерно низкие уровни являются признаком готовности инвесторов к кризису.

7. Экспоненциальный рост цен финансовых активов от высоких уровней.

Если рассматривать вероятность возникновения нового финансового кризиса в краткосрочной перспективе (в 2014 году), исходя из текущего состояния данных индикаторов и их сочетания, а также перспектив их изменения в течение 2013 года, то такую вероятность можно оценить как достаточно высокую. В настоящее время некоторые сегменты финансовых рынков находятся на уровнях, которые близки к состоянию пузырей. В частности, в начале 2013 года фондовые индексы США и некоторых европейских стран вышли на новые исторические максимумы, превысив предыдущие рекорды 2007 года (после которого начался прошлый кризис).

В течение первого квартала эти рекорды были превышены на 5—10% и хотя данную ситуацию не вполне правомерно называть пузырем, но по многим показателям данные фондовые рынки были сильно переоценены и возможный дальнейший рост переведет их в состояние пузырей. Так, один из ключевых индикаторов — соотношение рыночной капитализации и ВВП — по американскому фондовому рынку уже находится на уровнях, аналогичных или даже превышающих показатели предкризисного 2007 года, составляя около 120% при том, что исторический максимум равен примерно 160% (был зафиксирован в 2000 году перед крахом так называемых «доткомов» — интернет-компаний и прочих высокотехнологичных фирм, входящих преимущественно в индекс биржи NASDAQ). Таким образом, американский фондовый рынок в настоящее время находится по этому показателю в интервале между двумя пиковыми уровнями, предшествовавшими двум крупнейшим кризисам 2000 и 2008 года.

То же самое относится к таким индикаторам диагностики пузырей, как абсолютные уровни фондовых индексов — американский индекс Доу-Джонса в декабре 2013 года показал исторический максимум в 16 179 пунктов, что на 13,3% выше предыдущего рекорда в 14 280 пунктов, зафиксированного в октябре 2007 года.

Также о перегреве финансовой сферы свидетельствует состояние некоторых других ее секторов — объемы выпуска деривативов, по некоторым видам которых предкризисные уровни были превышены уже в 2012 году (см. п. 1.1); объемы государственного долга развитых стран, поступательно устанавливающие новые исторические рекорды как в абсолютном, так и в относительном выражении; объемы кредитов.

Доходность государственных ценных бумаг США, так же как было показано выше, в 2013 году находилась на крайне низких уровнях, иллюстрируя осторожность инвесторов и

их готовность к обвалу высокорисковых сегментов глобального финансового рынка.

Таким образом, к середине-концу 2013 года многие из показателей-предикторов кризиса находились в опасной зоне, хотя большинство из них еще не соответствовали состоянию пузырей. Однако, учитывая высокую мобильность капиталов на современных рынках, вход в такое состояние может произойти очень быстро — в течение одного-двух кварталов — и такая скорость может отразиться на последнем из эффективных предикторов — экспоненциальном росте котировок, за которым может последовать сдутие пузырей и финансовый кризис.

ГЛАВА 2. СЦЕНАРИЙ НОВОГО КРИЗИСА: ФАЗЫ И ПРИМЕРНАЯ ХРОНОЛОГИЯ

2.1. Возможные триггеры возникновения нового финансового кризиса

Рассматривая вероятный сценарий нового кризиса, можно предположить, что первичными в его возникновении и эскалации станут фундаментальные проблемы существующей финансовой системы, а не формальные поводы (в последнее время их принято называть триггерами), которые произведут первый толчок к рыночной панике. На наш взгляд, вся взаимосвязь предстоящих кризисных событий может быть описана следующей последовательностью явлений: фундаментальные проблемы финансовой архитектуры → формирование пузырей на рынках → триггер, вызывающий взрыв этих пузырей → биржевая паника и сильное падение цен большинства активов → возникновение проблем у банков, которые в настоящее время сильно вовлечены в инвестиционные операции на рынках → проблемы у остальных секторов экономики из-за сокращения кредитной активности банков → проблемы в государственных финансах из-за снижения деловой активности и необходимости оказания помощи финансовому сектору и экономике в целом → окончательный коллапс современной финансовой системы.

Большинство фаз описанной цепочки кризисных явлений будут рассмотрены ниже. Если же говорить о первых фазах, то фундаментальные проблемы, вызывающие формирование биржевых пузырей, были в целом раскрыты в первой главе, где также был сделан вывод о том, что к середине 2013 года на некоторых сегментах мирового финансового рынка ситуация была близка к состоянию пузыря. На наш взгляд, оконча-

тельное формирование пузырей на фондовых рынках США и некоторых европейских стран может произойти в 2014 году, после чего любой негативный фактор относительно крупного масштаба может стать триггером начала биржевой паники, поскольку в фазе пузыря большинство инвесторов понимают, что рынок находится накануне падения, и готовы начать продажи по первому сигналу какого угодно происхождения. Попытаемся очертить в первом приближении круг факторов, которые могут стать толчком к формальному началу нового кризиса.

Наиболее очевидным из возможных поводов к сдвигу пузырей на фондовых рынках можно считать изменение денежно-кредитной политики ФРС США в части прекращения или сокращения объемов программ количественного смягчения и в целом монетарного стимулирования. Первые намеки на сворачивание программ QE озвучивались в 2012 году, а в 2013 году об этом говорилось уже более определенно. В то же время, по всей видимости, данная программа все же будет действовать до окончания срока полномочий Б. Бернанке на посту председателя ФРС, который заканчивается 31 января 2014 года.

В связи с уходом Бернанке возникает вопрос о его преемнике и о курсе этого преемника в отношении программ количественного смягчения, которые многие экономисты и политики США подвергают жесткой критике. В настоящее время наиболее вероятными кандидатурами на пост председателя ФРС считаются следующие:

- заместитель председателя ФРС США Джанет Йеллен, которая может стать первой женщиной на этом посту;
- руководитель Национального экономического совета и бывший министр финансов в администрации Билла Клинтона Лоуренс Саммерс;
- министр финансов (глава американского Казначейства) Тимоти Гайтнер;

- прочие кандидаты — Дон Кон, Роджер Фергюсон и Алан Блиндер (бывшие заместители председателя ФРС); Стэнли Фишер (в настоящее время управляющий Банка Израиля); Джереми Стейн (управляющий ФРС) и Алан Крюгер (председатель Совета президента Обамы по экономическим вопросам).

Проведенный весной 2013 года агентством «Блумберг» опрос международных инвесторов показал, что наиболее вероятными кандидатами на этот пост они считают Джанет Йеллен (34% опрошенных), Бернанке (27%), других кандидатов (17%). При этом 22% отметили, что не имеют понятия, кого выберет Обама, а 31% заявили, что не могут определиться с наиболее перспективным кандидатом в том случае, если Бернанке покинет пост главы ФРС. Инвесторам также предложили выделить лучшего кандидата и голоса распределились следующим образом: 26% назвали Йеллен, 11% высказались за бывшего министра финансов США Тимоти Гайтнера, а 7% опрошенных отметили главу Банка Израиля Стэнли Фишера. Результаты опроса Bloomberg можно сравнить с апрельским опросом International Strategy & Investment Group, в котором 65% опрошенных сказали, что Йеллен, скорее всего, будет выдвинута на пост главы ФРС*.

Решение о преемнике Бернанке, как ожидается, будет объявлено в сентябре и даже само это объявление уже может вызвать сильную турбулентность на рынках в том случае, если преемник не будет соответствовать ожиданиям инвесторов в части готовности продолжать агрессивное монетарное стимулирование. Кандидатура Джанет Йеллен, судя по ее высказываниям в настоящее время, в этом отношении представляется благоприятной, так как она поддерживает текущую политику Бернанке. Так, в начале февраля 2013 года

* Инвесторы видят Джанет Йеллен главой ФРС США. Вести. Экономика. 16.05.2013 // <http://www.vestifinance.ru/articles/27515>.

Йеллен пообещала, что ФРС сохранит мягкую бюджетную политику. Речь Джанет Йеллен высоко оценили многие экономисты, расценив ее заявления как явный сигнал, что мягкая монетарная политика может продлиться дольше, чем ожидают рынки.

Тем не менее смена председателя ФРС несет в себе определенные риски даже при условии того, что преемник Бернанке будет продолжать нынешнюю политику, так как требуется время для того, чтобы данная политика была четко подтверждена и подкреплена конкретными действиями. Кроме того, существует вероятность, что новый председатель ФРС, не будучи связанным обязательствами перед рынками и финансовым сектором, все же решится на прекращение фундаментально порочной практики печатания денег и накачивания ими экономики, что произведет однозначно негативный эффект.

Однако даже при самом благоприятном сценарии смены главы ФРС (назначение Джанет Йеллен и продолжение ею той же политики монетарного стимулирования) этот сценарий будет позитивен только в краткосрочной перспективе, тогда как на самом деле он усугубит проблемы. Продолжение накачки финансовых рынков деньгами (а стимулирование в первую очередь означает именно это, а не поддержку реального сектора экономики) будет означать в первую очередь увеличение объема финансовых пузырей. Как следствие, кризис, который рано или поздно в любом случае произойдет из-за их сдутия, будет сильнее и болезненней, чем в варианте быстрого прекращения количественного смягчения. Чем раньше оно будет прекращено, тем меньшим будет шок для рынков и, в конечном итоге, экономики в целом, тогда как затягивание этой программы только наращивает проблемы как снежный ком, которые в итоге все равно вызовут кризис, но уже значительно больших масштабов.

Рассматривая фактор персоналии председателя ФРС как триггера кризиса, представляется возможным выделить наиболее вероятные даты, способные стать его началом.

Первой из них мог стать сентябрь 2013 года, когда ожидалось обнародование кандидатуры преемника нынешнего главы Федеральной резервной системы Б. Бернанке. Если бы эта кандидатура была известна взглядами, отличающимися от позиции Бернанке по монетарному стимулированию, это могло бы стать толчком к массовым продажам активов и падению рынков уже в сентябре.

Вторая дата — февраль 2014 года, после того, как 31 января истекут полномочия Бернанке и новый глава ФРС сделает первые заявления в этом качестве о новой монетарной политике. Если эти заявления будут содержать тезис о необходимости прекращения стимулирования и выходе из программы количественного смягчения, реакция будет аналогичной.

Если в обоих случаях будут сделаны благоприятные для рынков заявления о готовности ФРС и дальше продолжать стимулирование, начало нового кризиса несколько отодвинется по времени, но ненадолго, так как в этом случае рынки будут находиться в состоянии пузырей, готовых лопнуть, и это может произойти в любой момент по самому незначительному поводу. Ситуация в любом случае будет негативной — если ФРС продолжит стимулирование, это еще больше раздует пузыри на фондовых рынках и они будут готовы лопнуть «естественным путем», даже без внешнего воздействия. Если же ФРС начнет сворачивать монетарное стимулирование рынков, то они также начнут падать, потому что расти в текущей экономической ситуации без искусственной подпитки не смогут.

В том случае, если новый руководитель ФРС будет продолжать практику накачивания финансовой системы деньга-

ми, триггерами возникновения кризиса могут стать другие события, в числе которых можно выделить следующие:

1. Усугубление проблем в еврозоне.
2. Обострение проблемы потолка государственного долга в США.
3. Негативные рейтинговые действия в отношении суверенных рейтингов крупных государств.
4. Возникновение проблем у какого-либо из системообразующих финансовых учреждений развитых стран.
5. Обострение долговой проблемы на любом из ее уровней — от государственных финансов до того же ипотечного рынка, ставшего триггером кризиса в 2007 году.

В последние годы основным источником рыночной турбулентности — как негативной, так и позитивной — были события в еврозоне и ЕС в целом, поэтому влияние данного региона на рыночную конъюнктуру может стать триггером кризиса, в связи с чем целесообразно рассмотреть подробнее ситуацию в еврозоне и ее возможное развитие как кризисообразующего фактора.

Прежде всего, в этой связи необходимо отметить, что под влиянием кризисных явлений в зоне евро в последние годы был предпринят ряд мер по стабилизации финансов (прежде всего государственных), ужесточению финансовой дисциплины, а также формированию сильных институтов антикризисного характера. Рассмотрим данные меры подробнее в контексте тех проблем еврозоны, которые являются причиной кризисных явлений.

Как известно, наиболее острой проблемой еврозоны в последние годы была ситуация с государственными финансами, разбалансированными как в части дефицитов государственных бюджетов, так и в части относительных параметров государственного долга. По обоим данным параметрам большинство стран ЕС давно вышли за предельные нор-

мативы, установленные Пактом стабильности и роста ЕС, составляющие 3% ВВП для дефицита бюджета и 60% ВВП для государственного долга. Эти параметры не соблюдаются в настоящее время не только периферийными странами, но лидерами ЕС, а также в рамках еврозоны и ЕС в целом (табл. 1).

Таблица 1. Показатели бюджетного дефицита и государственного долга в странах еврозоны и ЕС в 2011 г., в % к ВВП

Страна	Бюджетный дефицит	Государственный долг
Бельгия	-3,7	98,0
Германия	-1,0	81,2
Эстония	1,0	6,0
Греция*	-10,5	142,8
Ирландия	-13,1	108,2
Испания	-8,5	68,5
Франция	-5,2	85,8
Италия	-3,9	120,1
Кипр	6,3	71,6
Люксембург	-0,6	18,2
Мальта	-2,7	72,0
Нидерланды	-4,7	65,2
Австрия	-2,6	72,2
Португалия	-4,2	107,8
Словения	-6,4	47,6
Словакия	-4,8	43,3
Финляндия	-0,5	48,6
Еврозона-17	-4,0	86,1
Болгария	-2,1	16,4
Чехия	-3,1	41,2
Дания	-1,8	46,5
Латвия	-3,5	42,6
Литва	-5,5	38,5
Венгрия	4,3	80,6
Польша	-5,1	56,4
Румыния	-5,2	33,3
Швеция	0,3	38,4
Великобритания	-8,3	84,0
ЕС-27	-4,4	81,1

* данные по Греции за 2010 год

Источник: Report on public finances in EMU 2012. European Union, 2012// http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-4.pdf.

Хроническое несоблюдение нормативов Пакта стабильности вынудило ЕС ввести в действие с 13 декабря 2011 года новый пакет правил по усиленной экономической дисциплине, состоящий из 4 основных компонентов:

- усиленные превентивные действия через Пакт стабильности и углубленная фискальная координация: от стран-членов будет требоваться значительный прогресс в среднесрочных бюджетных показателях. При этом страны, не выполняющие требуемые показатели, должны будут депонировать средства в размере 0,2% ВВП (под проценты);

- усиленные корректирующие действия через Пакт стабильности — запуск Процедуры превышенного дефицита (ППД) теперь может стать результатом невыполнения нормативов по госдолгу и бюджетному дефициту. Страны с долгом, превышающим 60% ВВП, должны снижать свои долги по графику с определенным ориентиром. В случае невыполнения данной меры на такие страны могут быть наложены прогрессирующие санкции, например беспроцентный депозит в размере 0,2% ВВП может быть потребован от стран — членов еврозоны, которые подпадают по действие ППД;

- ограничения для национальных бюджетных систем: страны-члены должны обеспечивать соответствие своих фискальных систем определенным пороговым стандартам качества и охватывать все административные уровни. Национальное фискальное планирование должно быть построено на многолетней перспективе и стыковаться с общеевропейскими нормативами по долгу и дефициту;

- упреждение и корректировка дисбалансов в макроэкономике и конкурентоспособности — новая Процедура макроэкономических дисбалансов (ПМД) расширяет рамки экономического управления ЕС, включая мониторинг макроэкономических тенденций. Цель ПМД — выявить потенциальные риски на ранней стадии для предотвращения возник-

новения болезненных дисбалансов, а также скорректировать уже существующие дисбалансы, в том числе на уровне государств-членов.

В 2012 году движение в направлении реформирования еврозоны, направленное на повышение ее устойчивости и финансовой состоятельности, было продолжено. В частности, в конце 2012 года высокопоставленными чиновниками Евросоюза был сделан ряд заявлений о необходимости трансформации ЕС с целью дальнейшей интеграции и обеспечения устойчивого роста экономик как отдельных стран данного объединения, так и объединенной экономики в целом. В числе значимых заявлений, а также последних документов, инициированных Европейской комиссией, можно выделить следующие:

1. В сентябре президент Европейской комиссии (ЕК) Жозе Мануэль Баррозу, выступая в Европарламенте, заявил о необходимости внесения изменений в Лиссабонское соглашение «для полного раскрытия потенциала еврозоны», причем сделал весьма радикальное предложение о превращении ЕС в федерацию государств. По его словам, такой шаг требуется для обеспечения более глубокой интеграции и стабильности в еврозоне.

2. В ноябре того же года Европейская комиссия представила план создания в рамках ЕС «тесного и подлинного экономико-монетарного союза»*, призванного предотвратить дальнейшие бюджетные кризисы в еврозоне, обеспечить стабильность и процветание. Представляя данный документ, Баррозу озвучил такие перспективы еврозоны, как наличие отдельного бюджета (довольно большого по сравнению с бюджетом ЕС), своих институтов, включая парламентский контроль на уровне еврозоны, полноценного банковского со-

* Документ под названием «A BLUEPRINT FOR A DEEP AND GENUINE EMU», что можно перевести как «Проект глубокого и подлинного Европейского монетарного союза».

юза. Также Баррозу вновь обратился к идее общеевропейских еврооблигаций. В данном документе говорится о необходимости принятия новых мер по интеграции, которые должны быть приняты в кратко-, средне- и долгосрочной перспективе, причем углубление интеграции в финансовой, налоговой и экономической сферах привязывается к соответствующей политической интеграции.

Конкретными мерами в данном направлении называются следующие:

1. Требующиеся в краткосрочной перспективе (от 6 до 18 месяцев):

- создание единого надзорного механизма в контексте формирования банковского союза, координации экономической политики и поддержки структурных реформ;

- создание механизма конвергенции и конкурентоспособности (Convergence and Competitiveness Instrument), в рамках которого предоставляемая финансовая поддержка (очевидно, имеются в виду проблемные страны) будет увязываться с дисциплиной экономической политики;

- банковский союз потребует создания единых регулятивных органов — не только единого надзорного механизма (по сути, речь идет о подконтрольности Европейскому центральному банку 6 000 банков из государств — членов еврозоны), но и единого механизма разрешения проблем (Single Resolution Mechanism), который сможет оказывать помощь банкам, испытывающим трудности;

1. Требующиеся в среднесрочной перспективе (от 18 месяцев до 5 лет):

- усиление коллективного подхода к проведению бюджетной и экономической политики, глубокая координация действий по проблемам налоговой политики и рынка труда;

- принимаемые меры должны позволить существенно снизить уровень государственного долга;

- необходим выпуск еврооблигаций (eurobills) — ценных бумаг со сроком обращения 1—2 года как инструмента преодоления сегодняшней фрагментации еврозоны, преодоления разрыва между различными суверенными заемщиками еврозоны. Введение таких общих долговых ценных бумаг может потребовать более тесной координации и жесткого надзора за бюджетными процессами в странах-членах.

2. Требующиеся в долгосрочной перспективе меры (более 5 лет):

- прогрессирующее объединение суверенитетов, а также ответственности и солидарной компетенции на наднациональном европейском уровне;

- учреждение автономного бюджета еврозоны для обеспечения фискальных возможностей еврозоны гасить шоки для экономик стран-членов;

- глубоко интегрированная фискальная и экономическая политика, позволяющая перейти на общий государственный долг (очевидно, также имеется в виду возможность выпуска общеевропейских еврооблигаций), что позволит улучшить функционирование рынков и проведение монетарной политики.

Также в контексте трансформации ЕС необходимо упомянуть важнейшие меры, принятые в процессе борьбы с кризисом в 2012 году преимущественно в финансовой сфере. Наиболее важными из них можно назвать следующие:

3. Создание Европейского стабилизационного механизма (ESM) как постоянного антикризисного инструмента еврозоны с большими ресурсами (500 млрд евро) с возможностями дальнейшего их наращивания, в том числе посредством выпуска собственных ценных бумаг. Последнее обстоятельство, на наш взгляд, способно нивелировать разногласия в еврозоне по поводу выпуска общеевропейских облигаций (против которого выступает Германия), так как

облигации ЕСМ фактически будут аналогом таких инструментов.

4. Бюджетный пакт ЕС, который предусматривает «полуавтоматическое» применение санкций в отношении стран — членов блока, нарушающих бюджетную дисциплину. Пакт подписали 25 из 27 членов ЕС (исключения — Чехия и Великобритания). Положения договора предусматривают необходимость сбалансированного или профицитного бюджета, означающего, что годовой дефицит стран — членов ЕС не должен превышать 0,5% от номинального ВВП.

5. Начало прямого влияния Европейского центрального банка на рынки государственных долговых обязательств стран еврозоны посредством запуска программы Outright Monetary Transactions, которая должна «скорректировать искажения на вторичных рынках суверенных облигаций еврозоны» или, проще говоря, предотвратить раскачивание рынков долговых инструментов спекулянтами. Комментируя данное решение, глава ЕЦБ Марио Драги объявил о том, что банк будет выкупать на открытом рынке государственные облигации проблемных стран еврозоны, причем в «неограниченных количествах» и предпримет все необходимое, чтобы сохранить 17 стран еврозоны вместе.

Перечисленные меры по нормализации состояния государственных финансов оказали позитивное влияние на конъюнктуру финансовых рынков. Однако необходимо отметить, что реакция финансовых рынков всегда очень быстра и зачастую даже опережает эффект тех или иных мер регулирования, оказываемый ими на реальный сектор экономики. А ситуация в данном секторе, так же как и в других сферах экономики — государственных финансах, на рынке труда и т.д., в ЕС и еврозоне пока что очень далека от благополучной. Более того, принимаемые меры жесткой экономии и соблюдения бюджетной дисциплины еще долгое время не позво-

для европейской экономике выйти из стагнации, так как они оказывают угнетающее воздействие на совокупный спрос со стороны потребителей и бизнеса и, как следствие — на производственную активность. Данные тенденции превалировали в большинстве экономик ЕС на протяжении последних двух лет, и сохранение курса на жесткую бюджетную дисциплину будет предопределять столь же замедленную макроэкономическую динамику в перспективе следующих нескольких лет.

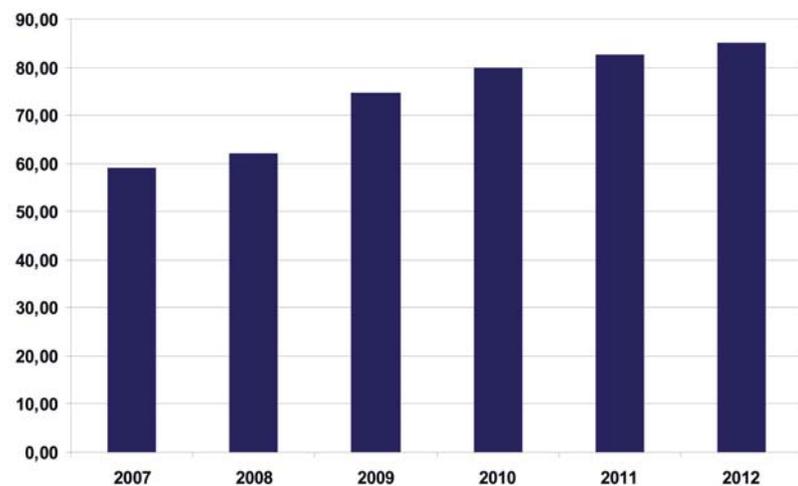


Рис. 1. Динамика государственного долга ЕС-27, % к ВВП

Источник: рассчитано по данным Eurostat.

Аналогичное предположение содержится в настоящее время и в прогнозах европейских организаций — так, текущий прогноз по росту ВВП ЕС предполагает рост на 0,4 и 1,6% в 2013 и в 2014 году и аналогичные показатели для еврозоны на уровне 0,1 и 1,4% соответственно. На наш взгляд, период слабого роста в ЕС будет более продолжительным, поскольку потребуются длительный период для нормализации

параметров государственных финансов, предусмотренной обновленным Пактом стабильности и роста. Пока что, несмотря на все предпринимаемые усилия и даже, в некоторых случаях (Греция), проведенную реструктуризацию, относительные показатели государственного долга в ЕС и еврозоне продолжают расти (рис.1).

Данный рост государственного долга наблюдается, несмотря на жесткую бюджетную экономию и поступательное снижение дефицита бюджета, который сократился в масштабах ЕС с 6,9% относительно ВВП в 2009 году до 4,4% в 2011 году. Именно этим сокращением, точнее, снижением бюджетных расходов обусловлена стагнирующая макроэкономическая динамика как ЕС, так и еврозоны в последние годы (табл. 2), выражающаяся прежде всего в росте безработицы и замедлении роста ВВП.

Таблица 2. Динамика ключевых макроэкономических показателей ЕС и еврозоны в 2010—2012 гг.

	ЕС-27			Еврозона-17		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Рост ВВП, %	2,1	1,5	-0,3	2	1,4	-0,4
Безработица, %	9,4	10	10,7	9,9	10,7	11,7
Инфляция, %	2,1	3,1	2,6	1,6	2,7	2,5

Источник: данные Eurostat.

Две отмеченные тенденции — продолжающийся рост государственного долга, который будет вынуждать страны ЕС сохранять режим жесткой бюджетной экономии в рамках Пакта стабильности, и угнетающее влияние этой экономии на макроэкономические показатели обусловят сохранение вялой динамики в Европе на протяжении нескольких лет — до тех пор, пока не произойдет перелом тенденции увеличения государственного долга. Впрочем, возможен и другой

вариант — отказ по политическим мотивам (предвыборная риторика, смена правящих партий и пр.) от проводимого в настоящее время курса на оздоровление государственных финансов в пользу «американского варианта» стимулирования, основанного на безоглядном залипании деньгами экономики. В этом случае макроэкономический эффект будет достигнут значительно быстрее и рост ВВП ускорится, хотя впоследствии такое стимулирование обернется гораздо более серьезными системными проблемами.

Как и в случае с монетарной политикой ФРС, выбор, стоящий перед властями еврозоны, также почти не оставляет вариантов для бескризисного сценария. Если политика жесткой экономии будет продолжаться, это вызовет дальнейшую стагнацию экономики, нарастание недовольства и смену правящих партий (по крайней мере, в отдельных странах), в результате которой может произойти отказ от согласованных на уровне ЕС договоренностей. В таком случае по сценарию уже имевших место политических событий в Греции, Италии, Португалии и Испании велика вероятность возникновения панических настроений на рынках, которые и могут стать триггерами возникновения нового кризиса. Однако даже если такого сценария удастся избежать (что практически невозможно) и развитие ситуации в ЕС будет двигаться по благоприятному варианту, это будет означать только то, что оптимизм по поводу разрешения кризиса в еврозоне окажет стимулирующее влияние на дальнейший рост биржевых котировок и, как следствие — надует фондовые пузыри, которые все равно лопнут, но, возможно, по причинам, не связанным с проблемами еврозоны.

Впрочем, даже позитивное развитие событий в ЕС не гарантирует европейские страны от другого источника негатива, также способного стать триггером нового кризиса — от снижения суверенных кредитных рейтингов. Негативные

рейтинговые действия были одним из основных дестабилизаторов рыночной ситуации в 2010—2011 годах, и хотя после принятия рассмотренных выше мер по стабилизации европейских финансов агентства «большой тройки» стали относиться к рейтингам стран еврозоны более благосклонно, новый негатив с их стороны возможен в любой момент. Причем снижения рейтингов или их постановка на пересмотр с негативным прогнозом возможны при любом из двух основных сценариев антикризисного поведения стран ЕС. Если будет продолжаться политика последних лет по ужесточению дисциплины и выправлению на этой основе ситуации с государственными финансами, то это вызовет дальнейшую стагнацию экономики, рецессию, рост безработицы, то есть факторы, которые могут стать поводом для негативных рейтинговых действий. Если же страны ЕС изменят антикризисную политику в пользу стимулирования реального сектора за счет финансовых вливаний, то такая смена неизбежно вызовет новый виток обременений государственных финансов, увеличение размеров государственного долга и дефицитов бюджетов, что станет еще более веским поводом для негативных рейтинговых действий со стороны агентств.

На наш взгляд, второй вариант более вероятен, так как к середине 2013 года макроэкономическая динамика стран еврозоны демонстрировала плохие результаты (см. табл. 2), находясь в рецессии шесть кварталов подряд — с 4-го квартала 2011 года по 1-й квартал 2013 года*. Таким образом, текущая экономическая политика продемонстрировала свою тупиковость, а приоритет оздоровления государственных финансов вызвал депрессию производственной и потребительской активности и, как следствие, перманентное ухудшение со-

* Euro area GDP down by 0.2% and EU27 down by 0.1%. Eurostat news release. 74/2013 — 15 May 2013 // http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-15052013-AP/EN/2-15052013-AP-EN.PDF.

циальных показателей, вызванных ростом безработицы. В связи с этим можно прогнозировать отказ от этой политики в пользу более мягких вариантов, направленных не на ужесточение фискальной дисциплины, а, напротив, на монетарное стимулирование экономики. В середине 2013 года ряд высокопоставленных чиновников ЕС высказались о необходимости смены курса и переносе акцентов экономической политики со стабилизации финансов на экономический рост и борьбу с безработицей. Этот вариант будет предполагать увеличение государственных расходов и, соответственно, ухудшение статистики государственных финансов, что вызовет негативную реакцию рейтинговых агентств. Поэтому события в ЕС, в том числе связанные с изменением курса экономической политики (подобно тому, которое произошло в Японии в начале 2013 года), также могут рассматриваться в качестве одного из наиболее вероятных триггеров начала нового кризиса.

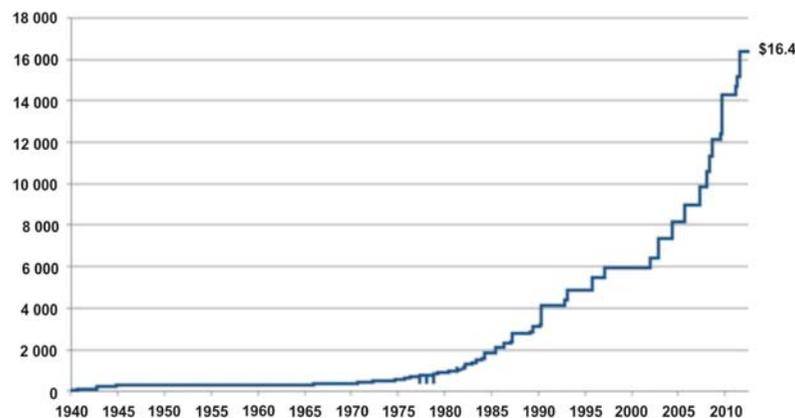


Рис. 2. Изменение потолка государственного долга США, млрд долл.

Источник: The WhiteHouse.org. График — The Federal Reserve after Ben Bernanke // <http://www.marketoracle.co.uk/Article41106.html>.

Наконец, еще одним вероятным поводом для биржевой паники и начала нового кризиса может стать проблема потолка государственного долга США. В последние годы эта проблема также периодически лихорадила финансовые рынки, так как разногласия между республиканской и демократической партиями США по одобрению очередного увеличения потолка государственного (точнее, федерального) долга приводили к разговорам о вероятности дефолта США. Данная проблема имеет давнюю историю — верхняя граница госдолга периодически поднималась с момента ее принятия в 1917 г. и достигла 16,4 трлн долл. в начале 2013 года (рис. 2).

С 1960 г. Конгресс повысил или пересмотрел показатель 78 раз, однако особой остроты межпартийные прения достигли в период президентства Б. Обамы, когда размер государственного долга США начал расти очень быстро, увеличившись с начала 2009-го до середины 2013 года на 5,6 трлн, или на 50%, относительно уровня в 11,1 трлн, который был в январе 2009 года — на момент вступления Обамы в должность (рис. 3).

Острейшие столкновения в Конгрессе по увеличению потолка госдолга, имевшие место в 2011-м и на рубеже 2012—2013 годов (после того, как в конце декабря 2012 года очередной потолок был достигнут), привели к тому, что в феврале 2013 года Б. Обама подписал закон об отмене максимально допустимого значения государственного долга. Этот закон (No Budget No Pay Act) был скорее юридической лазейкой для выигрыша времени — он позволил США избежать технического дефолта в начале 2013 года и на некоторое время снял проблему как таковую, но не решил ее в принципе. Закон предусматривал приостановку потолка долга до 19 мая 2013 года, после чего этот потолок был вновь поднят до 16,7 трлн долл. — для включения тех заимствований, которые были сделаны в период приостановленного потолка. Этот за-

кон, отражающий остроту долговой проблемы США, впервые в американской истории установил не количественный порог в виде суммы заимствований, а дату, до которой требуется найти новое решение, — 2 сентября 2013 года.

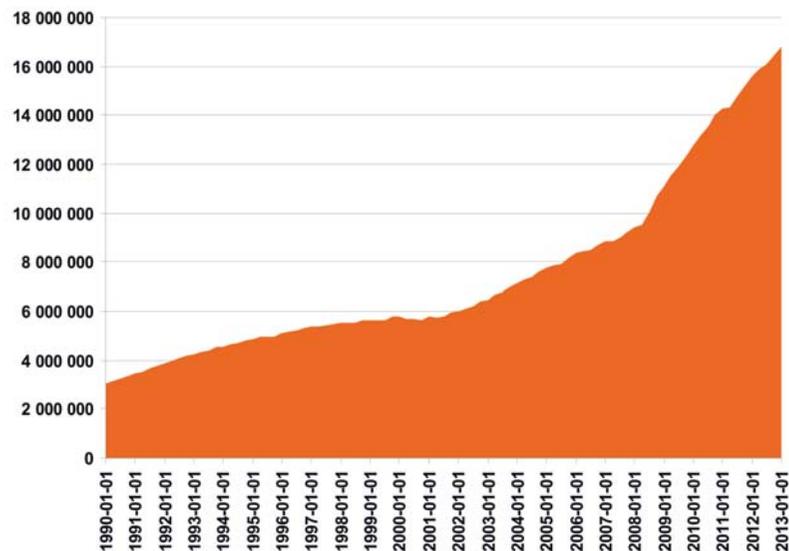


Рис. 3. Динамика объемов федерального долга США,
млн долл.

Источник: Federal Debt: Total Public Debt (GFDEBTN), Millions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted. Federal Reserve Economic Data // <http://research.stlouisfed.org/fred2>.

Однако данный акт не означает тотального решения проблемы потолка долга, так как не отменяет (как неверно интерпретировали его некоторые новостные агентства), а лишь приостанавливает действие законодательного ограничения на федеральные заимствования. Таким образом, данная проблема вновь появилась в повестке дня, в том числе и на рынках, уже осенью 2013 года. Это подтверждается и информацией, размещенной на официальном сайте Казначейства США 26 июня 2013 года, где говорится следующее: «Кон-

гресс всегда действовал, когда его призывали повысить потолок долга... В предстоящие недели Конгресс должен действовать для увеличения потолка долга. Лидеры Конгресса в обеих партиях должны осознать эту необходимость»*.

Проблема потолка государственного долга США сходна в своем влиянии на финансовые рынки с другими рассмотренными выше потенциальными триггерами кризиса — она может стать «первым камнем в обвале» при любом исходе. Если договоренность по увеличению потолка долга не будет достигнута (что крайне маловероятно), это может вести к дефолту США с немедленным наступлением острейшего кризиса. Но даже если такая договоренность достигнута будет, это приведет только к еще большему надуванию финансовых пузырей, которые тем самым приблизятся к своим естественным пределам роста и будут готовы лопнуть в любой момент.

На наш взгляд, созревание одного из указанных в этом разделе триггеров или какого-либо иного события, менее масштабного, но способного вызвать лавину биржевой паники, может произойти в период с конца 2013 до конца 2014 года, после чего начнется разворачивание основных событий в рамках нового кризиса. Рассмотрим возможную последовательность этих событий и их примерную хронологию подробнее.

2.2. Основные фазы и этапы будущего кризиса: возможный сценарий

Предстоящий кризис будет, на наш взгляд, иметь существенные отличия от прошлых аналогичных ситуаций, которые проявятся как в масштабах, так и в сценарии кризиса-

* Debt Limit. U.S. Department of the Treasury // <http://www.treasury.gov/initiatives/pages/debtlimit.aspx>.

ных явлений. Основное отличие нового кризиса от событий 2007—2009 годов будет заключаться, по нашему мнению, в том, что на этот раз у кризиса действительно будет две «волны», точнее, две основные фазы.

Первая фаза наступающего кризиса будет примерно аналогична кризису 2008—2009 годов. На этой фазе кризис затронет, прежде всего, рыночные инструменты и финансовые организации, с последующим переходом на реальный сектор через банки, которые в условиях существующей финансовой архитектуры являются связующим звеном между рынками и реальным сектором экономики. Однако у данного кризиса также будет (с высокой долей вероятности) и вторая — значительно более опасная фаза — фаза тотального кризиса государственных финансовых систем, уже в настоящее время подорванных борьбой с последствиями кризиса 2008—2009 годов, которые, по нашему мнению, не выдержат необходимости нового стимулирования экономик в аналогичных условиях. Рассмотрим возможные этапы каждой из указанных двух фаз подробнее.

Первым этапом первой фазы кризиса станут, по нашему мнению, лопающиеся пузыри на финансовых рынках. При этом, в отличие от прошлого кризиса, когда перед острой фазой синхронно росли практически все ключевые сектора рынка, достигая состояния пузырей (цены на нефть и металлы, золото, фондовые активы, курсы валют относительно доллара США), на этот раз явные признаки пузырей в предкризисный период будут наблюдаться, скорее всего, только на фондовых рынках США и отдельных европейских стран, а также возможны завышенные ценовые уровни на отдельных сегментах товарного рынка (в частности, нефти).

На рынках промышленных металлов пузыри не будут формироваться, так как стартовые позиции для этого слишком низки (в середине 2013 года цены основных промышленных

металлов были примерно на 25—30% ниже предкризисных пиков 2008 года и на 30—40% ниже максимумов, достигнутых в 2011 году, которые и можно считать пузырем для соответствующих сегментов рынка. Также можно не ожидать пузыря на валютном рынке, в частности, в основной валютной паре евро/доллар, которая накануне прошлого кризиса достигала уровня 1,6 доллара за евро, а в середине 2013 года колебалась вокруг отметки 1,3.

Можно также отметить в контексте сдутия пузырей, что в некоторых случаях это уже произошло и в середине 2013 года процесс этого сдутия находился в своей активной фазе. Помимо промышленных металлов, и даже в более выраженной форме, лопнувшие пузыри наблюдались на рынке драгоценных металлов — золота, серебра, платины. Так, в период с августа—сентября 2011 года по июнь 2013 года цена платины упала на 32% (с 1 918 до 1 296 долларов за тройскую унцию), золота — на 38% (с 1 912 до 1 180 долл.), серебра — на 63,3% (с 49,52 до 18,18 долл.). Для сравнения, можно отметить, что в период предыдущего кризиса максимальная глубина падения цен на золото в 2008 году составила 32,9% (с 1 015 до 681 доллара).

Таким образом, если считать сдутие пузырей на отдельных сегментах мирового финансового рынка признаком кризиса, можно сказать, что первые его проявления были зафиксированы уже в первой половине 2013 года, когда лопнули пузыри рынка драгоценных металлов (рис. 4).

Однако произошедшее в первой половине 2013 года падение цен на промышленные и драгоценные металлы все же не было достаточно масштабным явлением для того, чтобы вызвать острую фазу нового кризиса. По нашему мнению, такую роль могут сыграть лопнувшие пузыри на фондовых рынках, так как в операции с ценными бумагами вовлечено значительно больше средств институциональных инвесто-

ров, потери которых от падения цен акций могут вызвать цепную реакцию нового кризиса. Именно сдутие пузырей на фондовых рынках США, Великобритании, Германии и некоторых других стран станет первым этапом нового кризиса.

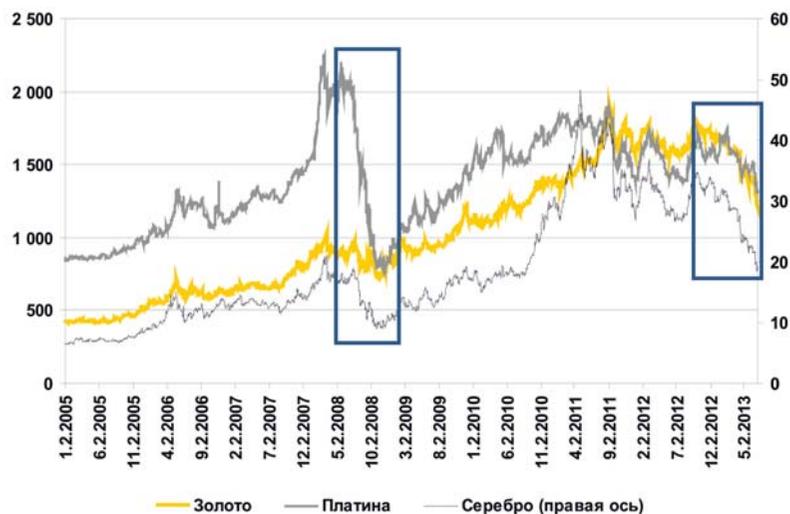


Рис. 4. Динамика цен на драгоценные металлы в 2005—2013 годах и фазы сдутия пузырей в кризисные периоды, долл. США за тройскую унцию

Источник: рассчитано по данным // <http://www.perthmint.com.au/metalPrices.aspx>.

К весне—лету 2013 года фондовые рынки США (по индексу S&P500) и Германии вышли на новые исторические максимумы, рынок Великобритании почти достиг своего предыдущего максимума, также новые рекорды демонстрировали некоторые развивающиеся рынки (Мексика, ЮАР, Малайзия, Индонезия, Австралия). Уже приближение котировок фондовых рынков к этим историческим максимумам давало повод для ряда аналитиков ожидать сильного падения рынков при их достижении, так как в прошлом наблюдались такие закономерности, в том числе по наиболее показатель-

ному фондовому рынку США. Так, после достижения индексом S&P500 уровней в районе отметки 1 550 пунктов в 2000-м и в 2007 году наблюдалось очень сильное (примерно двукратное) падение котировок (рис. 5).

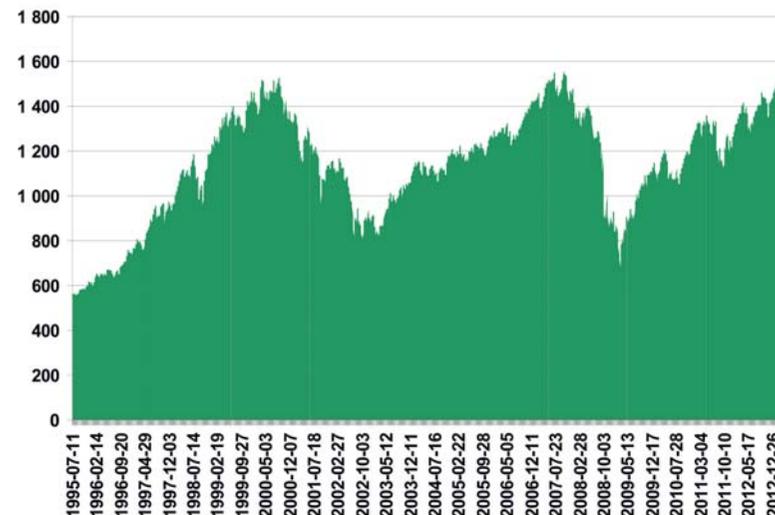


Рис. 5. Динамика фондового индекса Standard&Poor's 500 в 1995—2013 гг.

Источник: рассчитано по данным Quote RBC // <http://quote.rbc.ru/exchanges/demo/index.0/SPX/daily>.

Поэтому очередное приближение значений фондовых индексов к историческим максимумам, от которых ранее происходили биржевые кризисы, и в этот раз вызывало ожидание аналогичного сценария в экспертной среде. Однако ситуация 2013 года имеет отличия от аналогов 2000 и 2007 года. В настоящее время более сильно влияние инфляционных процессов на финансовых рынках (в частности, покупательная способность доллара 2013 года уменьшилась, особенно по сравнению с 2000 годом), также за это время выросли макроэкономические показатели, в сопоставлении с которыми ди-

агностируются финансовые пузыри, например, ВВП США, который в номинальном выражении существенно превосходит уровни как 2000, так и 2007 года.

Таким образом, преодоление фондовыми индексами прежних исторических максимумов в условиях роста 2013 года вполне закономерно. Однако в то же время необходимо отметить, что это преодоление вывело фондовые рынки соответствующих стран в зону повышенного риска и рост в этой зоне чреват падением и биржевой паникой, поскольку, как отмечалось выше (в главе 1), относительные параметры, характеризующие состояние фондовых рынков, уже в середине 2013 года находились на уровнях, превышающих рациональные фундаментальные показатели. На наш взгляд, для американского фондового рынка достаточно критическими являются отметки около 17 000 пунктов по индексу Доу-Джонса и 1 850 пунктов по индексу S&P500, в районе которых резко повышается вероятность биржевого обвала и паники, которые станут первым этапом нового кризиса.

После паники на фондовых рынках правомерно ожидать также сильного падения цен на других секторах мирового финансового рынка, в том числе на товарных рынках, рынке FOREX (остальных валют против доллара США), большинстве сегментов рынка долговых обязательств и пр. Падение на этих сегментах рынка будет пропорционально уровню «перекупленности» их активов, то есть тому, насколько близки к состоянию пузырей будут цены соответствующих финансовых инструментов. Исходя из состояния особенно значимых для Казахстана товарных рынков на середину 2013 года, можно предположить, что в большей мере падение цен затронет нефть, в меньшей — металлы (как промышленные, так и драгоценные).

Биржевая паника и падение котировок на финансовых рынках станут причиной осложнения ситуации в банков-

ском секторе. В п. 1.2 зависимость американского банковского сектора от финансовых рынков вследствие перегруженности балансов различными ценными бумагами рассматривалась подробно, поэтому нет необходимости повторяться. Можно лишь отметить, что в середине 2013 года данная зависимость увеличилась по сравнению с предкризисным 2007 годом.

Таблица 3. Доля в активах коммерческих банков США потенциально проблемных в кризисных условиях статей, % если не указано иное

	01.2007	03.2008	01.2010	06.2013
Активы, всего, млрд долл.	9 809	11 120	11 627	13 544
Кредиты	83,1	81,1	76,7	74,1
в т.ч. ценные бумаги	20,4	18,8	20,0	20,2
Денежные активы	3,2	2,8	10,5	15,7
Торгуемые активы	0	0	2,2	1,9
Доля зависимых от фондовых рынков активов в общем объеме	23,6	21,6	32,7	37,8

Источник: *Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States for July 12, 2013. Federal Reserve Board's web site (www.federalreserve.gov).*

В таблице 3 приведены данные по долям в активах банков США различных видов активов, так или иначе зависимых от состояния финансовых рынков, и эта доля в настоящее время существенно превышает предкризисные значения начала 2007 года (когда она составляла 23,6%) и даже уровни периода кризиса (первый квартал 2008 года, когда эта доля, уже несколько снизившись на фоне начавшегося кризиса, составляла 21,6%). В середине же 2013 года объем денежных активов, торгуемых активов и ценных бумаг вырос почти до 38% от общего объема банковских балансов. Очевидно, что столь большая нагрузка на банковские балансы финансовых инструментов с рыночной оценкой в случае падения рынков немедленно окажет резко негативное влияние на состояние

банковского сектора, уменьшив размер активов, что вынудит банки проводить срочные меры по другим статьям, в том числе снижать кредитную активность, объем рискованных активов и пассивов в портфелях, наращивать провизии и проводить иные меры, которые будут иметь результатом удар по их клиентам — как среди домохозяйств, так и в реальном секторе экономики.

При этом можно также отметить, что в период с 2005 по 2013 год наиболее динамично росли объемы кредитования именно по этим двум направлениям: при общем росте объема кредитов на 50% прирост коммерческих и промышленных ссуд составил 67,6%, а потребительских ссуд — 64,1% (рис. 6).

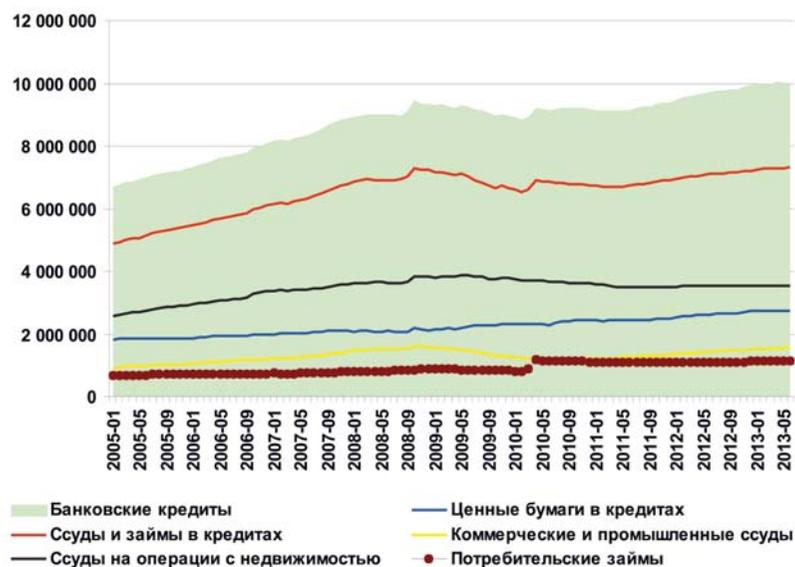


Рис. 6. Основные статьи кредитной активности банков
в США в 2005—2013 гг.

Источник: *Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States for July 12, 2013*. Federal Reserve Board's web site (www.federalreserve.gov).

Опережающий прирост объемов потребительского кредитования и кредитования хозяйствующих субъектов означает, что в настоящее время уровень зависимости домохозяйств и фирм США от кредитов столь же высок, а в некоторых случаях даже выше, чем накануне кризиса 2007—2009 годов (начавшегося также на кредитном рынке, в его ипотечном сегменте). Высокая зависимость от кредитов, в свою очередь, означает, что при возникновении проблем у банков вследствие ожидаемого падения финансовых рынков, эти проблемы будут очень быстро ретранслированы в сектор производства товаров и услуг (что ударит по производственной активности) и в сектор домохозяйств (что ударит по потребительскому спросу). Оба эти фактора предопределяют быстрое разрастание финансового кризиса в общеэкономический.

Такой сценарий неизбежно обусловит реакцию государства. Эта реакция будет следовать традиционным в последние годы путем, так называемым предоставлением ликвидности, в первую очередь финансовой системе, поскольку банки продолжают оставаться системообразующим элементом современных развитых экономик, что позволяет им шантажировать свои правительства угрозой неконтролируемого коллапса экономики в случае падения тех из них, которые подходят под определение «too big too fail»*. Однако этот простой рецепт государственного стимулирования экономики в кризисных условиях путем накачивания ее государственными деньгами означает неизбежное ухудшение состояния государственных финансов, как в части увеличения дефицита бюджетов, так и в части значительного роста объемов государственного долга. Именно такой сценарий наблюдался в ходе борьбы с последним кризисом, когда в результате стимулирующих мер дефициты бюджетов увеличились в разы за два-три года, а показатели соотношения государственного

* Слишком большой, чтобы упасть (обанкротиться) — англ. — Прим. автора.

долга и ВВП приблизились в ряде стран к историческим рекордам, зафиксированным в период Второй мировой войны.

На наш взгляд, именно государственные расходы на борьбу с первой фазой кризиса обусловят наступление его второй фазы после того, как увеличение этих расходов в период от одного года до трех лет вызовет чрезмерный рост государственной задолженности и выход абсолютных и относительных параметров государственного долга развитых стран за психологически важные для инвесторов пороговые значения, после чего дальнейшее инвестирование в эти активы прекратится, что будет означать и прекращение возможностей дальнейшей эксплуатации принципа пирамиды в эмиссии долговых обязательств.

Однако до наступления этого этапа можно ожидать, что новые вливания государственных средств окажут непродолжительное стимулирующее влияние на финансовые рынки. После падения на ощутимые величины (от 30 до 70% по разным секторам и сегментам) рынки вновь начнут расти подобно тому, как это происходило в 2009 году после острой фазы и обрушения котировок во второй половине 2008 года. Однако, на наш взгляд, в большей мере этот рост будет связан не столько с новыми программами государственного стимулирования, сколько с естественной рыночной динамикой, предполагающей, что после резкого падения происходит коррекция, и чем сильнее было падение, тем сильнее будет и эта коррекция вверх. Государственное стимулирование в данном случае будет проявляться, если после этой естественной коррекции рынки продолжат рост, а не пойдут на новый виток падения.

Исходя из практики последних лет по борьбе с кризисом и преодолением его последствий, можно предположить, что в случае нового кризиса практически единственным инструментом его преодоления станет государственное финанси-

рование экономики в различных формах. Этот инструмент в настоящее время остается единственным в силу того, что традиционные меры монетарного стимулирования, такие как снижение ставок центральных банков, операции на открытых рынках или манипулирование резервными нормативами, себя практически исчерпали — ставки более невозможно опускать, операции на открытых рынках в форме выкупа активов у банков и интервенций уже и так чрезвычайно велики. Таким образом, единственным выходом для систем государственного регулирования экономик останется прямое предоставление государственных средств хозяйствующим субъектам. И именно в силу отсутствия других действенных мер стимулирования, которые ранее работали в комплексе с государственным финансированием антикризисных программ, это финансирование будет особенно негативно и быстро отражаться на и без того тяжелом состоянии государственных финансов развитых стран.

В сфере государственных финансов наиболее опасным в плане формирования кризисных предпосылок является состояние государственного долга и именно этот показатель, на наш взгляд, может стать главным фактором второго этапа надвигающегося кризиса — этапа утраты доверия к суверенным долговым обязательствам развитых стран. Основания для такого развития событий обуславливаются аналогиями с изменением параметров государственного долга в ходе борьбы с прошлым кризисом. За четыре года, прошедшие с начала кризиса в 2008 году, относительные параметры государственного долга ведущих западных экономик — эмитентов резервных валют — увеличились в 1,3—1,5 раза (рис. 7).

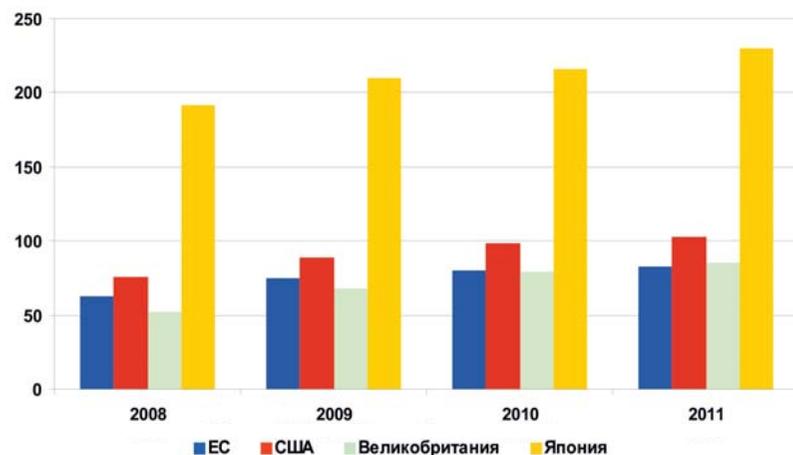


Рис. 7. Рост относительных размеров валового государственного долга ведущих развитых экономик в 2008—2010 гг., % к ВВП

Источник: рассчитано по данным МВФ и Eurostat.

Максимальный рост соотношения долга и ВВП продемонстрировала Великобритания (на 62%), рост этого показателя в США составил 36%, в ЕС — 32%, в Японии — 20% (хотя японский валовой государственный долг уже и в 2008 году в два с лишним раза превышал аналогичные показатели своих коллег по клубу высокоразвитых в плане финансовых рынков стран). При этом еще раз остановимся на том факте, что в период борьбы с кризисом 2007—2009 годов и его последствиями у данных стран были в распоряжении и другие монетарные рычаги экономического стимулирования, которые сейчас уже исчерпаны, в первую очередь процентная политика центральных банков, а также некоторые меры налогового характера. Если даже при условии комплексного использования с другими мерами государственное финансирование антрикризисных программ привело к росту отно-

сительной величины госдолга на 30—60%, то очевидно, что использование этой меры как единственного средства стимулирования выльется в гораздо большие проблемы в сфере государственных финансов. На середину 2013 года большинство указанных на рисунке 4 экономик уже перешли рубеж соотношения государственного долга и ВВП в 100% или приблизились к нему вплотную. Если последствия новых денежных вливаний государства в рамках антрикризисных кампаний будут хотя бы аналогичны тем, которые наблюдались по итогам прошлого кризиса, относительные параметры государственного долга ЕС, США и Великобритании могут по итогам данных кампаний приблизиться к уровню в 200%, а Японии — к 400%.

Очевидно, что такие параметры государственного долга у экономик, испытывающих серьезные трудности, не смогут не поставить под вопрос у инвесторов надежность государственных долговых обязательств, в которые в настоящее время вложены огромные средства, причем не только частных, но и государственных инвестиционных институтов. И когда этот вопрос возникнет у многих инвесторов одновременно, начнется массовый выход из этих активов, что ознаменует начало второй фазы кризиса — фазы падения рынка государственных ценных бумаг развитых стран и всей системы мировых резервных валют, базирующейся на данных ценных бумагах.

Сценарий начала этой второй фазы кризиса может включать понижение суверенных кредитных рейтингов ведущих стран — эмитентов резервных валют при достижении объемов государственного долга этих стран неких критических величин. Вкупе с фактором сформировавшихся к тому времени негативных ожиданий инвесторов такой сигнал от рейтинговых агентств может вызвать панический сброс государственных облигаций, который станет началом второй

фазы кризиса. Роль рейтинговых агентств как триггера этой фазы весьма вероятна, так как именно их рейтинги являются критериями вложения средств для многих инвесторов, в том числе и государственных. Это значит, что инвестиции в соответствующие активы возможны только в том случае, если их кредитные рейтинги выше определенного уровня. Соответственно, при понижении рейтинга управляющие портфелями обязаны продать ценные бумаги, которые более не соответствуют нормативно установленным критериям, и переложить средства в другие финансовые инструменты. Поэтому снижение рейтингов всеми тремя агентствами вынудит большую часть держателей государственных облигаций продавать их, что при отсутствующем спросе в аналогичных масштабах автоматически приведет к резкому падению их цены.

Конечно, как отмечается многими исследователями, рейтинговые агентства, базирующиеся в США, являются зависимыми от американских регуляторов институтами, что наглядно продемонстрировала история с понижением суверенного рейтинга США агентством Standard&Poog's с AAA до AAA-. Это рейтинговое действие было предпринято 5 августа 2011 года и в том же месяце Министерство юстиции начало расследование в отношении роли агентства в предкризисных событиях 2008 года, а Комиссия по ценным бумагам и биржам — расследование по поводу торговли инсайдерской информацией. После этих мер 23 августа руководитель S&P Дивен Шарма принял решение об отставке.

Тем не менее рейтинговые агентства будут вынуждены реагировать на беспрецедентный рост государственного долга соответствующими действиями. Даже если предположить, что давление американских властей не позволит им осуществлять понижение рейтингов США, агентства будут делать это в отношении других суверенных заемщиков с

ранее максимальными рейтингами — европейских стран и Японии, хотя, скорее всего и США не удастся сохранить свой рейтинг на прежнем уровне. В этой связи можно отметить, что последние негативные рейтинговые действия агентств «большой тройки» в отношении крупнейших развитых стран были связаны преимущественно именно с растущей проблемой государственного долга.

Так, в июле 2013 года агентство Fitch снизило рейтинг Франции с максимального уровня AAA, мотивировав это действие высоким уровнем государственного долга, который, как ожидается, составит по итогам года 94% относительно ВВП. В том же месяце агентство Standard&Poog's понизило рейтинг Италии (с BBB+ до BBB) с негативным прогнозом, а в конце мая аналогичные действия были приняты в отношении четырех итальянских регионов — Кампании, Лацио, Пьемонта и Сицилии, также по причине нарастания уровня долговой нагрузки. В августе 2011 года агентство Moody's понизило суверенный рейтинг Японии (с Aa2 до Aa3), также объяснив это решение значительным ростом государственного долга, который на тот момент составлял около 220% ВВП. В отношении той же Японии уже в мае 2012 года агентство Fitch предприняло аналогичное действие, понизив суверенный рейтинг страны с уровня AA до A+ с негативным прогнозом и также мотивировав этот шаг высоким уровнем государственного долга (на тот момент ожидаемый уровень долга на конец 2012 года составлял 239% ВВП).

Также можно отметить, что и положительные действия или отсутствие негативных действий в настоящее время связываются в основном именно с состоянием государственных финансов. Так, в августе 2013 года агентство Fitch подтвердило рейтинг Германии на максимальном уровне AAA, отметив при этом, что государственный долг, по мнению экс-

пертов агентства, достиг максимума и в дальнейшем будет только снижаться. Интересен также следующий фрагмент комментария агентства по этому поводу: «Более того, несмотря на то что показатель госдолга, составивший 81,9% ВВП в 2012 г., является повышенным по сравнению с медианным уровнем в 49% для категории AAA, он остается в диапазоне, соответствующем этой рейтинговой категории»*. Приведенный в данном комментарии показатель медианной величины соотношения государственного долга и ВВП для категории заемщиков высшего уровня в 49% наглядно иллюстрирует то, насколько далеки в настоящее время все экономики — эмитенты резервных валют от нормальных параметров задолженности, а также двойственность стандартов, применяемых рейтинговыми агентствами для оценки суверенной кредитоспособности разных стран.

Однако само наличие таких стандартов у рейтинговых агентств также является фактором дальнейшего снижения рейтингов ведущих экономик в будущем, по мере дальнейшего роста их задолженности. Очевидно, что давление на рейтинги будет нарастать в случае реализации новых программ государственной поддержки экономик в кризисный период и увеличения по этой причине размеров государственного долга. Соответственно, фактор снижения рейтингов США, европейских стран и европейских наднациональных институтов, Японии может стать триггером второй фазы будущего кризиса.

Этапы этой фазы, по нашему мнению, могут быть следующими:

1 Реализация новых программ помощи экономикам, переживающим первую фазу кризиса.

* Fitch подтвердило рейтинги Германии на наивысшем уровне со «стабильным» прогнозом. 08 августа 2013 года. Интерфакс // <http://www.interfax.ru/business/news.asp?dt=08.08.2013>.

2. Резкое увеличение вследствие реализации этих программ объемов государственного долга и дефицитов государственных бюджетов.

3. Снижение кредитных рейтингов крупнейших развитых экономик мира.

4. Падение цен на государственные долговые обязательства данных стран.

5. Вызванный этим фактором обвал на большинстве финансовых рынков, включающий падение курсов как собственно облигаций, так и валют, в которых они деноминированы, а также широкого спектра других финансовых инструментов, то есть новая волна падения финансовых рынков.

6. Дефолты некоторых из развитых экономик, не способных обслуживать свои долговые обязательства в условиях их распродажи на рынках, которые, в свою очередь, сделают невозможной пирамидальную практику погашения старых долгов за счет эмиссии новых.

7. Крах всей существующей системы мировых резервных валют, долговых обязательств и резервных активов. Существенные потери инвесторов в долговые обязательства развитых стран, в том числе государственных и, как следствие, опустошение международных резервов развивающихся стран, как по линии центральных банков, так и по линии суверенных фондов и государственных инвестиционных корпораций.

Необходимо отметить, что этапы предполагаемой второй фазы кризиса, начиная с третьего из приведенных выше, в настоящее время представляются трудно прогнозируемыми по причине своей беспрецедентности. В новейшей истории экономики и, в частности, в истории существования развитых финансовых рынков не было прецедентов дефолтов развитых стран, и даже случаи снижения высших кредитных рейтингов крупнейших экономик до настоящего времени

носили единичный характер. В связи с этим сложно прогнозировать последствия и сценарии развития ситуации на финансовых рынках и в мировой экономике в целом в случае наступления таких событий. Однако, исходя из имеющейся истории поведения рынков после таких событий, как снижение суверенного рейтинга, можно сделать некоторые предположения относительно возможных сценариев при наступлении аналогичных событий в будущем.

В 2011 году, в преддверии ожидавшегося снижения рейтинга США, аналитики крупной инвестиционной компании «Номура» провели исследование поведения рыночных котировок государственных обязательств некоторых развитых стран, уже лишившихся высшего рейтинга AAA в период с 1998 года. Выяснилось, что никаких катастрофических последствий для цен и доходности облигаций соответствующих стран это снижение рейтинга не имело, а доходность 10-летних облигаций возвращалась на прежние уровни в течение трех недель, а средние колебания составляли порядка 15 базисных пунктов (рис. 8).

Однако в этом случае надо также иметь в виду, что в данном исследовании рассматривались не самые крупные заемщики (кроме Японии), с одной стороны, и, с другой — период анализа также был ограниченным. Известно, что для некоторых из рассмотренных стран это снижение рейтинга стало лишь первым в длинной череде последующих негативных рейтинговых действий и доходности их облигаций продолжали расти, а цены — падать. И это исследование не смогло дать точный прогноз развития ситуации после понижения рейтинга США, которое привело к иным последствиям, чем у рассмотренных в исследовании «Номура» стран.

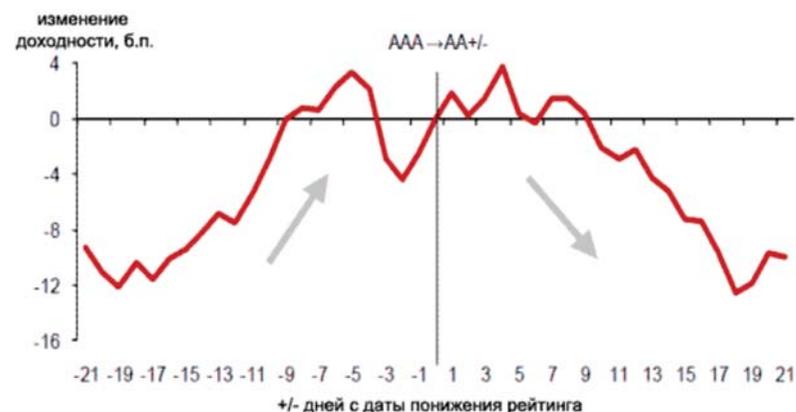


Рис. 8. Реакция ставок доходности по государственным ценным бумагам на потерю высшего суверенного рейтинга AAA от агентства Standard&Poor's для бумаг с десятилетним сроком обращения, рассчитанная ИК «Номура»

Источник: Nomura, Business Insider. Включает снижения рейтингов таких стран, как Ирландия (1998, 2009), Япония (2011), Испания (1998, 2009), Бельгия (1998), Италия (1998), Португалия (1998).

Пока что единственный в современной истории пример потери высшего кредитного рейтинга ведущей мировой экономикой — США — показывает весьма неожиданный сценарий поведения рынка государственных обязательств (рис. 9). Следствием снижения кредитного рейтинга США в августе 2011 года стало не падение, а рост цен казначейских обязательств с соответствующим снижением доходности, в отличие от примеров других стран, рассмотренных в исследовании компании «Номура». В момент пикового роста цены 10-летних обязательств их минимальная доходность опускалась до уровня около 1,7%, то есть почти в два раза от июльских уровней, предшествовавших снижению рейтинга.



Рис. 9. Динамика доходности 10-летних казначейских обязательств США в 2011—2013 гг. и реакция на снижение кредитного рейтинга агентством Standard&Poor's в августе 2011 г.

Источник: Historical Treasury Rates. U.S. Department of the Treasury Resource Center // <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/Historic-LongTerm-Rate-Data-Visualization.aspx>.

Эта ситуация, на первый взгляд, противоречащая здравому смыслу и аналогам по другим странам, вполне объяснима. Рост американских государственных облигаций, которым снизили рейтинг, был вызван паникой на фондовых рынках, последовавшей за этим беспрецедентным снижением. 8 августа, когда на мировых фондовых биржах произошел резкий обвал котировок, стало очередным «черным понедельником». Падение американских фондовых индексов в этот день вошло в десятку крупнейших в истории и стало самым масштабным со времени кризиса 2008 года. Индекс S&P 500 упал на 6,66% (ни одна из компаний этого списка не смогла закрыться в плюсе), Dow Jones — на 5,55%, акции многих банков подешевели на 10—20%. Рынки Великобритании, Германии, Франции, Швейцарии, Австрии, Испании и

Италии упали более чем на 20% и вошли в «медвежий» тренд. Инвесторы начали спешно переводить средства из более рискованных активов (акции) в менее рискованные (золото и государственные облигации). И так как до настоящего времени только казначейские обязательства США предлагают инвесторам достаточно емкий «резервуар» для относительно безрискового вложения средств, именно туда и был направлен огромный объем этих средств, что вызвало, на первый взгляд, противоестественный рост государственных обязательств со свежепониженным рейтингом.

Впрочем, ситуация с понижением рейтинга США не вполне показательна в том плане, что это снижение было проведено только одним агентством из «большой тройки». А это значит, что инвесторы, руководствующиеся рейтингами, имели возможность остаться в долговых обязательствах США, поскольку инвестиционным критерием обычно служат рейтинги всех трех или, как минимум, двух агентств. То есть рейтинги Moody's и Fitch, оставшиеся на максимальном уровне, позволили инвесторам не выходить из американских казначейских обязательств, что также предотвратило падение их рынка, в отличие от других стран, рассмотренных выше, где рейтинги понижались с определенными временными интервалами всеми тремя агентствами, не давая инвесторам возможности оставлять соответствующие активы в своих портфелях.

В то же время такая реакция на кризисообразующие факторы, как уход инвесторов в государственные облигации США и, как следствие, доллары — традиционна и ярко проявилась в ходе кризиса 2007—2009 годов — по мере усугубления проблем в экономике США (ипотечный кризис, проблемы агентств Fannie Mae и Freddie Mac, крах банка Lehman Brothers) курс доллара только рос относительно других валют. Это было связано именно с ростом спроса на американ-

ские долговые обязательства (для покупки которых требовались доллары) как на активы-убежище в период падения других секторов финансовых рынков. Поэтому и рост котировок долговых обязательств США в 2011 году после снижения рейтинга крупнейшей экономики мира также является традиционной реакцией на серьезные финансовые проблемы, даже если эти проблемы возникают в самих США.

В связи с наличием такой парадоксальной взаимосвязи между проблемами в США и ростом американских же государственных ценных бумаг в настоящее время достаточно сложно спрогнозировать точный сценарий поведения рынков в случае новых понижений американских суверенных рейтингов. Однако можно вполне определенно прогнозировать очень сильную волатильность рынков, вызванную метаниями инвесторов между различными видами активов в поисках относительно безопасного убежища в условиях возникновения не имеющих прецедентов кризисообразующих факторов. Скорее всего, в случае понижения рейтингов США и других ведущих экономик будут наблюдаться такие явления, как скачкообразный рост цен драгоценных металлов; укрепление валют небольших развитых стран со здоровыми (или относительно здоровыми) системами государственных финансов — Швейцарии, скандинавских государств; сильная волатильность на сырьевых рынках, в которые часть инвесторов будет уходить с фондовых и долговых рынков. В целом же результатом этой волатильности в конечном итоге станет сильное падение абсолютного большинства рынков и последующие дефолты ряда развитых экономик, сценарии которых будут рассмотрены ниже.

Резюмируя рассмотрение вероятных фаз и этапов нового кризиса, можно попытаться очертить временные горизонты предстоящих событий. На наш взгляд, первая фаза кризиса займет около двух лет и может включать следующие сроки:

- предшествующее кризису надувание биржевых пузырей (в первую очередь на фондовых рынках) — конец 2013 — начало 2014 гг.;
- падение финансовых рынков вследствие схлопывания пузыря длительностью около года — середина 2014 — середина 2015 гг.;
- банковский кризис как следствие падения активов финансовых рынков — вторая половина 2015 года;
- проблемы в реальном секторе экономики как следствие банковского кризиса и сокращения кредитования банками потребительских и производственных расходов; замедление (в некоторых странах — уход на отрицательную территорию) темпов роста ВВП — 2015—2016 гг.

Между первой и второй фазами кризиса можно ожидать кратковременный период стабилизации вследствие принимаемых правительствами и монетарными властями мер по поддержке своих экономик. Этот промежуток может длиться примерно два года, но он вряд ли будет достаточно длительным, так как быстро приведет к серьезному ухудшению состояния государственных финансов и возникновению на этой базе второй фазы кризиса, основные этапы которой по срокам могут выглядеть следующим образом:

- снижение суверенных кредитных рейтингов ведущих экономик мира из-за непомерно выросших объемов государственного долга (США, Великобритания, Германия, Япония) — в течение 2016—2017 гг.;
- падение цен на государственные долговые обязательства данных стран, высокая волатильность на валютном рынке, в отдельных сегментах товарного рынка (драгоценные металлы, нефть) — 2017—2018 гг.;
- обвал на большинстве финансовых рынков, включающий падение курсов как собственно облигаций, так и валют, в которых они деноминированы, а также широкого спектра

других финансовых инструментов — новая волна падения финансовых рынков — около 2018 г.;

- дефолты (в том числе неформальные) некоторых из развитых экономик, не способных обслуживать свои долговые обязательства в условиях их распродажи на рынках — 2018—2019 гг.;

- крах всей существующей системы мировых резервных валют, долговых обязательств и резервных активов, выражающийся в обесценении данных активов, списаниях долговых обязательств развитых стран, потере значительной части своих резервов странами, хранившими их в долговых бумагах развитых государств — 2018—2020 гг.

ГЛАВА 3. ОТСУТСТВИЕ ЭФФЕКТИВНЫХ МЕР ПО ПРЕОДОЛЕНИЮ КРИЗИСА КАК ФАКТОР СИСТЕМНОЙ ПЕРЕСТРОЙКИ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ АРХИТЕКТУРЫ

3.1. Недееспособность мер денежно-кредитного регулирующего в условиях, сложившихся после кризиса 2008—2009 годов

Последние этапы будущего кризиса, рассмотренные в предыдущем разделе, обусловят вынужденную системную перестройку мировой финансовой архитектуры, так как одним из важнейших их следствий станет, на наш взгляд, реформатирование существующей системы мировых резервных активов. В настоящее время эти активы состоят практически полностью из долговых обязательств развитых стран и относительно небольшого количества золота — к середине 2013 года в резервах центральных банков мира хранилось в общей сложности 31 869 тонн золота (около 1,3 трлн долл. по текущим рыночным ценам) и 11,087 трлн долл. в различных «бумажных» активах (долговые обязательства, валюта на счетах, резервные позиции в МВФ и пр.)*. То есть порядка 90% мировых резервов было сосредоточено в валютных активах, основными из которых были государственные долговые обязательства развитых стран (табл. 1).

Таблица 1. Валютный состав международных резервов по итогам 1-го квартала 2013 года, млн долл. США

Всего международные резервы	11 087 449
Размещенные резервы	6 050 112
в долларах	3 764 149

* Источники: данные World Gold Council и МВФ — Currency Composition of Foreign Exchange Reserves.

в фунтах стерлингов	234 747
в японских иенах	236 234
в швейцарских франках	16 115
в канадских долларах	94 926
в австралийских долларах	98 663
в евро	1 432 674
в других валютах	172 603
Неразмещенные резервы	5 037 337

Источник: IMF. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). Last updated: June 28, 2013 // <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

В контексте проблематики мирового финансового кризиса данное положение вещей имеет значение в двух аспектах, во-первых, высокая концентрация резервов в долговых обязательствах развитых стран означает, что проблемы у данных стран в условиях кризиса могут привести к катастрофическим последствиям для системы мировых резервов и для стран, которые держат свои резервы в данных обязательствах. Во-вторых, дальнейший рост государственного долга и эмиссии таких обязательств в период нового кризиса практически неизбежен, что повышает вероятность негативного сценария развития долговой проблемы развитых стран. В свою очередь, эта неизбежность обуславливается фактором недееспособности большинства мер денежно-кредитного стимулирования экономики, оформившимся по итогам кризиса 2008—2009 годов. Единственным средством борьбы с кризисом в этих условиях остается государственная финансовая поддержка, которая и приведет к увеличению размеров государственного долга в странах, исчерпавших иные методы экономического стимулирования.

Рассматривая ограниченность арсенала денежно-кредитной политики, доступной для применения в современных условиях, прежде всего, необходимо отметить невозможность применения такого основного инструмента, как снижение

процентных ставок центральными банками. Ранее этот инструмент традиционно использовался не только в ситуациях кризисов, но и в состоянии экономической стагнации, позволяя осуществлять кредитную экспансию на низких фазах делового цикла и увеличить кредитование экономики за счет снижения ставок центральными банками. В частности, американский опыт использования данного инструмента свидетельствует о его широком и достаточно результативном применении в периоды рецессий (на рисунке 1 представлен период с 1970 года).

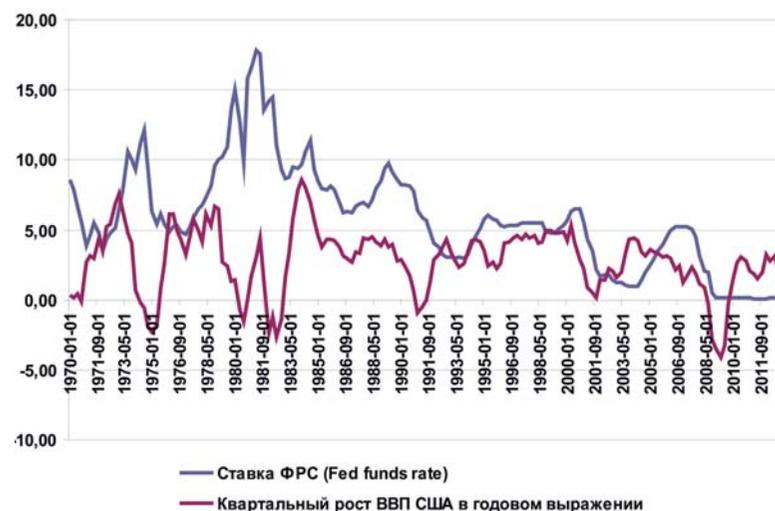


Рис. 1. Сравнительная динамика ставок ФРС (Fed funds) и роста реального ВВП США, % в квартал

Источник: Federal Reserve Economic Data. St. Louis Fed. FRED Graphs // http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?utm_source=research&utm_medium=website&utm_campaign=data-tools.

Как видно из представленных на рисунке данных, в периоды последних семи рецессий в экономике США ФРС неизменно снижала ставки, что сопровождалось прекращением

рецессий и ростом ВВП (вслед за которым ставки вновь повышались, хотя, как правило, на меньшую величину). Однако во время последнего кризиса ставки были понижены практически до нуля и после выхода американской экономики из рецессии не были повышены вновь. Это значит, что при наступлении нового кризиса или рецессии ставки больше не смогут использоваться в качестве стимулирующей меры, так как опустить их ниже нуля невозможно. Можно также отметить, что нежелание ФРС поднимать ставки после формального завершения кризиса и рецессии свидетельствует об изменившихся принципах и фундаментальных основах реализации денежно-кредитной политики в условиях гипертрофированных финансовых рынков. Если раньше ее инструменты были нацелены на решение задач реальной экономики и преодоление экономического спада вызывало повышение ставок, которые начинали выполнять противоположную задачу предохранения экономики от перегрева, то в настоящее время доминируют задачи обеспечения стабильности и роста финансовых рынков. А поскольку рост финансовых рынков в современных посткризисных условиях может быть обеспечен только сверхмягкой монетарной политикой, то ставки ФРС остаются на нулевом уровне, что своим побочным эффектом имеет невозможность регулятивного использования этого инструмента в случае возникновения новой рецессии.

Заложником благополучия финансовых рынков в процентной политике в настоящее время является не только ФРС, но и другие центральные банки развитых экономик — эмитентов мировых резервных валют. Несмотря на то что рецессии, вызванные кризисом 2008—2009 годов, прекратились в большинстве из этих стран в 2010 году, ставки центральных банков продолжают оставаться на минимальных исторических значениях и даже понижаются, как, например,

в еврозоне, где Европейский центральный банк снизил свою ставку с 0,75 до 0,5% в мае 2013 года. В сентябре 2013 года ставки центральных банков всех экономик, эмитирующих мировые резервные валюты, были ниже 1 процента: в США — 0—0,25%, в Великобритании — 0,5%, в Японии — 0,1%, в Швейцарии — 0,25%, ставка ЕЦБ составляла 0,5%. Таким образом, страны «Большой семерки», формирующие чуть менее половины номинального мирового ВВП, практически утратили возможность применения одного из важнейших и наиболее действенных инструментов кредитно-денежной политики (ставка Банка Канады составляет 1%, что также не оставляет большой свободы маневра).

Правда, определенные возможности для экономического стимулирования посредством снижения процентных ставок остаются у развивающихся стран, в частности, крупнейших из них, входящих в условную группу E7 (Emerging 7) — Китая, Индии, России, Бразилии, Мексики, Индонезии и Турции. Ставки центральных банков этих стран достаточно высоки, а роль данных экономик в глобальном хозяйстве и влияние на мировую экономическую динамику постоянно растут — по итогам 2011 года совокупная доля E7 в мировом ВВП, рассчитанном по паритету покупательной способности, составляла 30,8% против 38,4% — у G7. В таблице 2 приведены данные по текущим процентным ставкам центральных банков в странах E7 и G7 и доли этих стран в мировом ВВП по ППС.

В соответствии с данными таблицы 2, построенными в части ВВП на прогнозе МВФ на 2012 год, в этом году соотношение между G7 и E7 еще больше изменилось в пользу последней группы — совокупная доля G7 уменьшилась до 37,8%, а доля E7 возросла до 31,6%. Однако влияние развитых стран на финансовых рынках продолжает оставаться доминирующим и в этом отношении их решения по-прежнему

обуславливают ситуацию и тенденции в глобальном финансовом секторе. Поэтому именно решения центральных банков стран G7 являются определяющими для мировых финансовых рынков и их политика, реализуемая через инструменты денежно-кредитной системы, будет как формировать предпосылки кризиса, так и противодействовать ему.

Таблица 2. Доли в мировом ВВП по паритету покупательной способности и ставки центральных банков стран групп G7 и E7, %

Страны G7			Страны E7		
	Доля в мировом ВВП по ППС в 2012 г.	Ставка центрального банка		Доля в мировом ВВП по ППС в 2012 г.	Ставка центрального банка
США	18,9	0-0,25	Китай	15,0	6,0
Япония	5,6	0,1	Индия	5,7	7,25
Германия	3,9	0,5	Россия	3,0	8,25
Великобритания	2,8	0,5	Бразилия	2,9	9,0
Франция	2,7	0,5	Мексика	2,1	4,0
Италия	2,2	0,5	Индонезия	1,5	7,0
Канада	1,7	1,0	Турция	1,4	1,5

Источники: World Economic Outlook Database, October 2012, International Monetary Fund; Global-rates.com. Central banks — summary of current interest rates.

Однако эти инструменты, как можно наблюдать на примере процентных ставок, в настоящее время практически недееспособны. При этом ситуация со ставками отражает и состояние других направлений монетарного регулирования, которые также практически исчерпали возможности своих инструментов. В частности, другой традиционный инструмент — резервные требования центральных банков к коммерческим банкам и их изменение — также был задействован в посткризисный период, однако продемонстрировал свою неэффективность. Рассмотрим попытки влияния на финансовый сектор через этот инструмент на примере США.

В США инструмент монетарного регулирования посредством резервных требований представляет собой следующий механизм. Сами резервные требования определяют количество средств, которые депозитные институты (банки) должны держать в резервах против определенных обязательств по депозитам. Эти средства хранятся в форме наличных или депозитов в Федеральных резервных банках (ФРС). В рамках лимитов, определенных законодательно, единственным органом, уполномоченным изменять резервные требования, является Совет управляющих ФРС. Объем резервов определяется применением специального «резервного коэффициента», утверждаемого ФРС, который соотносит резервы и обязательства банков. Величина данного коэффициента зависит от объема счетов и обязательств у депозитных институтов. В соответствии с Законом Гарна-Сент-Жермена от 1982 года, первые 2 миллиона долларов объема обязательств, подлежащих обеспечению резервами, исключаются из резервных требований. Этот «исключаемый объем» ежегодно корректируется по формуле, определенной в законе. По данным обязательствам также законодательно (Monetary Control Act 1980 года) установлена ставка резервных требований на уровне 3%. При этом объем средств на счетах, требующих резервирования, разделен на две части — счета до 25 миллионов долларов называются «низко-резервными траншами» («low-reserve tranche») и именно эти обязательства должны обеспечиваться резервами по 3-процентной ставке. Те же обязательства, которые превышают порог «низко-резервных траншей», должны обеспечиваться резервами по ставке в 10%*.

Стимулирование же банковской активности с помощью резервных требований предполагает сокращение резервных

* Источник: Reserve Requirements // <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>.

требований и, соответственно, увеличение средств, которыми располагают банки, в том числе и для роста кредитования экономики. Это стимулирование включает два основных метода — увеличение размера «низко-резервных траншей», что позволяет уменьшить ставку резервирования, переводя часть подрезервных счетов из категории обеспеченных под 10% в категорию обеспеченных под 3%, и увеличение «исключаемого объема» средств, которые не требуется обеспечивать резервами. В этом направлении ФРС США в период с 2009 по 2013 год предприняла пять действий, направленных на уменьшение резервных требований и стимулирование кредитной активности банков:

1. На период с 1 января 2009 года объем «низко-резервных траншей» был увеличен с 43,9 до 44,4 млн долл., а исключаемый из резервирования объем депозитов был увеличен с 9,3 до 10,3 млн долл., что, по оценке ФРС, понизило объем обязательных резервов на 270 млн долларов.

2. На период с 31 декабря 2009 года объем низко-резервных траншей был увеличен с 44,4 до 55,2 млн долл., а исключаемый из резервирования объем депозитов был поднят с 10,3 до 10,7 млн долл., что снизило объем обязательных резервов на 1,24 млрд долларов.

3. На период с 30 декабря 2010 года объем низко-резервных траншей был увеличен с 55,2 до 58,8 млн долл. что снизило объем обязательных резервов на 353 млн долларов.

4. На период с 29 декабря 2011 года объем низко-резервных траншей был увеличен с 58,8 до 71 млн долл., а исключаемый из резервирования объем депозитов был поднят с 10,7 до 11,5 млн долл., что снизило объем обязательных резервов на 1,33 млрд долларов.

5. На период с 27 декабря 2012 года объем низко-резервных траншей был увеличен с 71 до 79,5 млн долл., а исключаемый из резервирования объем депозитов был поднят

с 11,5 до 12,4 млн долл., что снизило объем обязательных резервов на 971 млн долларов*.

Таким образом, за период 2009—2013 гг. ФРС проводила меры, направленные исключительно на сокращение резервных требований, которые, по ее оценкам, позволили банкам сократить совокупный объем обязательных резервов на величину 4 164 млн долларов. То есть и в использовании этого инструмента денежно-кредитной политики осуществлялся курс на смягчение, призванный стимулировать банки к проведению более активного финансирования экономики и домохозяйств. Однако и в этой части политика ФРС не дала результатов, так как банки, невзирая на смягчение резервных требований, продолжали наращивать свои резервы.

На рисунке 2 представлена динамика резервов банков США в период кризиса и посткризисного восстановления. Эта динамика отражает фактическое отсутствие реакции банков на стимулирующие меры ФРС в части изменения нормативов обязательного резервирования. Напротив, по мере разрастания кризиса банки все больше средств оставляли в резервах. Начало этой тенденции было положено во второй половине 2008 года, в период «острой фазы» кризиса после банкротства Lehman Brothers. Если до этого времени объем резервов банков был практически равен величине, требуемой регламентацией ФРС в части обязательных резервов, лишь немного превосходя этот показатель, то с осени 2008 года начался резкий рост резервов, который продолжался, невзирая на постоянное смягчение резервных требований ФРС.

* Источник: Reserve Requirements // <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>.

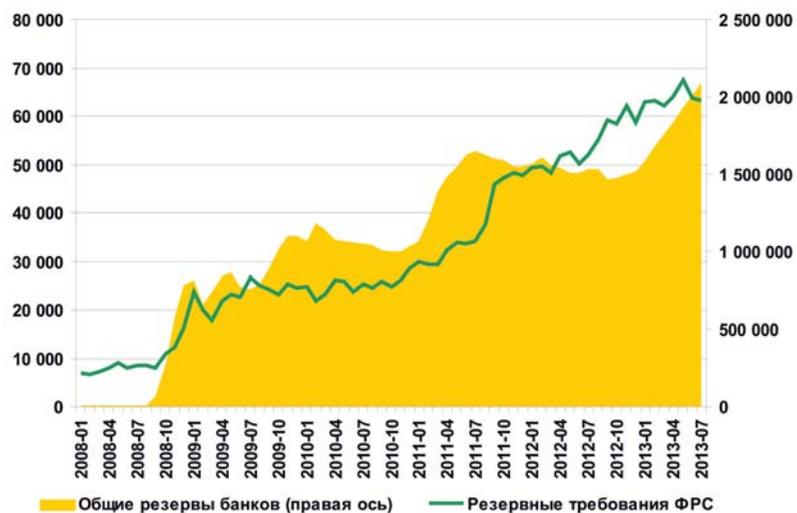


Рис. 2. Изменение обязательных и общих резервов банков США в 2000-е годы, млн долл.

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System. H.3 Statistical Release for Aug 29, 2013 // <http://www.federalreserve.gov>.

Опережение объемом общих резервов объема, требующегося в соответствии с регулированием ФРС, постоянно нарастало. Если раньше первый показатель опережал второй на несколько процентов, то уже к концу 2008 года фактические резервы превышали требуемый объем в несколько раз, а к середине 2013 года это соотношение выросло до 33 раз — при требуемом в соответствии с нормами ФРС объеме резервов в 63,3 млрд долл. фактический объем банковских резервов составил 2,1 трлн долларов. Таким образом, изменение норм обязательных резервов также продемонстрировало свою полную неспособность оказать стимулирующее воздействие на поведение банков — меры ФРС, давшие возможность банкам снизить объемы обязательных резервов на 4,2 млрд долл. выглядят карикатурными на фоне произошед-

шего после их введения роста банковских резервов почти на 1,5 трлн долларов.

Причины неспособности ФРС заставить банки увеличивать кредитование экономики очевидны — во время кризиса финансовые институты предпочитают в первую очередь беречься от рисков, а не блюсти интересы национальной экономики. Поэтому все меры по предоставлению ликвидности банковской системе в рамках смягчения монетарной политики вели только к одному результату — увеличению банковских резервов, то есть замораживанию кредитной активности до лучших времен и уходу все большего объема средств в наименее рискованные активы, в частности, в депозиты банков в ФРС и казначейские обязательства.

Этот факт признают и многие американские экономисты. В частности, в докладе Исследовательской службы Конгресса (Congressional Research Service) «Монетарная политика и Федеральный резерв: текущая политика и условия», опубликованном в феврале 2013 года, отмечается: «Банковские резервы увеличились примерно с 46 миллиардов в августе 2008 до 820 миллиардов в конце 2008 года. С октября 2009 года банковские резервы, хранящиеся в ФРС, были между 1 и 1,7 трлн. Увеличение банковских резервов может быть рассмотрено как очевидное следствие увеличения активов ФРС, потому что они финансировались программами ФРС по выкупу активов и предоставлению банкам ссуд. Резервы увеличились, потому что средства, предоставляемые банкам ФРС, через эти программы впоследствии оседали на счетах банков в ФРС»*.

Таким образом, эффект от действий ФРС по стимулированию банковской активности был обратным ожидаемому — вместо увеличения кредитования экономики банки наращи-

* Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions. Marc Labonte. Coordinator of Division Research and Specialist. February 12, 2013.— P. 14.

вали свои резервы в ФРС и вложения в безрисковые активы. То есть выделяемые ФРС банкам средства быстро возвращались обратно — в ту же ФРС в виде резервов банков на депозитах регулятора. Более того, ФРС еще пришлось оплачивать последствия своих программ смягчения монетарной политики, если раньше хранение банками резервов на счетах в ФРС было «бесплатным», так как по ним не выплачивались проценты, то начиная с 1 октября 2008 года согласно Закону о срочной экономической стабилизации (Emergency Economic Stabilization Act) 2008 года ФРС начала выплачивать проценты по резервам банков. Эта ситуация, на наш взгляд, также повлияла на резкое увеличение объема резервов, поскольку в условиях финансового кризиса появление нового безрискового средства вложения денег, даже с символической доходностью, стало весьма привлекательным.

Неэффективность политики по обязательному резервированию имеет много общего с последним направлением традиционного монетарного регулирования активности финансового сектора — операциями на открытом рынке. Именно операциями на открытом рынке, по сути, является программа количественного смягчения (QE) в части выкупа государственных и ипотечных бумаг у банков, реализуемая ФРС в последние годы. Эта программа была рассмотрена выше (в разделе 1.2.), в связи с чем нет необходимости дополнительно останавливаться на ее реализации, однако можно заметить, что результаты данной программы также повлияли на увеличение объемов резервов банков. То есть эффективность данного инструмента в условиях текущей финансово-экономической ситуации также оказалась крайне низка, поскольку деньги, получаемые банками от ФРС в рамках снабжения банков наличностью в обмен на различные долговые бумаги, вновь оседали в низкорисковых активах (в частности, на счетах той же ФРС в форме ре-

зервов), вместо того чтобы направляться на кредитование экономики.

Соответственно, программа количественного смягчения, то есть выкуп активов у банков для увеличения доступной им ликвидности, не оказала заметного влияния на объемы кредитования экономики. Кроме того, слабая зависимость между предоставляемыми ФРС средствами и кредитной активностью банков обуславливалась еще и тем фактором, что банки в рамках действующей финансовой архитектуры сильно вовлечены в инвестиционные операции с производными финансовыми инструментами — как в качестве инвесторов, так и в качестве кредиторов таких инвесторов (этот фактор также был подробно рассмотрен в п.1.2.). Поэтому значительная часть средств, предоставляемых в рамках традиционных стимулирующих мер денежно-кредитной политики, ушла не на кредиты реальному сектору и домохозяйствам, а на спекуляции на финансовых рынках.

На наш взгляд, именно появление канала перетока средств депозитных институтов в инвестиционные операции после отмена закона Гласса — Стиголла и привело к резкому снижению действенности традиционных мер денежно-кредитного регулирования, которые раньше вызывали необходимый эффект. В текущей конфигурации финансовой архитектуры все рассмотренные инструменты монетарного регулирования — от изменения процентных ставок до операций на открытых рынках — не в силах существенно повысить кредитную активность банков, поскольку у них имеется более привлекательная сфера деятельности — инвестиционные операции спекулятивного характера.

Сложившаяся после кризиса 2008—2009 годов ситуация с комплексом рассмотренных факторов, таких как нежелание банков рисковать на кредитном рынке, с одной стороны, наряду с появлением объектов безрискового получения прибы-

ли в виде государственных обязательств и депозитов в ФРС, ставших с 2008 года платными и, с другой — наличие значительно более доходного направления деятельности в виде операций на финансовых рынках, переживающих посткризисный рост, стали причиной неэффективности монетарной политики, направленной на увеличение кредитной активности банковского сектора. С 2009 года, когда начались активные действия по смягчению монетарной политики по всем направлениям, включая минимизацию процентных ставок, уменьшение норм обязательных резервов и программу выкупа активов взамен на денежную ликвидность, относительные объемы кредитования экономики США снизились с 233% ВВП (2009 год) до 228% по итогам 2012 года. Еще большим это снижение было в сравнении с предкризисным 2007 годом, когда соотношение кредитов и ВВП составляло 244% (рис. 3).

Еще более заметным было сокращение кредитной активности в еврозоне, где аналогичный показатель снизился по сравнению с предкризисным пиком 2006 года почти на четверть — со 194 до 153% в 2012 году, причем, так же как и в случае с США, попытки центрального банка проводить политику количественного смягчения с 2010 года сопровождались снижением относительного объема кредитования. Аналогичная картина наблюдалась в двух крупнейших экономиках Европы — Великобритании и Германии, в каждой из которых начиная с 2009 года шло снижение кредитной активности. Единственными развитыми странами с чрезвычайно мягкой монетарной политикой, где отмечался рост объемов кредитования относительно ВВП, стали Швейцария и Япония. Но в данном случае необходимо отметить, что Швейцария не столь существенно пострадала от кризиса, а Япония отличается специфической финансовой системой, гораздо более зависимой от правительства по сравнению с другими развитыми странами.

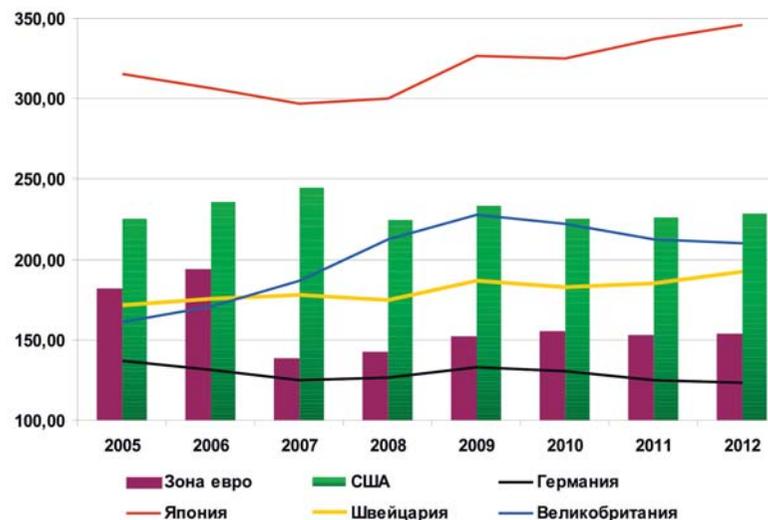


Рис. 3. Динамика объемов кредитования
экономики банками, % относительно ВВП

Источник: The World Bank Data. Domestic credit provided by banking sector (% of GDP)
// <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>.

Резюмируя вышеизложенное, можно сделать вывод, что в период посткризисного восстановления 2010—2013 гг. монетарная политика развитых стран продемонстрировала крайне низкую эффективность в части стимулирования банковского сектора к кредитованию экономики и домохозяйств, а все примененные инструменты оказались фактически недееспособны. Единственным явным следствием стимулирующих программ стал рост финансовых рынков, тогда как кредитная активность в относительном выражении снижалась. Этот факт свидетельствует о том, что в условиях нового кризиса традиционные меры кредитно-денежной политики будут еще менее эффективны — как по причине их низкой эффективности в условиях современной финансовой архитектуры, так и в силу исчерпанности возможностей

применения инструментария (невозможности дальнейшего снижения ставок, норм обязательных резервов, раздувания балансов центральных банков за счет выкупаемых у коммерческих банков активов). Соответственно, в случае возникновения нового глобального финансового кризиса центральные банки не смогут выполнять роль стабилизатора и окажутся бессильными по причине отсутствия действенных методов регулирования.

3.2. Истощение ресурсной базы государственных финансов развитых стран как фактор невозможности преодоления нового кризиса старыми методами

В связи с недееспособностью мер монетарного регулирования в части стимулирования банковского сектора к кредитованию реального сектора экономики и домохозяйств практически единственным средством помощи экономике в случае возникновения нового кризиса остается государственное финансирование. Такое финансирование в развитых странах, как правило, не имеющих крупных суверенных фондов или государственных финансово-инвестиционных корпораций, может осуществляться из двух источников — государственного бюджета и средств центральных банков. В обоих случаях такое финансирование предполагает рост государственного долга. Однако дальнейшее наращивание государственного долга, как в ЕС, так и в США или Японии проблематично в силу и без того запредельных значений данного показателя в этих экономиках.

Кроме того, в некоторых случаях увеличивать государственный долг сложно в техническом плане — это относится, в частности, к ЕС, где увеличение бюджетного дефицита

упирается в ряд ограничительных мер, принятых в рамках ужесточения бюджетной дисциплины. Поскольку текущие размеры бюджетного дефицита по-прежнему находятся на уровнях, существенно превышающих нормативы Пакта стабильности и роста (по итогам 2012 года в целом по ЕС-27 этот показатель составлял 4%), то наращивание бюджетных расходов и государственного долга крайне затруднено, особенно, учитывая тот факт, что даже на фоне сокращения бюджетного дефицита в последние годы рост государственного долга продолжался (рис. 4). Поэтому вновь наращивать дефицит бюджета, поставив тем самым крест на многолетних программах экономии, давших с таким трудом, и вести европейскую финансовую систему к новому витку резкого роста государственного долга в текущих условиях нерационально.



Рис. 4. Динамика основных показателей состояния государственных финансов по Европейскому союзу, % ВВП

Источник: рассчитано по данным Eurostat: Government deficit and debt // <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

У европейской экономики, так же как и у американской, существует обходной вариант финансирования экономики — за счет финансовых структур, способных выступать кредиторами. В США донором государства является ФРС, в ЕС такую роль играет, помимо ЕЦБ, и Европейский стабилизационный механизм, а также Европейский фонд финансовой стабильности. Европейский фонд финансовой стабильности (European Financial Stability Facility) в настоящее время фактически не ведет активной деятельности, заканчивая сопровождение ранее начатых программ по предоставлению помощи Ирландии (сроком на 2010—2013 годы), Португалии и Греции (2011—2014 гг.), после окончания которых деятельность данного института будет продолжаться только в режиме обслуживания своих обязательств.

Соответственно, единственным существенным источником фондирования в условиях возможного нового кризиса останется Европейский стабилизационный механизм (European Stability Mechanism), представляющий собой межгосударственный финансовый институт, действующий в соответствии с нормами международного права. Акционерами ЕСМ, начавшего функционирование 8 октября 2012 года, являются 17 стран еврозоны, а основной вклад в формирование его капитала внесли Германия, Франция и Италия (табл. 3).

Таблица 3. Доли акционеров Европейского стабилизационного механизма

	Доля в ЕСМ, %	Выпущенный акционерный капитал, млрд евро	Оплаченный акционерный капитал, млрд евро
Австрия	2.7834	19.48	2.22
Бельгия	3.4771	24.34	2.77
Кипр	0.1962	1.37	0.16
Эстония	0.1860	1.30	0.15
Финляндия	1.7974	12.580	1.43

Франция	20.3859	142.70	16.27
Германия	27.1464	190.02	21.66
Греция	2.8167	19.71	2.25
Ирландия	1.5922	11.14	1.27
Италия	17.9137	125.39	14.29
Люксембург	0.2504	1.75	0.20
Мальта	0.0731	0.51	0.06
Нидерланды	5.7170	40.02	4.56
Португалия	2.5092	17.56	2.00
Словакия	0.8240	5.77	0.66
Словения	0.4276	2.99	0.34
Испания	11.9037	83.32	9.50
Всего		700.00	80.00

Источник: European Stability Mechanism. September 2013. — P. 7 // http://www.esm.europa.eu/pdf/New%20Investor%20presentation%20September%202013_final.pdf.

Финансовые возможности данного института достаточно велики — оплаченный капитал составляет 80 млрд евро, выпущенный акционерный капитал (subscribed capital), который при необходимости может быть оплачен, — 700 млрд евро, кредитные возможности — 500 млрд евро. Еще одной полезной опцией данного учреждения является его межгосударственный характер, что дает странам еврозоны возможность оказывать массивную финансовую помощь странам-членам без непосредственного обременения собственных государственных финансов и кредитоспособности. ЕСМ самостоятельно находит фондирование на открытых рынках, эмитируя собственные облигации, и использует полученные деньги для оказания помощи — при такой схеме страны-доноры не наращивают свой государственный долг, не обременяют свои бюджеты и не рискуют суверенными кредитными рейтингами — данные задачи переложены на ЕСМ.

Отмечая весьма высокий финансовый потенциал ЕСМ, превышающий возможности других международных финансовых институтов, в том числе всемирных, таких как

МВФ или Всемирный Банк, можно в то же время отметить, что масштаб проблем, с которыми столкнулась европейская экономика, таков, что исчерпание даже таких внушительных ресурсов происходит очень быстрыми темпами. Из 500 млрд евро кредитного потенциала ЕСМ к середине 2013 года осталось в наличии только 391 (рис. 5), поскольку помощь только двум странам ЕС — Испании и Кипру — уже предусматривает выделение 109 млрд.



Рис. 5. **Использованные и доступные финансовые ресурсы Европейского стабилизационного механизма**

Источник: European Stability Mechanism. September 2013. — P.7 // http://www.esm.europa.eu/pdf/New%20Investor%20presentation%20September%202013_final.pdf.

Кроме того, о масштабах потенциальной помощи проблемным странам можно судить по объему тех средств, которые ранее выделялись через ЕФФС — общий их размер составляет 188,3 млрд евро (17,7 млрд — Ирландии, 26 млрд — Португалии и 144,6 млрд — Греции). Причем этими средствами, выделенными только ЕФФС, общие объемы программ поддержки данных трех стран не ограничиваются — в целом указанные программы предусматривают выделение

327,4 млрд евро. Общие же размеры программ поддержки Испании и Кипра практически совпадают с объемами их финансирования из ЕСМ — 100 и 10 млрд евро соответственно. Таким образом, в целом программы помощи пяти проблемным странам ЕС составили, причем за короткий промежуток 2010—2014 гг., 437,4 млрд евро. На этом фоне даже беспрецедентные размеры ресурсов ЕСМ в полтриллиона евро уже не кажутся достаточными для обеспечения стабильности в условиях нового кризиса.

Кроме того, рассматривая вопрос о финансировании программ помощи такими институтами, как ЕСМ, необходимо учитывать и фактор времени. Как отмечалось, реализуемые в настоящее время программы требовали выделения очень существенных средств в сжатые сроки. Эта необходимость обусловила быстрый рост выпуска долговых обязательств финансирующими институтами — ЕФФС и ЕСМ, общий объем которых увеличился за три года в 13 раз — с 18 млрд евро в 2011 году до 244 евро в 2013-м (рис. 6).

Столь быстрая динамика увеличения выпуска долговых обязательств также имеет ряд негативных последствий для эмитентов, как по линии более высоких процентных ставок по сравнению с аналогичными финансовыми инструментами, так и в части снижения доверия инвесторов к надежности обязательств по мере роста объемов их выпуска. Оба эти фактора уже в настоящее время относятся к облигационным программам ЕФФС и ЕСМ. Так, их доходность превышает доходность эталонной корзины обязательств такого же класса примерно на 30 базисных пунктов*. Что же касается доверия инвесторов, то в конце 2012 года рейтинговое агентство Moody's Investors Service понизило долгосрочный кредитный рейтинг ЕСМ с Aaa до Aa1 с негативным прогнозом.

* European Stability Mechanism. September 2013. — P.7 // http://www.esm.europa.eu/pdf/New%20Investor%20presentation%20September%202013_final.pdf. — P. 20.

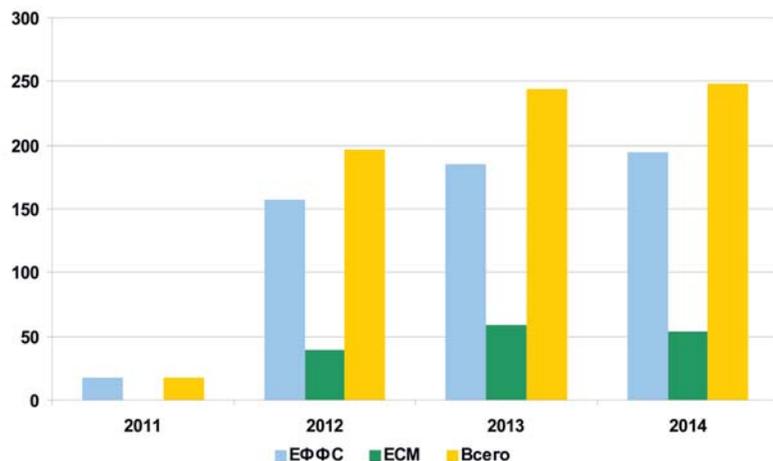


Рис. 6. Динамика роста объема выпущенных
долговых обязательств Европейского фонда
финансовой стабильности и Европейского
стабилизационного механизма, млрд евро

Источники: European Stability Mechanism. September 2013. — P. 7 // http://www.esm.europa.eu/pdf/New%20Investor%20presentation%20September%202013_final.pdf.

Если рассматривать достаточность капитала ЕСМ для покрытия возможных проблем европейских экономик в случае нового кризиса, то необходимо учитывать два основных направления помощи — поддержку банков и помощь правительствам. В реализующихся в настоящее время программах помощи Ирландии, Португалии, Греции, Испании и Кипру именно эти два сектора являются основными получателями средств европейских институтов в различных формах. В связи с этим можно попытаться укрупненно оценить возможные потребности данных секторов в чрезвычайном фондировании, в том числе со стороны ЕСМ.

Оценка потенциальных проблем в банковском секторе может отталкиваться от регулярно проводимых в послед-

ние годы стресс-тестов Европейской банковской ассоциации (ЕБА). Тестирование 2011 года, в котором участвовал 91 банк, представляющий около 65% активов банковской системы ЕС, не прошли восемь банков (пять испанских, два греческих и австрийский). В случае реализации негативного сценария ЕВА им может потребоваться 2,5 млрд евро докапитализации. Необходимо заметить, что методика данных тестов достаточно скептически оценивается экспертами и инвесторами, которые считают ее слишком мягкой и лояльной к банкам. В частности, в рамках данного тестирования не учитывалась вероятность дефолта отдельных стран ЕС*. Иными словами, данное тестирование исходит из реалий текущей экономической ситуации, а не ситуации масштабного финансового кризиса, в условиях которого потребности банков в фондировании будут многократно увеличиваться.

В связи с достоверностью стресс-тестов ЕВА можно также отметить, что они демонстрируют разительное расхождение с объемами помощи банкам проблемных стран, когда она начинает оказываться в соответствии с реальными потребностями в фондировании. Так, стресс-тестирование 2010 года также показало незначительную потенциальную потребность в капитале у не прошедших тестирование банков — в 3,5 млрд евро. Как эта сумма, так и аналогичный показатель по итогам тестирования 2011 года в 2,5 млрд евро на порядок отличаются от помощи банковскому сектору только отдельных проблемных стран, оказываемой в настоящее время. Как отмечалось выше, объем программы помощи испанским банкам составляет 100 млрд евро, а помощь банковским секторам других стран, даже с совсем небольшими

* Инвесторы не считают стресс-тесты европейских банков достаточно жесткими. Forbes.ru // <http://www.forbes.ru/news/70789-investory-ne-schitayut-stress-testy-evropeiskih-bankov-dostatochno-zhestkimi>.

экономиками, также в десятки раз превышает результаты стресс-тестов ЕВА — помощь ирландским банкам предполагает выделение 35 млрд евро, португальским — 12 млрд, греческим — 50 млрд, кипрским — около 9 млрд евро. То есть совокупный объем программ помощи банковским системам всего пяти не самых крупных стран ЕС составляет около 206 млрд евро и сопоставление этой величины с результатами стресс-тестирования ЕВА не позволяет расценивать данные тесты как адекватную оценку реального положения дел в банковском секторе Европы. Также можно отметить, что показатели, фигурирующие в итогах стресс-тестов, крайне незначительны по сравнению с объемами собственного капитала тестируемых банков, тогда как объемы финансовой помощи со стороны ЕС банковским системам проблемных стран сопоставимы с размерами их капитала и резервов (табл. 4) — средневзвешенное соотношение помощи и собственного капитала по пяти странам составляет 31,3% относительно показателей 2012 года.

Таблица 4. Соотношение капитала и резервов банков европейскиx стран, которым оказывается финансовая помощь, с объемами этой помощи

	Капитал и резервы банков по итогам 2012 г.	Объем программ помощи банковскому сектору	Объем помощи относительно капитала, %
Кипр	15	9	59,6
Испания	403	100	24,8
Греция	53	50	94,0
Ирландия	136	35	25,7
Португалия	50	12	24,1
Всего/среднее	657	206	31,3

Источник: Рассчитано по данным European Banking Federation: EU-27, EFTA and EBF ASSOCIATES countries: Main Financial Indicators u European Stability Mechanism. September 2013. — P. 7 // http://www.esm.europa.eu/pdf/New%20Investor%20presentation%20September%202013_final.pdf.

При этом в контексте вопроса о достаточности средств европейских финансов на случай нового кризиса необходимо отметить, что банковские системы пяти стран — получателей помощи представляют только около 13% активов всех банков ЕС (табл. 5).

Таблица 5. Основные показатели банковского сектора ЕС по итогам 2011 года, млн евро, если не указано иное

	Количество банков	Объем активов	Объем капитала и резервов	Доля по объему активов, %
Великобритания	373	9 708 310	846 001	20,950
Германия	1 898	8 393 478	394 538	18,113
Франция	660	8 391 531	499 230	18,109
Италия	754	4 065 036	380 559	8,772
Испания	335	3 643 070	363 436	7,862
Нидерланды	287	2 428 741	110 770	5,241
Ирландия	480	1 312 761	12 249	2,833
Бельгия	108	1 198 379	57 109	2,586
Дания	161	1 144 944	58 184	2,471
Швеция	175	1 140 420	65 305	2,461
Люксембург	141	1 101 486	51 952	2,377
Австрия	766	1 010 385	89 051	2,180
Финляндия	327	642 356	25 891	1,386
Португалия	155	573 678	41 431	1,238
Греция	58	476 872	53 058	1,029
Польша	700	309 803	40 686	0,669
Чехия	58	180 395	19 711	0,389
Кипр	141	134 011	13 679	0,289
Венгрия	189	114 924	9 276	0,248
Румыния	41	91 761	14 663	0,198
Словакия	31	58 025	7 863	0,125
Словения	25	52 350	4 166	0,113
Мальта	26	51 340	10 294	0,111
Болгария	31	42 166	5 316	0,091

Латвия	31	29 462	2 316	0,064
Литва	92	24 696	3 343	0,053
Эстония	17	19 020	2 291	0,041
Всего ЕС-27	8 060	46 339 399	3 297 370	100,000

Источник: *European Banking Sector — Facts and Figures 2012. European Banking Federation, 2012. — P. 78.*

Соответственно, если банки, представляющие всего 13% банковских активов ЕС, являются адресатами программ помощи общим размером в 200 млрд евро, что эквивалентно 40% ресурсов ЕСМ, можно сделать вывод о том, что этих ресурсов будет явно недостаточно в случае возникновения нового кризиса и распространения банковских проблем на другие страны, особенно крупнейшие государства ЕС (Великобританию, Германию и Францию), в которых сосредоточено 57% активов европейских банков.

Также необходимо отметить, что выделяемые в рамках данных программ средства лишь частично покрывают потребности проблемных стран в финансах. Пример такого рода демонстрирует банковская система Кипра. В апреле 2013 года появилась информация, что общий объем требующихся банкам острова помощи в период со II квартала 2013 г. по I квартал 2016 г. составляет 23 млрд евро, из которых только 9 млрд поступает из программ помощи ЕС*, то есть помощь по линии европейских стабилизационных институтов покрывает только около 40% потребности банковского сектора страны. Если в других случаях это соотношение между потребностями и помощью ЕСМ находится на таком же уровне, то ресурсы данного института представляются еще более ограниченными.

Последняя информация относительно Кипра показательна еще и в другом отношении — ради поиска не покрываю-

* Кипр продаст часть золотого запаса для помощи банкам. Вести экономики, 10.04.2013 21:50 // <http://www.vestifinance.ru/articles/26146>.

щихся европейской помощью средств для банковского сектора эта страна намеревается расстаться с частью своего золотого запаса на сумму около 400 млн евро из международных резервов. В этой связи уместно рассмотреть вопрос о том, насколько имеющиеся у развитых стран международные резервы покрывают их потенциальные потребности в финансовых ресурсах, которые могут возникнуть в случае нового кризиса. Например, в случае того же Кипра, официальные резервы которого, по данным МВФ, на май 2013 года составляли 955 млн долл. *, эти резервы примерно в 25 раз меньше, чем объемы требующейся помощи только банковской системе страны, не говоря уже о государственных финансах. Однако более интересна ситуация в этой области в развитых странах, выступающих эмитентами мировых валют и долговых обязательств, которые являются основными резервными активами мира. Кроме того, именно эти экономики де-факто выполняют функции основных регуляторов глобального финансового рынка, а их новостной фон определяет настроения инвесторов и направления движения капиталов. Поэтому вопрос о достаточности ресурсов, имеющихся в распоряжении ведущих экономик для преодоления шоков новых кризисов, крайне актуален для устойчивости всей мирохозяйственной системы.

Соотношение официальных международных резервов и объема государственного долга даже только в части долга центральных правительств (без учета долгов местных органов управления, государственных гарантий и пр.) в настоящее время находится на крайне низком уровне (табл. 6). Лидером необеспеченности своих долгов резервами традиционно выступают США, за которыми следует Великобрита-

* Official Reserve Assets In Millions of US Dollars (end of month). Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. IMF, 2013. <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/topic.aspx>.

ния, тогда как максимальный уровень данного соотношения у Японии, обладающей большими резервами, которые даже при зашкаливающей величине долга этой страны относительно ВВП (более 200%) делают ее долговые обязательства наиболее обеспеченными.

Таблица 6. Соотношение официальных резервов и государственного долга развитых стран в 2013 году

	Официальные резервы, август 2013	Валовой долг центральных правительств, 1-й кв. 2013	Покрытие резервами долга, %
США	147 567	13 799 625	1,1
Великобритания	130 434	2 102 180	6,2
Еврозона	811 358	11 373 416	7,1
Франция	161 800	2 132 716	7,6
Германия	217 685	1 752 690	12,4
Япония	1 254 204	9 905 612	12,7

Источники: Official Reserve Assets In Millions of US Dollars (end of month). Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. IMF, 2013 // <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/topic.aspx>; Gross Central Government Debt Position (US\$ millions). World Bank Public Sector Debt Statistics. http://ddp-ext.worldbank.org/ext/ddpreports/ViewSharedReport?REPORT_ID=16813&REQUEST_TYPE=VIEWADVANCED.

Впрочем, эта ситуация уже давно является типичной для состояния государственных финансов как США, так и других развитых экономик, в том числе эмитентов резервных валют. В большинстве из них наращивание уровня государственного долга идет более высокими темпами, чем приращение резервов (рис. 7), что обуславливает постепенное снижение уровня обеспеченности их долговых обязательств (рис. 8). Последнее также особенно характерно для США, где за последние десять лет (с 2002 по 2012 г.) соотношение резервов и долга снизилось в 1,5 раза — с 1,7 до 1,1%.

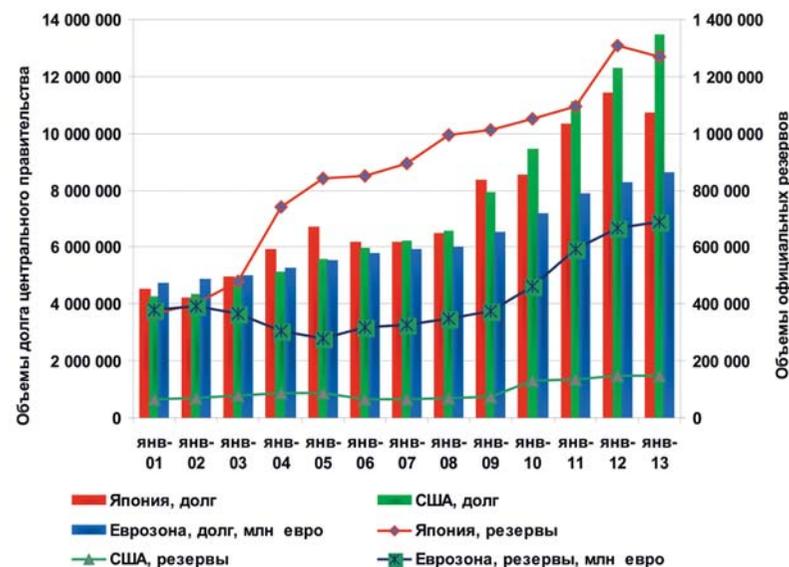


Рис. 7. Сравнительная динамика объемов государственного долга и официальных резервов крупнейших развитых экономик мира в 2000-е годы, млн долл., если не указано иное

Источник: рассчитано автором по данным Eurostat, Европейского центрального банка, Всемирного Банка и МВФ.

Впрочем, в отношении резервов США необходимо принимать во внимание специфическую методику учета золота этой страной, которая производится не по текущим рыночным котировкам, а по стабильной и сильно заниженной цене (около 40 долларов за унцию при рыночном курсе на осень 2013 года около 1 300 долларов). Учитывая, что США обладают самым большим золотым запасом в мире, который измеряется 261,5 млн унций, эта часть американских резервов может существенно увеличить общий их размер — с формальных 147,6 млрд долл. (на август 2013 года) до примерно 490 млрд. Однако даже с учетом рыночной оценки золота в

американских резервах покрытие ими валового долга останется минимальным из всех крупных развитых экономик и будет составлять менее 3%.

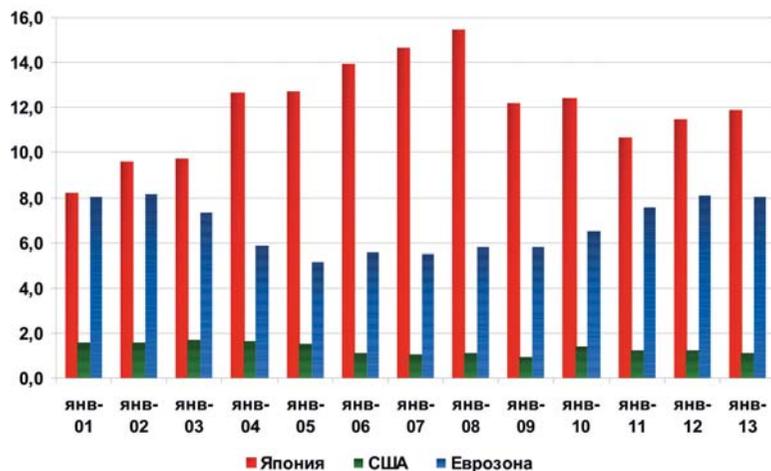


Рис. 8. Изменение уровня обеспеченности долга
центрального правительства международными резервами, %

Источник: рассчитано автором по данным Eurostat, Европейского центрального банка, Всемирного Банка и МВФ.

Что же касается другой основной потенциальной проблемы в условиях кризиса — банковской системы, то она в США (и в Японии) несколько менее остра по сравнению с ЕС и еврозоной, так как в англосаксонской модели финансовой системы традиционно больший упор в привлечении фондирования делается не на банковский сектор, а на фондовый рынок. Поэтому в США как абсолютный, так и относительный размер банковских активов заметно меньше, чем в Европе. В Японии относительная величина основных банковских показателей также уступает европейским, хотя существенно превосходит американские (табл. 7).

Таблица 7. Сравнительные характеристики
основных параметров банковских систем ЕС, еврозоны,
США и Японии в 2010 г.

	ЕС-27	Еврозона	США	Япония
Совокупные активы банков, трлн евро	35,9	30,4	9,8	8,3
Активы банков относительно ВВП, %	284	323	90	196
Депозиты банков относительно ВВП, %	175	183	59	132
Кредиты банков относительно ВВП, %	194	196	67	92

Источник: International Comparison of Banking Sectors. Data sets for the European Union, euro area, United Kingdom, United States and Japan. European Banking Federation // <http://www.ebf-fbe.eu>.

Тем не менее даже относительно умеренные величины банковских секторов США и Японии, в случае нового кризиса и необходимости их спасения, потребуют очень больших в абсолютном выражении денежных вливаний. Для того чтобы оценить, насколько велики могут быть потребности банковских секторов ЕС, США и Японии в финансовой помощи, можно воспользоваться аналогией с уже оказывающейся помощью в еврозоне банкам Кипра, Греции, Испании, Ирландии и Португалии (рис. 9).

Общий объем помощи по текущим программам, как отмечалось выше, составляет 206 млрд евро при совокупной величине банковских активов пяти проблемных стран в 5 878 млрд евро по итогам 2012 года. Таким образом, средневзвешенный уровень помощи относительно банковских активов составляет 3,5%. Если предположить, что в случае нового кризиса крупнейшим развитым экономикам мира потребуется оказать помощь своим банковским системам аналогичного размера, абсолютные показатели такой помощи (на основании данных, приведенных в таблице 7) составят для ЕС 1,26 трлн евро, для США — 340 млрд, для Японии — 290 млрд.

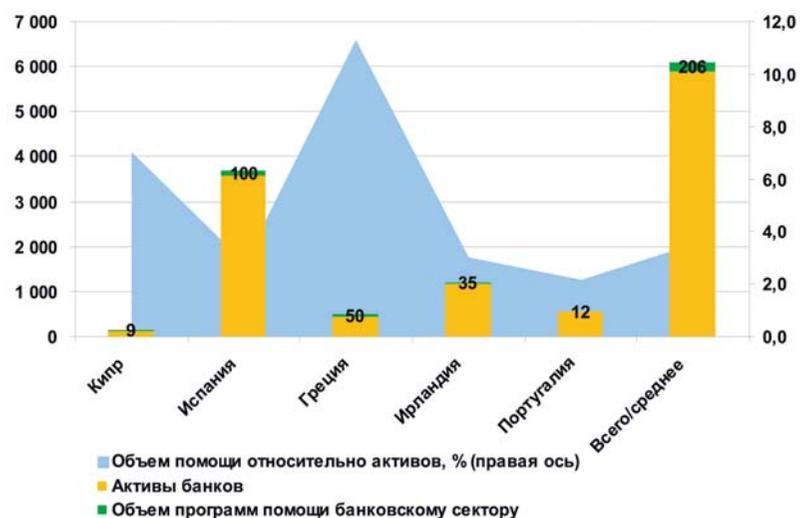


Рис. 9. Объемы программ помощи банковским системам европейских стран в сопоставлении с их активами за 2012 год, млрд евро

Источник: рассчитано по данным European Banking Federation: EU-27, EFTA and EBF ASSOCIATES countries: Main Financial Indicators u European Stability Mechanism. September 2013. — P. 7 // http://www.esm.europa.eu/pdf/New%20Investor%20presentation%20September%202013_final.pdf.

В случае же распространения кризисных явлений и их усугубления новыми факторами (падением рынков, снижением спроса на услуги со стороны бизнеса и населения и пр.) размер требуемой помощи может увеличиться в разы. Поэтому имеющихся в распоряжении государственных институтов средств будет крайне недостаточно и единственным методом влияния на ситуацию станет эмиссия денег в различных формах.

ГЛАВА 4. ОСНОВНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ КРИЗИСА В ФИНАНСОВОЙ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СФЕРАХ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

4.1. Гипертрофия государственного долга и сценарии фактических дефолтов развитых стран

Ограниченность ресурсной базы государственных финансовых систем развитых стран, рассмотренная выше, делает вероятным наступление второй фазы будущего кризиса как фазы, на которой будут происходить крахи этих систем, в первую очередь в части неспособности суверенных эмитентов обслуживать свои долги в полной мере. Оговоримся, что речь, скорее всего, не будет идти о формальном объявлении дефолтов ведущими мировыми экономиками, но фактические признаки дефолтов, выражающиеся в невозможности погашения своих долговых обязательств в полной мере, будут, на наш взгляд, иметь место в той или иной форме в большинстве стран, в настоящее время являющихся эмитентами мировых резервных валют.

Низкая вероятность объявления формальных, «полноценных» дефолтов подтверждается и опытом Греции, которая в 2011—2012 годах провела крупнейшую с истории реструктуризацию суверенного долга, обменяв государственные облигации номиналом в 206 млрд евро с дисконтом, который вылился в потери для инвесторов в размере до 75%. Но даже такой вариант решения долговой проблемы не был формально признан дефолтом, несмотря на то что суверенные рейтинги Греции от всех кредитных агентств соответствовали дефолтным. Если такая застенчивость эмитента в признании своих долговых проблем была проявлена в случае явного аутсайдера еврозоны, то в процессе вынужденного сокра-

щения долгов лидерами развитого мира можно ожидать еще большего использования разного рода эвфемизмов вместо честного признания фактических дефолтов. Впрочем, для инвесторов в долговые бумаги суть проблемы не изменится — вне зависимости от названия данного процесса он будет означать потери больших объемов вложенных в долговые бумаги средств.

Высказанное мнение о растущей вероятности дефолта развитых стран по своим долговым обязательствам разделяется далеко не всеми специалистами. Большинство экспертов, напротив, считает, что, несмотря на растущие в последние годы долги, ведущие западные экономики и в первую очередь США как эмитент основной резервной валюты мира, имеют достаточно благоприятные перспективы дальнейшего наращивания и обслуживания госдолга. К числу таких экспертов относятся как теоретики, так и практики финансовой сферы. Так, А. Мовчан, управляющий партнер одной из инвестиционных компаний, заявляет: «Теория «вредности» большого внешнего и государственного долгов не имеет фактических доказательств»*, ссылаясь при этом на мнение одного из крупнейших современных экономистов П. Кругмана о том, что «чем больше государство берет в долг, тем выше могут быть расходы бюджета, тем больше ВВП (срабатывает эффект мультипликатора), тем больше налоговые поступления, тем меньше в процентном отношении к ВВП стоит обслуживание долга, тем ниже реальная стоимость долга для должника»**.

Применительно к США такая точка зрения обосновывается также и тем, что стоимость обслуживания федерального долга в настоящее время достаточно умеренна (рис. 1). В

* Как долго США будут жить в долг. Forbes.ru // <http://www.forbes.ru/mneniya-column/151713-ekonomika-ssha-vyrastet-vmeste-s-uvlicheniem-zaimstvovaniy>.

** Там же.

2012 году доля расходов на обслуживание государственно-го долга в расходах федерального бюджета США составила всего 6,2%, что соответствует минимумам послевоенной финансовой истории страны. Несмотря на угрожающий рост абсолютных объемов долга, выплаты процентов по нему достаточно стабильны, и в 2012 году были ниже уровня 2006 года, при том что объем самого долга вырос с 2006 года вдвое.



Рис. 1. Динамика расходов государственного бюджета США на обслуживание федерального долга (выплату процентов)

Источник: Table 6.1 — COMPOSITION OF OUTLAYS: 1940—2018. Office of Management and Budget. White House // <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/HISTORICALS>.

Столь благоприятная ситуация объясняется в первую очередь постоянно снижающейся доходностью по государственным долговым обязательствам США, на что и ссылаются сторонники мнения о благополучных перспективах американских государственных финансов. Так, доходность 10-летних казначейских обязательств, также приведенная на графике рисунка 1, снизилась в семь раз со своих пи-

ковых значений начала 1980-х годов и почти в три раза с уровней предкризисного 2006 года (4,8% против 1,8% в 2012 году).

В отношении же низкого уровня расходов на выплату процентов в бюджете США можно отметить, что эта величина не очень показательна, так как в эти же годы резкого снижения этого уровня (с 2009 года) американский бюджет исполнялся с очень большим дефицитом (10,1, 9,0, 8,7, 7,0% процентов соответственно начиная с 2009 года)*. В 2010 и 2011 году дефицит федерального бюджета составлял более половины его доходной части, а в худший год кризиса — 2009-й — дефицит был равен 1 413 млрд долл. при величине доходов в 2 105 млрд, то есть измерялся почти 70% доходной части. По этой причине резкого увеличения расходов американского бюджета в ходе борьбы с кризисом и произошло уменьшение относительных параметров расходов на обслуживание госдолга, хотя ключевую роль в сложившейся ситуации играют, конечно, снизившиеся процентные ставки по долговым обязательствам.

Что же касается ставок, то их снижение было обусловлено в первую очередь именно кризисом на финансовых рынках (не только событиями 2008 года, но и последующими перманентными потрясениями в ЕС), в ходе которого инвесторы уходили из рискованных активов — акций, товарных контрактов и пр. — в «безрисковые», к которым относятся, прежде всего, считающиеся наиболее надежными государственные ценные бумаги. Приток этих средств в долговые обязательства и вызвал снижение их доходности вследствие роста цены и именно этим фактором обязаны США облегчению своего долгового бремени.

* Источник: Table 1.3 — SUMMARY OF RECEIPTS, OUTLAYS, AND SURPLUSES OR DEFICITS (—) IN CURRENT DOLLARS, CONSTANT (FY 2005) DOLLARS, AND AS PERCENTAGES OF GDP: 1940—2018. Office of Management and Budget. White House // <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/HISTORICALS>.

Аналогичная ситуация в последние годы наблюдалась и с доходностью государственных облигаций других ведущих западных экономик: так, доходность германских 10-летних облигаций с 2008 по 2013 год упала с 4,6 до 1,2%, британских государственных бумаг с таким же сроком обращения — с 5,1 до 1,7%, швейцарских облигаций — с 3,3 до 0,45%. То есть парадоксальным образом кризисные явления в мировой финансовой сфере обеспечили резкое снижение ставок по государственным долговым обязательствам развитых стран вследствие их использования как активов-убежищ, что позволило этим странам нарастить свой государственный долг для борьбы с последствиями кризиса, который породили их же финансовые системы. При этом одним из основных источников финансирования этого роста стали ресурсы развивающихся стран (в том числе очень сильно пострадавших от кризиса) — за счет размещения в западных долговых бумагах государственных средств — резервов центральных банков и активов суверенных фондов. В период с первого квартала 2008 года по первый квартал 2013 года объем резервов развивающихся стран увеличился с 4,7 до 7,4 трлн долл. и их большая часть традиционно была размещена в долговые обязательства развитых стран.

Это стало вторым важным фактором как снижения доходности государственных ценных бумаг развитых стран, так и увеличения их долга. В период 2006—2012 годов происходил быстрый рост международных резервов в мировом масштабе, которые, по данным МВФ*, увеличились в 2,5 раза с первого квартала 2006 года по первый квартал 2013 года (с 4 524 до 11 089 млрд долл.). Резервы развивающихся стран за этот же период выросли с 2 425 до 7 417 млрд долл. (в 3,1

* Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) // <http://www.imf.org/External/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>.

раза). Большая часть размещенных резервов была вложена именно в американские государственные долговые бумаги — в целом по миру требования в долларах США выросли с 1 943 до 3 767 млрд долларов. Это увеличение резервов, вкладываемых в американские долговые обязательства, также способствовало росту их цен и снижению доходности, облегчая для США (так же, впрочем, как и для других ведущих западных экономик) финансирование антикризисных программ и прочих расходов.

Однако снижение доходности, отмечавшееся в последние несколько лет, не может продолжаться постоянно, хотя бы в силу наступления естественного предела в виде нулевой ставки, до которой облигациям некоторых стран осталось совсем немного (тем же швейцарским или японским, доходность которых в настоящее время колеблется около 0,5%). В связи с этим можно отметить, что в течение 2013 года доходности большинства европейских и американских облигаций росли, и в том случае, если этот рост выльется в разворот тренда с перспективами дальнейшего повышения ставок, ситуация со стабильностью государственных финансов ведущих западных экономик быстро изменится в худшую сторону. Помимо этого на положение с долгами развитых стран в настоящее время влияет ряд других факторов, оказывающих на него давление и способных нарушить баланс, пока что обеспечивающий хрупкое равновесие на рынке долговых обязательств. К числу этих факторов относится все еще тяжелая ситуация с государственными бюджетами, имеющими большие дефициты; потенциальное сокращение вложений в долговые бумаги резервов развивающимися странами; понижение суверенных рейтингов крупнейшим экономик мира; наконец, продолжение наращивания долгов, делающее их все менее надежными и привлекательными для инвесторов. Рассмотрим эти факторы подробнее.

В отношении сохранения тенденции роста государственного долга развитых стран можно отметить, что в последние годы, несмотря на попытки нормализации государственных финансовых систем, особенно в странах еврозоны, в большинстве развитых абсолютные объемы долга продолжали расти (рис. 2).

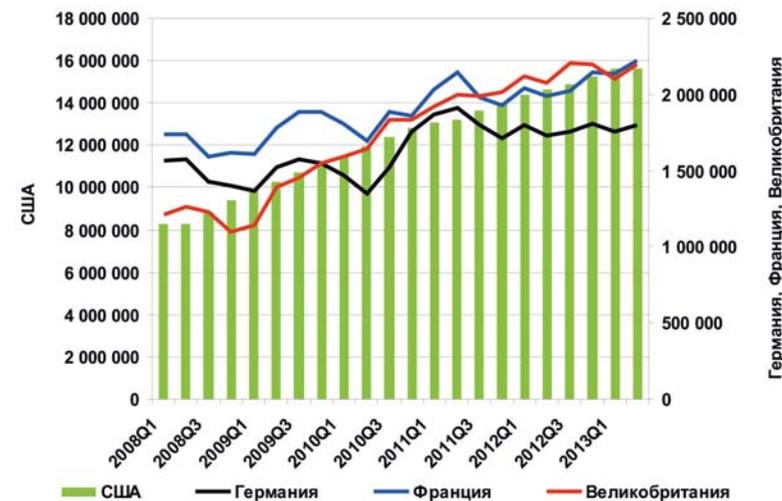


Рис. 2. Квартальная динамика долга центральных правительств США, Германии, Франции и Великобритании в 2008—2013 годах, млн долларов США

Источник: World Data Bank. Quarterly Public Sector Debt // <http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=quarterly-public-sector-debt>.

Фактически единственной крупной развитой экономикой, которой удалось сдержать рост государственной задолженности после 2011 года, является Германия, а лидером наращивания государственного долга традиционно выступают США, которые за последние пять лет увеличили объем федерального долга без малого в два раза (на 88,3%). Примерно на столько же за пятилетний период вырос госдолг Велико-

британии (81,4%), тогда как лидеры ЕС Германия и Франция обошлись небольшими приростами в 15 и 28%.

США при этом, в отличие от стран ЕС, планируют активно наращивать долг и в дальнейшем, продолжая пользоваться своим особым статусом эмитента основной мировой резервной валюты. В следующей пятилетке предполагается дальнейшее увеличение федерального долга, хотя в настоящее время Административно-бюджетное управление Белого дома прогнозирует гораздо более скромные темпы роста этого показателя — всего до 21,7 трлн долл. к 2018 году, то есть рост на 26% относительно прогнозируемого уровня 2013 года (табл. 1).

Впрочем, прогнозы Административно-бюджетного управления не всегда точны и не могут быть надежным основанием для долгосрочных оценок. Так, в прогнозе 2007 года (приложение к бюджету на 2008 финансовый год*) содержались оценки федерального долга, аналогичные приведенным в таблице 2, для 2007—2012 годов, которые очень сильно разошлись с фактическими параметрами долга, впоследствии зафиксированными в эти годы. Так, в 2012 году размер федерального долга предполагался на уровне 11,487 трлн долл., тогда как фактически он составил 16,051 трлн, то есть прогноз отстал от факта на 4,6 трлн долл., или на 40%. Но еще большее несоответствие прогнозов и фактических значений отмечается по относительным параметрам американского государственного долга. В том же прогнозе 2007 года величина федерального долга относительно ВВП в 2012 году прогнозировалась на уровне 64,6%, тогда как фактическое его значение составило 103,2%.

* THE BUDGET FOR FISCAL YEAR 2008, HISTORICAL TABLES. Table 7.1—FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940—2012. — Pp. 126—127 // www.gpo.gov/fdsys/pkg/BUDGET-2008-TAB/pdf/BUDGET-2008-TAB-9-1.pdf.

Таблица 1. Изменение параметров федерального долга США в 2005—2018 годах

	В миллионах долларов						В процентах к ВВП					
	Валовой федеральный долг	Минус: на правительственных счетах	Равно: долг у инвесторов			Валовой федеральный долг	Минус: на правительственных счетах	Равно: долг у инвесторов				
			Всего	ФРС	Другие			Всего	ФРС	Другие		
2005	7 905 300	3 313 088	4 592 212	736 360	3 855 852	63,6	26,7	36,9	5,9	31,0		
2006	8 451 350	3 622 378	4 828 972	768 924	4 060 048	64,0	27,4	36,6	5,8	30,7		
2007	8 950 744	3 915 615	5 035 129	779 632	4 255 497	64,6	28,2	36,3	5,6	30,7		
2008	9 986 082	4 183 032	5 803 050	491 127	5 311 923	69,7	29,2	40,5	3,4	37,1		
2009	11 875 851	4 331 144	7 544 707	769 160	6 775 547	85,1	31,0	54,0	5,5	48,5		
2010	13 528 807	4 509 926	9 018 882	81 669	8 207 213	94,3	31,4	62,9	5,7	57,2		
2011	14 764 222	4 636 035	1 0128 187	1 664 660	8 463 527	98,9	31,1	67,8	11,2	56,7		
2012	16 050 921	4 769 797	1 1281 124	1 645 285	9 635 839	103,2	30,7	72,6	10,6	62,0		
2013 оценка	17 249 239	4 845 689	12 403 550	N/A	N/A	106,5	29,9	76,6	N/A	N/A		
2014 оценка	18 246 850	4 950 976	13 295 874	N/A	N/A	107,3	29,1	78,2	N/A	N/A		
2015 оценка	19 147 814	5 115 616	14 032 198	N/A	N/A	106,8	28,5	78,2	N/A	N/A		
2016 оценка	20 026 592	5 312 473	14 714 119	N/A	N/A	105,8	28,1	77,7	N/A	N/A		
2017 оценка	20 876 494	5 532 975	15 343 519	N/A	N/A	104,5	27,7	76,8	N/A	N/A		
2018 оценка	21 696 130	5 742 066	15 954 064	N/A	N/A	103,2	27,3	75,9	N/A	N/A		

Источник: The White House. Office of Management and Budget. Historical Tables. Table 7.1—FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940—2018 // <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>.

Очевидно, столь существенное «непопадание» прогнозов Административно-бюджетного управления Белого дома в фактическую ситуацию может быть объяснено масштабно-стью кризиса и невозможностью его учета в планировании на долгосрочную перспективу. Но и более поздние прогнозы, сделанные уже во время кризиса, также демонстрируют гораздо более оптимистичный взгляд на долговую проблему, чем ее последующее фактическое состояние. Так, в прогнозе 2009 года соотношение долга и ВВП на 2013 год оценивалось в 99%*, тогда как в настоящее время оно приближается к 107%.

Что же касается такого фактора, как снижение суверенных кредитных рейтингов ведущим западным странам с большой задолженностью, то он уже начал действовать. С каждым годом в мире остается все меньше развитых государств, имеющих наивысшие кредитные рейтинги от всех агентств «большой тройки». В течение 2011—2013 годов максимальные рейтинги утратили США (агентство Standard&Poog's, снижение в августе 2011 г.), Франция (все три агентства начиная с января 2012 г.), Европейский Союз (агентство Standard&Poog's, снижение в декабре 2013 г.), Нидерланды (агентство Standard&Poog's, снижение в ноябре 2013 г.). Продолжается процесс снижения рейтинга Японии, который опустился до уровня AA-, то есть на три ступени ниже максимального. По версии наиболее требовательного из агентств «большой тройки» Standard&Poog's, на конец 2013 года максимальными рейтингами уровня AAA обладали только 13 государств: Австралия, Канада, Дания, Финляндия, Германия, Гонконг, Лихтенштейн, Люксембург, Норвегия, Сингапур, Швеция, Швейцария и Великобритания. Из этих тринадцати

* Federal Debt at the End of the Year: 1940-2014. Office of Management and Budget, Budget of the US Government FY 2010, Historical Tables, Table 7.1. Available at // <http://www.gpoaccess.gov/usbudget/fy10/sheets/hist07z1.xls> (last accessed May 15, 2009).

стран только Великобритания и Швейцария являются непосредственными эмитентами мировых резервных валют. Из зоны евро обладателями максимальных рейтингов остались только три страны — Германия, Люксембург и Финляндия, на которые в общей сложности приходится только 30,5% ВВП еврозоны (за 2012 год), в связи с чем нельзя говорить и о высоком рейтинге стран, стоящих за эмитентом евро — Европейским центральным банком.

Таким образом, из всех развитых стран, эмитирующих мировые резервные валюты, высшими кредитными рейтингами от всех агентств «большой тройки» пока обладают только две — Великобритания и Швейцария — в обязательства которых вложено всего 4,1% общего объема размещенных резервов мира и 2,3% от общего объема резервов. Можно, правда, отметить, что в последние годы к традиционным резервным валютам добавились канадский и австралийский доллары, но объемы вложенных в них резервов остаются низкими (95 и 99 млрд долл. соответственно), что в общей сложности меньше аналогичного показателя для фунта стерлингов. Что же касается эмитента основной резервной валюты мира — США, то их рейтинги находятся под возрастающим давлением по мере ухудшения ситуации в области государственных финансов.

Сроки негативных рейтинговых действий в отношении США со стороны агентств «большой тройки» сложно прогнозировать, хотя можно отметить, что ряд других рейтинговых агентств уже неоднократно понижали рейтинги США. Так, в октябре 2013 года китайское рейтинговое агентство Dagong в очередной раз понизило суверенный рейтинг США с А до А-, поставив американскую кредитоспособность на один уровень с Бразилией и Панамой, и ниже на одну ступень, чем кредитный рейтинг России. При этом китайские эксперты отметили «фундаментальную неспособность США

обслуживать свои чрезмерные долги». Также рейтинговое агентство отметило, что США продолжают избегать дефолта по гособлигациям только благодаря доминированию доллара как международной валюты, позволяющему монетизировать государственные долги. Кроме того, политика «количественного смягчения», которую с 2008 г. проводит Федеральная резервная система, влечет за собой обесценивание доллара и, как следствие, долговых обязательств США. Согласно оценкам Dagong, «обесценивание доллара причинило финансовый ущерб внешним кредиторам США в размере 628,5 млрд долл. за период 2008—2012 гг.»*. Американское рейтинговое агентство Eagan-Jones в сентябре 2012 года уже в третий раз опустило рейтинг США, на этот раз до уровня AA-. Правда, после этого, в январе 2013 года, Комиссия по ценным бумагам и биржам США лишила данное агентство права присваивать суверенные рейтинги американским облигациям. Выше уже упоминалось снижение суверенного рейтинга агентством S&P в 2011 году.

Таким образом, волна снижений рейтинга США уже идет и пока что надежность американских облигаций поддерживается только рейтингами двух агентств «большой тройки» — Moody's и Fitch, сохраняющих рейтинги на высшем уровне, что позволяет институциональным инвесторам по-прежнему вкладывать свою избыточную ликвидность в американские бумаги. Однако процесс этих вложений может очень быстро прекратиться по множеству поводов, в качестве которых может выступить то же снижение рейтинга (отметим, что на новости о снижении рейтингов китайским агентством 17 октября 2013 года курс доллара снижался, что демонстрирует зависимость американских финансовых инструментов и от действий других агентств, не входящих в «большую тройку»); прекращение покупки американских долгов крупными инвесторами и тем более их продажа; очередной скачок объема госдолга выше какого-либо психологически важного уровня; немотивированная биржевая паника на рынке государственных бумаг.

* Китайское рейтинговое агентство Dagong понизило суверенный рейтинг США с А до А-. Quote.rbc.ru 17.10.2013 // <http://quote.rbc.ru/news/fond/2013/10/17/34044980.html>.

ку»); прекращение покупки американских долгов крупными инвесторами и тем более их продажа; очередной скачок объема госдолга выше какого-либо психологически важного уровня; немотивированная биржевая паника на рынке государственных бумаг.

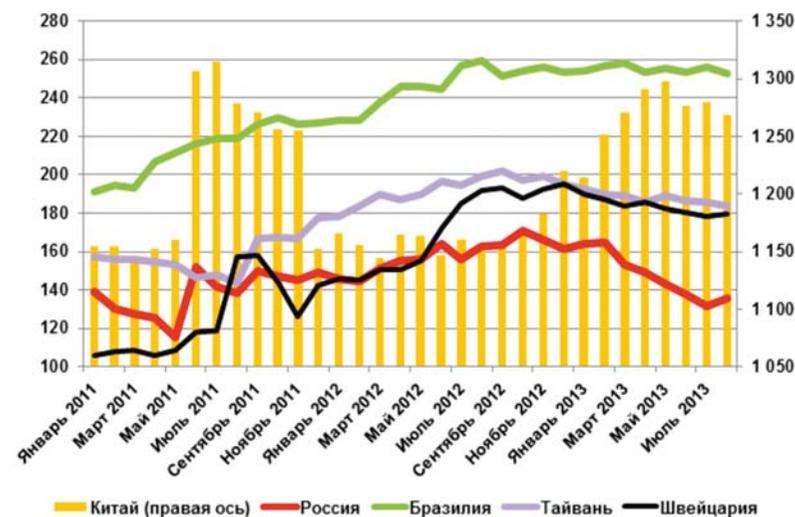


Рис. 3. Владение государственными ценными бумагами США некоторыми из ведущих держателей, млрд долл. США

Источник: Major Foreign Holders Of Treasury Securities. US Department of the Treasury. Securities (B): Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities // <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx>.

В этом контексте можно обратиться еще к одному фактору, влияющему на стабильность американской долговой сферы, — вложениям в казначейские обязательства иностранных государств. В 2012—2013 гг. ряд крупных иностранных инвесторов прекратили наращивать свои вложения в американские долговые бумаги. Так, по данным Казначейства США, объем американских государственных ценных бумаг у Китая начал уменьшаться с мая 2013 года, у России — с октября 2012 года, у Бразилии — с августа 2012 года, у Тайваня — с

сентября 2012 года (рис. 3). В стороне от процесса сокращения своих резервов в американских долговых обязательствах не остались и развитые страны. Так, Швейцария сокращает их объем с декабря 2012 года.

Тенденция сокращения вложений в американские бумаги ведущими иностранными держателями отразилась и на общем объеме этих инструментов, находящихся во владении у иностранных инвесторов, — с марта 2013 года, когда был достигнут пиковый уровень в 5 721 млрд долл., он уменьшился к августу до 5 588 млрд, на 2,3%. При кажущейся незначительности этой величины сам ее факт уже важен как симптом перемены отношения к американским бумагам и дальнейший выход иностранных держателей из американских облигаций может привести к достаточно серьезным негативным последствиям. Продажа или даже просто отсутствие новых покупателей в требуемых количествах означает повышение стоимости обслуживания долга США (рост процентных ставок по государственным облигациям), а также снижение курса доллара. Эмпирическая взаимосвязь между данными тремя показателями существует (рис. 4) — в периоды роста иностранных вложений в казначейские обязательства рос и общий спрос на такие активы, что приводило к снижению ставок по ним и вносило свой вклад в укрепление американской валюты. В последние месяцы на фоне сокращения спроса со стороны иностранных держателей ставки растут, а курс доллара плавно снижается.

Эти явления происходят на фоне очень незначительного снижения интереса иностранных держателей к казначейским обязательствам, поэтому в случае существенного уменьшения ими объемов инвестиций в эти ценные бумаги последствия для США, очевидно, будут крайне неблагоприятны — существенно повысятся ставки по новым займам, что ускорит прирост долга и осложнит бюджетный процесс,

который и без того испытывает трудности. В совокупности с высоким уровнем долга относительно ВВП это может отпугнуть инвесторов от новых вложений в казначейские обязательства, спровоцировать их массовые распродажи и вызвать обвал цен, который, в свою очередь, приведет к падению курса доллара, что вызовет новые потери инвесторов уже по линии курсовой разницы и новый виток сброса американских долгов.

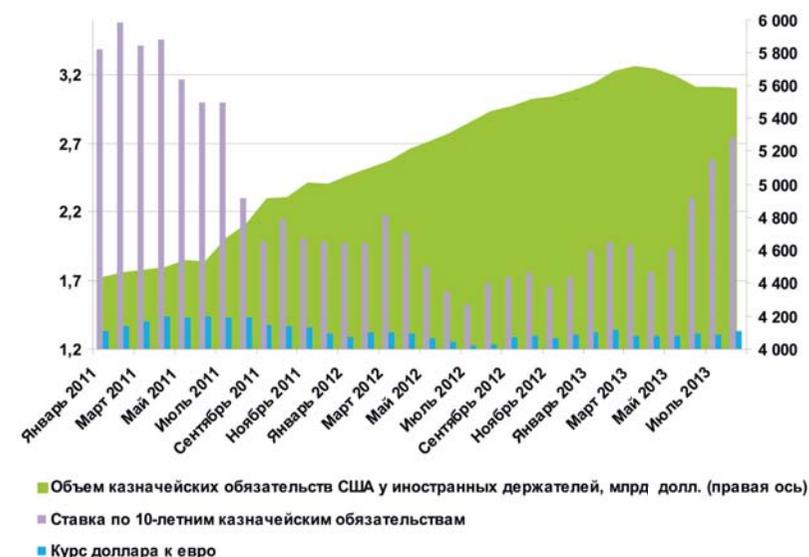


Рис. 4. Сравнительная динамика объемов американских долговых обязательств у иностранных держателей, процентной ставки по этим обязательствам и курса доллара к евро

Источник: рассчитано по данным US Department of the Treasury, Board of Governors of the Federal Reserve System и OANDA Corporation.

Даже при умеренном сценарии роста доходности американских облигаций на фоне прогнозируемого Белым домом увеличения федерального долга США уже через два-три года может произойти резкий рост стоимости его обслужива-

ния с соответствующими последствиями для бюджета. Так, если средняя доходность долговых обязательств вернется не к пиковым, а хотя бы к средним для 2000-х годов уровням примерно к 4—5% годовых, то при прогнозируемом Административно-бюджетным управлением Белого дома объеме долга в 20 трлн долл. в 2016 году этот будет означать рост расходов по обслуживанию долга до примерно 600—800 млрд долл. с текущих уровней в 220—250 млрд. Сегодня при планирующихся Управлением параметрах расходов бюджета и ВВП на тот же 2016 год (4 090 и 18 934 млрд долл. соответственно) такие выплаты процентов будут соответствовать до 20% расходов федерального бюджета и 4,2% ВВП. До этого в послевоенной истории США максимальные значения этих соотношений составляли 3,3% ВВП в 1991 году и 15,4% бюджетных расходов в 1996 году. Но в те годы относительный объем федерального долга измерялся лишь 61 и 67% относительно ВВП соответственно — очень далеко от исторических максимумов и текущих уровней, поэтому на тот момент угрозы стабильности не были столь значительны. В условиях же 2015—2016 годов, когда соотношение американского госдолга и ВВП приблизится к 120%, а доверие инвесторов будет подорвано, такие экстремальные показатели состояния государственных финансов США будут крайне негативным фактором стабильности не только для американской экономики, но и для мировой финансовой системы в целом.

В отношении возможности дефолта США (формального или неформального) экспертами традиционно высказываются сомнения, основывающиеся на том допущении, что эмитент основной резервной валюты мира не может позволить себе такого развития событий, угрожающего его статусу и многочисленным бенефициарам, базирующимся на этом статусе. Однако прецеденты частичного отказа США как государства от своих финансовых обязательств были неоднократ-

ными. Так, Э. Найман* выделяет четыре «дефолта» США: дефолт 1838 года по муниципальным облигациям восьми южных штатов США (Арканзас, Индиана, Иллинойс, Луизиана, Мэриленд, Мичиган, Миссисипи и Пенсильвания); события 1893—1995 гг., когда бюджетный дефицит достиг огромной по тем временам величины в 60 млн долл. и дефолта удалось избежать лишь путем размещения за рубежом облигаций на очень обременительных условиях; события августа 1933 года, когда Рузвельтом было уменьшено золотое содержание доллара США: цена золота, привязанная к доллару, была поднята с 20,67 доллара за тройскую унцию до 35 долларов, что означало девальвацию доллара более чем на 69% (также во время тех событий фактически была аннулирована статья о выплате золота по общественным и частным контрактам на сумму более 100 млрд долл., сумма потерь по девальвированным таким образом долларам составила около 60 млрд долл. (в текущих ценах более 800 млрд долл.) вместо 4,84 млрд унций золота (150 тыс. тонн), если бы весь долг был предъявлен к конвертации в золото, инвесторам «предложили» 2,86 млрд унций (90 тыс. тонн); т.н. «дефолт Никсона», то есть отказ США от золотого обеспечения доллара 15 августа 1971 года.

В контексте постоянных прений о потолке государственного долга США, ведущихся в последние несколько лет между республиканской и демократической партиями, и о вызываемой этими прениями угрозе так называемого «технического» дефолта, можно отметить, что пример такого рода дефолта также был в относительно недавней истории. В 1979 году был допущен дефолт по небольшому объему казначейских векселей из-за лимита госдолга, который не был поднят вовремя, в результате чего Казначейство пропустило платежи по векселям, которые должны были проводиться

* Эрик Найман. История рынков: возможен ли пятый дефолт США?

26 апреля, 3 и 10 мая. Впоследствии эти обязательства были погашены, а также покрыты дополнительные расходы за задержку выплат. Результатом этого дефолта стал небольшой рост доходности казначейских обязательств.

Таким образом, прецеденты различного рода невыполнения долговых обязательств в истории США были неоднократно, в том числе в относительно недавнем прошлом, что снимает вопрос о принципиальной невозможности повторения такой ситуации в будущем. При этом можно также отметить, что в 1970-е годы размер американского долга в относительном выражении был значительно ниже современного уровня (в 1971 году он составлял лишь 37,8% ВВП, в 1979-м — 33,2%), а расходы на обслуживание относительно общей величины бюджетных расходов также находились на достаточно низких уровнях — 7,1 и 8,5% соответственно. При текущих же параметрах состояния государственных финансов США и при весьма вероятном ухудшении ситуации в бюджетной сфере в случае роста доходности новых эмиссий казначейских обязательств неисполнение обязательств в той или иной форме является скорее вопросом времени.

Несмотря на то что серьезных фактических дефолтов США как суверенный эмитент все же не допускали, в этой стране имеются прецеденты банкротств или дефолтов как на корпоративном, так и на муниципальном уровне, которые демонстрируют примеры схем, которые теоретически могут быть использованы и на федеральном уровне. Например, крупнейшее банкротство промышленной компании в мире — General Motors — в июне-июле 2009 года было проведено в стиле полукриминальных схем приватизации начала 1990-х в странах СНГ. Пользуясь юридическими уловками, компания General Motors Corporation была разделена еще до банкротства на две компании, на одну из которых были повешены долги и убытки (позже эта старая GM была пере-

именована в Motors Liquidation Company), а новая, поменяв приставку в своем названии (теперь она называется General Motors Company), получила активы, очищенные от долгов, и правительственную помощь в размере 45 млрд долларов. На момент официального объявления о банкротстве 1 июня 2009 года General Motors у компании на 82 млрд долл. активов приходилось 173 млрд долгов. При таком соотношении активов и долгов потери кредиторов и инвесторов в долговые бумаги GM очевидны.

Другим примером банкротства муниципального уровня (и также крупнейшего в мире) является ситуация с городом Детройтом, который в июле 2013 года начал данную процедуру с целью защиты от кредиторов, оплачивать долги которым город не в состоянии, имея многомиллионный дефицит бюджета и долг около 18 млрд долларов. В результате в июне 2013 года была допущена первая невыплата по долговым обязательствам на сумму около 40 млн долл., после чего последовало обращение города в суд с иском о признании банкротства. Решение долговой проблемы в данном случае планируется столь же простое — реструктуризация долгов в пользу эмитента и оставление интересов кредиторов без удовлетворения. Агентство Moody's, комментируя представленный Детройтом план реструктуризации, отметило: «Согласно представленному плану незащищенные кредиторы города могут понести очень серьезные потери по облигациям. Учитывая плачевную экономическую обстановку в городе, а также сложную структуру различных долговых обязательств Детройта, перспективы возмещения большей части долговых обязательств выглядят довольно сомнительными»*.

Два представленных примера иллюстрируют то, каким образом США могут решить проблему избыточного долгового

* Банкротство Детройта — опасный прецедент для США. Вести Экономика // <http://www.vestifinance.ru/articles/28847>.

бремени, хотя совокупные долги General Motors и Детройта в 190 млрд долл. представляют лишь крошечную часть общей задолженности американского государственного и корпоративного секторов, которую затруднительно оценить в полной мере. По данным ФРС* общий объем долговых обязательств всех секторов американской экономики только в инструментах денежного рынка составляет 57,5 трлн долл. по итогам второго квартала 2013 года. В то же время оценки, дающиеся некоторыми американскими экономистами, выводят далеко за эти рамки только объемы совокупного государственного долга с учетом государственных гарантий, долгов государственных организаций, а также долгов штатов и муниципалитетов. Так, Дж. Хамилтон, профессор Калифорнийского университета, заявляет о том, что величина государственного долга США с учетом забалансовых обязательств составляет 70 трлн долл., а Д. Уолкер, бывший глава Счетной палаты США (Government Accountability Office) приводил сходные оценки в 2012 году, отмечая обязательства по социальным, медицинским и пенсионным программам, не учитываемые в традиционной долговой статистике**.

Быстрый рост государственного долга США в последние годы под влиянием программ стимулирования экономики и происходящее на этой основе разбалансирование системы государственных финансов в целом привели к тому, что в настоящее время те или иные формы невыполнения долговых обязательств рассматриваются не только популистскими обозревателями, но и серьезными экспертами. В качестве иллюстрации к этой набирающей силу тенденции можно привести несколько примеров. В ноябре 2013 года Питер Шифф, глава

* Credit Market Debt Outstanding 1. Billions of dollars; amounts outstanding end of period, not seasonally adjusted. Federal Reserve Statistical Release // <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/accessible/11.htm>.

** California economist says real US debt \$70 trillion. August 15, 2013. FoxNews.com // <http://www.foxnews.com/politics/2013/08/15/california-economist-says-real-us-debt-70-trillion-not-16-trillion-government>.

Euro Pacific Capital, комментируя свои ожидания по росту цены золота, заявил, что к 2017 году США объявят дефолт, а доллар будет смыт гиперинфляционной волной, добавив: «США объявят дефолт в тот момент, когда Китай откажется одалживать им деньги и дальше, а также потребует вернуть причитающееся*». В октябрьском прогнозе Saxo Bank на четвертый квартал 2013 года отмечается, что уже в 2014 году возникнет «риск утраты кредитоспособности ФРС» и вероятность разрешения накопившихся долговых проблем путем «списания долговых обязательств между казначействами и Центробанками**». Наконец, возможность американского дефолта всерьез рассматривают даже ведущие центральные банки, которые во время ежегодного собрания МВФ в октябре 2013 года (перед очередным межпартийным тупиком в США по поводу потолка госдолга) начали разрабатывать планы действий по поддержанию финансовых рынков в стабильном состоянии в случае дефолта США, о чем сообщило агентство Bloomberg со ссылкой на неназванные источники. Агентство отметило, что сценарий действий властей будет таким же, как после банкротства банка Lehman Brothers в 2008 году — предоставление больших объемов ликвидности, расширение списка активов, принимаемых в качестве залога, увеличение объема долларовых свопов***.

Таким образом, в настоящее время уже формируется готовность профессионального сообщества участников финансового рынка к негативному развитию событий вокруг долговой проблемы США. В связи с процитированным высказыванием Питера Шиффа (известного также тем, что в 2006

* Когда Барак Обама покинет Белый дом, США объявят дефолт // <http://www.newsfiber.com/p/s/h?v=EoQewiben5DA%3D+UKTq3OfniLA%3D>.

** Прогноз Saxo Bank на 4-й квартал 2013 года: мировой экономике суждено замедлить рост. 22.10.2013 15:04 // <http://bankir.ru/novosti/s/prognoz-saxo-bank-na-4-kvartal-2013-goda-mirovoi-ekonomike-suzhdeno-zamedlit-rost-10057864/#ixzz2k3RK8yjF>.

*** СМИ узнали о подготовке центробанков к дефолту США. Lenta.ru. 15 октября 2013 // <http://lenta.ru/news/2013/10/15/usdefault>.

году он предсказал крах американского ипотечного рынка и глобальный кризис) о том, что американский дефолт будет обусловлен отказом Китая от покупки казначейских обязательств, уместно вновь обратиться к вышеприведенным данным рисунков 3 и 4 и еще раз отметить, что ведущие иностранные держатели американского долга, включая Китай, уже прекратили увеличивать вложения в соответствующие инструменты.

Также необходимо отметить, что американская долговая проблема достаточно типична для большинства развитых государств — эмитентов резервных валют. Так, в Великобритании государственный долг в 2013—2014 бюджетном году достигнет 95% ВВП, дефицит бюджета — 6,8%, а доля расходов на обслуживание госдолга (51 млрд фунтов) — 7,1% бюджетных расходов*. Несколько лучшие показатели пока у европейских стран, но и у них (по данным Eurostat) сохраняются тенденции ухудшения относительных параметров государственного долга: во Франции он вырос по итогам 2012 года до 90,2% ВВП, в Италии — до 127%, в Германии — до 81%, в Испании — до 86%, в Нидерландах — до 76%.

Разрешение долговой проблемы возможно в рамках различных сценариев, большинство которых, конечно, не будут предполагать формальное объявление дефолтов, но фактические потери инвесторов и последствия для мировой экономики будут при этом сопоставимы с таким крайним вариантом. К числу других наиболее неблагоприятных из возможных сценариев можно отнести следующие:

- частичный дефолт по долговым обязательствам развитых стран по достижении объемов их долгов величин, заведомо исключающих возможность их обслуживания «естественным путем». Формы этого дефолта могут быть различ-

* Budget 2013. HM Treasury. March 2013. Copy of the Budget Report — March 2013 as laid before the House of Commons by the Chancellor of the Exchequer when opening the Budget. Greg Clark. Her Majesty's Treasury. 20 March 2013.

ны, включая упомянутую Saxo Bank возможность взаимного списания обязательств центральными банками и правительствами;

- реструктуризация долгов, направленная на списание значительной их части (либо для всех, либо для определенных категорий держателей);

- решение долговой проблемы путем высокой инфляции, обесценивающей долги, либо резкого снижения курсов валют, в которых эти долги деноминированы, — в обоих случаях произойдет существенное уменьшение реальной стоимости сумм к оплате.

Кстати, последний метод облегчения долгового бремени уже в настоящее время фактически применяется Японией, так как в ходе начавшейся недавно программы массовой монетарной поддержки экономики курс иены сильно и быстро ослаб, что помимо прочего привело и к существенному уменьшению долларового объема государственного долга (рис. 5). Всего за один год, с третьего квартала 2012 года, когда начал резко снижаться курс иены, объем долга в долларовом выражении уменьшился почти на 2,3 трлн долл., или более чем на 19%, несмотря на то что все это время долг продолжал расти (в иенах его объем увеличился на 2,6%). Целью японских властей при этом было не облегчение долгового бремени, а стимулирование экономики, и особенно экспорта, путем снижения курса иены и, как следствие, цен на японские товары на зарубежных рынках. Но данный пример весьма показателен в плане потенциала влияния курсовой политики на национальную задолженность, и можно прогнозировать, что такой сценарий также рассматривается в тех странах, где проблема обслуживания государственного долга стоит особенно остро. А о влиянии такого метода решения долговой проблемы на интересы держателей долговых обязательств можно также судить по японскому приме-

ру — обесценение бумаг, деноминированных в иенах, за год составило примерно 20%, и на столько же упала рыночная стоимость резервов, хранящихся в этих бумагах (в том числе и в резервах Национального банка РК, которых по состоянию на 31 декабря 2012 года в активах НБ было на общую сумму 193,1 млрд тенге, или 8,9% портфеля государственных облигаций)*.

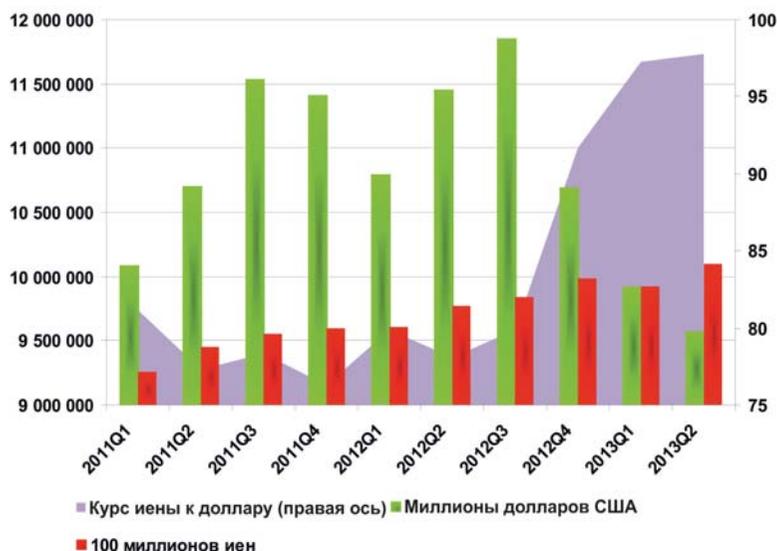


Рис. 5. Сравнительная динамика долларовых и иеновых объемов государственного долга Японии в сопоставлении курса иены относительно доллара США

Источник: рассчитано по данным Всемирного Банка (World Data Bank. Quarterly Public Sector Debt // <http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=quarterly-public-sector-debt>) и Министерства финансов Японии (Central Government Debt. Ministry of Finance Japan // <http://www.mof.go.jp/english/jgbs/reference/gbb/e2303.html>).

Если же рассматривать влияние курсовой политики на облегчение долгового бремени на длительных временных

* Национальный банк Республики Казахстан. Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2012 года. — С. 42 // http://www.nationalbank.kz/cont/publish631534_10442.pdf.

горизонтах, то в данном случае уместно вспомнить инфляционное обесценение долгов европейских стран в 1950—1970-е годы. Так, долг Великобритании в относительном выражении упал в этот период более чем в пять раз (с 237% относительно ВВП в 1947 году до 45% в 1975 году) на фоне снижения курса британской валюты относительно доллара США примерно в 2,6 раза, и данная закономерность между параметрами долга и курсом фунта стерлингов наблюдалась и в другие периоды (рис. 6).

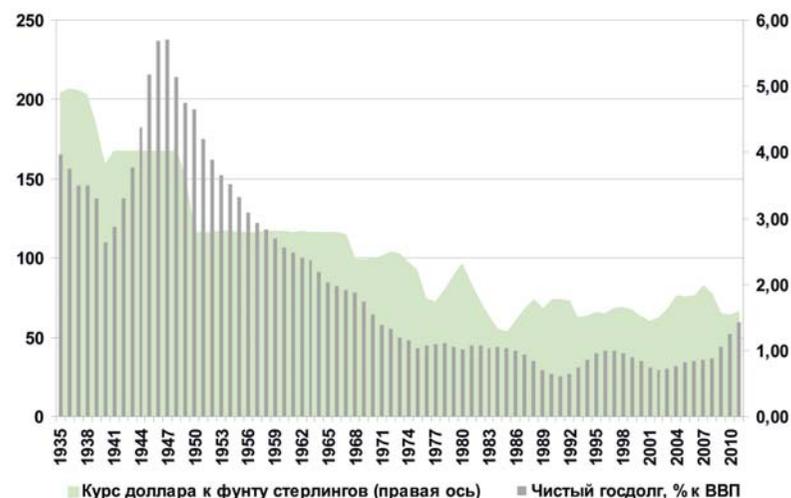


Рис. 6. Сравнительная динамика относительного размера государственного долга Великобритании и курса фунта стерлингов

Источники: Sally Hills, Ryland Thomas and Nicholas Dimsdale. The UK recession in context — what do three centuries of data tell us? Three centuries of data — Bank of England; UK Total Government Debt. Current — Historical — As Percent GDP // http://www.ukpublicspending.co.uk/uk_national_debt.

Девальвационный или инфляционный сценарий уменьшения долговой нагрузки представляется одним из наиболее вероятных, так как он позволяет обойтись без дефолта и со-

хранить формально незапятнанный «эмиссионный бренд» суверенного заемщика. Однако этот сценарий имеет ряд ограничений, особенно для главного эмитента долгов мира — США. Девальвационный сценарий эффективно работает на небольших отрезках времени, поскольку на более длительных горизонтах страны-партнеры начинают проводить ответные девальвации своих валют (что приводит к так называемым «валютным войнам», дискуссии о которых в последнее время активизировались) и эффект смазывается. Другим вариантом такого сценария является радикальное снижение курса национальной валюты, подобное тому, которое пережил британский фунт, но в данном случае также увеличиваются и издержки — ухудшаются многие макроэкономические показатели и платежеспособность населения, а кроме того, столь резкое падение валюты может навсегда сместить ее с пьедестала ведущего мирового резервного актива.

Поэтому, на наш взгляд, радикальное решение долговой проблемы будет находиться в другой плоскости, в рамках сценария, предполагающего реструктуризацию, и списания части долга, хотя вполне вероятен и комбинированный сценарий, при котором эти меры будут сопровождаться также и девальвациями. Наиболее вероятным выбором держателей долговых обязательств, которых эмитенты определяют в качестве пострадавших при реструктуризации, представляется категория государственных же кредиторов, так как в данном варианте государство, выступающее в качестве как эмитента, так и покупателя фактически может провести взаимозачет. Этот вариант предпочтителен как наименее вредящий имиджу эмитента и его будущей кредитоспособности, хотя также несет и риски для внутренней стабильности как экономики в целом, так и системы государственных финансов, которая в некоторой части окажется обескровленной в результате таких списаний. Другой категорией наиболее вероятных кан-

дидатов на реструктуризацию вложений являются частные инвесторы разного рода, как не имеющие сильных лоббистских возможностей противостоять потере своих инвестиций или других рычагов давления на эмитента, включая политические (в отличие от центральных банков и суверенных фондов иностранных государств, например).

Резюмируя вышеизложенное, можно сделать предположение, что наиболее вероятным сценарием облегчения долгового бремени со стороны суверенных эмитентов будет комбинированный вариант, включающий реструктуризацию долга части инвесторов (наиболее вероятными категориями которых будут центральные банки страны-эмитента, а также мелкие негосударственные инвесторы), сопровождающуюся девальвацией валюты, в которой деноминирован долг.

4.2. Основные последствия и проявления кризиса: рынки, макроэкономика

Рассматривая возможные последствия нового кризиса, следует учитывать несколько важных аспектов. Во-первых, как отмечалось выше, новый кризис может отличаться двухфазным течением — в первой фазе кризис будет проявляться в основном в падении котировок финансовых рынков, а вторая фаза будет характеризоваться преимущественно проблемами с государственными финансами развитых стран. Поэтому обзор возможных последствий кризиса можно также разделить на две группы, объединяющие проявления каждой из этих фаз.

Для первой фазы кризиса, в ходе которой события будут разворачиваться преимущественно на организованных финансовых рынках с последующим их влиянием на макроэкономическую динамику, будут характерны, прежде всего,

падение котировок на большинстве сегментов глобальных рынков, а также ухудшение (с определенным лагом) ведущих макроэкономических показателей. Для оценки масштабов данных явлений можно воспользоваться аналогией с предыдущим кризисом 2007—2009 годов, в ходе которого масштабные потери, исчисляющиеся в совокупности десятками триллионов долларов, были отмечены как на финансовых рынках, так и в макроэкономической сфере (табл. 2).

Таблица 2. Глобальные потери от кризиса 2007—2009 годов в 2009 году, млрд долл. США, если не указано иное

	2007	2008	2009	Разница (по максимуму)
Мировой ВВП	55 906	61 378	58 132	-3 246
Чистый приток прямых иностранных инвестиций	2 472	2 199,5	1 163	-1 309
Международные резервы	6 704	7 498 (3 кв.)	7 162 (1 кв.)	-336
Объем мирового экспорта товаров	14 001	16 117	12 490	-3 627
Объем мирового импорта товаров	14 297	16 513	12 682	-3 831
Капитализация фондовых рынков мира	64 472	34 872	47 381	-29 600
Объем IPO	299	83	115	-216
Выпуск государственных долговых ценных бумаг, трлн долл. США	30	32	37	7
Выпуск корпоративных облигаций, трлн долл. США	49	49	53	4

Источник: рассчитано по данным Всемирного Банка, Международного валютного фонда, Всемирной торговой организации, McKinsey Global Institute.

Наиболее масштабные потери в ходе прошлого кризиса закономерно понес финансовый сектор, переживший почти двукратное снижение капитализации глобального фондового рынка, сворачивание объемов первичных размещений акций

в 3,6 раза, более чем двукратное падение цен на основные биржевые товары в острой фазе кризиса в 2008 году и пр. Снижение макроэкономических показателей на глобальном уровне также было очень велико и оно не исчерпывается сокращением номинального ВВП на 5,3% (сокращение мирового ВВП в реальном выражении составило 2,1%). Резко уменьшились международные инвестиционные потоки — чистый приток прямых иностранных инвестиций в 2009 году был на 53% ниже уровня 2007 года, пострадала торговля — сокращение мирового экспорта составило 22,5%, импорта — 23,2%. Серьезные проблемы, как известно, возникли на волне кризиса в сфере государственных финансов — пострадали не только параметры государственного долга, но и государственных бюджетов (средняя по миру величина дефицита выросла в 2009 году до 6,9% ВВП с 2,5% в 2008 г.), также во время острой фазы кризиса во втором полугодии 2008 года заметно уменьшились золотовалютные резервы — в мировом масштабе их снижение составило 4,5%.

Проводя аналогии с прошлым кризисом, можно примерно оценить и возможные масштабы потерь в случае возникновения его аналога, отталкиваясь от тех параметров, которых достигнут рынки и макроэкономические показатели к моменту начала первой фазы нового кризиса. Очевидно, что в абсолютном выражении эти масштабы будут большими за счет произошедших за последние несколько лет инфляционных процессов и девальвации доллара, в котором принято исчислять мировые макроэкономические показатели. Например, объем мирового ВВП в 2014 году ожидается, по оценкам МВФ, на уровне 77,8 трлн долл. против 61,4 трлн в 2008 году (больше на 26,7%). Соответственно, даже при несколько меньшем его снижении в процентном выражении в первой фазе нового кризиса абсолютная величина снижения, по всей вероятности, превзойдет то, которое было отмечено в 2009

году (на 3,2 трлн). Это же относится и к другим абсолютным параметрам развития мировой экономики — объемам торговли, инвестиций, резервов и пр.

Если же рассматривать не номинальные, а реальные темпы потенциального снижения данных параметров, то они будут не столь существенны, как в 2008—2009 годах, поскольку база снижения также будет не так высока. Если в предкризисном 2007 году темпы роста мирового ВВП составляли 5,3% (в 2006-м — 5,2, в 2005-м — 4,7%), что свидетельствовало об определенном перегреве мировой экономики и ее готовности к коррекции, то в 2013 году этот показатель ожидается на уровне 2,9%, в 2014 году — 3,6%. Соответственно, и падение при вялой динамике также можно прогнозировать на меньшую величину — порядка 3—4 процентных пункта в ходе первой фазы кризиса, а не 5,7%, как это было за два года прошлого кризиса (до 0,4% в 2009 году).

Прогнозирование менее сильного снижения мирового ВВП обусловлено и тем, что в ходе будущего кризиса его проявления не будут столь разрушительны (в ходе первой фазы) на финансовых рынках по сравнению с событиями 2008 года. Это предположение, в свою очередь, основывается на нескольких предпосылках. Во-первых, в ходе посткризисного регулирования финансовой сферы, несмотря на отсутствие системных и радикальных мер, все же принимаются определенные шаги по ограничению спекулятивной активности финансовых институтов (внедрение стандартов «Базель-3», попытки частично разграничить банковскую и инвестиционную деятельность в Великобритании Биллем о банковской реформе и в США «Правилom Волкера»). Эти меры в некоторой степени ограничивают объемы спекулятивной ликвидности на финансовых рынках и сдерживают рост и размеры новых пузырей. Во-вторых, рост рынков и формирование на них пузырей в настоящее время не столь

интенсивны, как в середине 2000-х годов накануне предыдущего кризиса, а сами пузыри надуваются не «по всему фронту» рынков, а лишь на отдельных их секторах (преимущественно на фондовых биржах развитых стран). В-третьих, относительные размеры этих пузырей по своим масштабам несколько меньше тех, которые создали предпосылки прошлого кризиса. Несмотря на то что фондовые индексы развитых рынков большую часть 2013 года провели в покорении новых исторических максимумов, более агрегированные и репрезентативные показатели, такие как относительный объем рыночной капитализации, пока что находятся относительно невысоко, так же как не наблюдается и взрывного роста относительного объема банковских кредитов в посткризисный период (рис. 7).

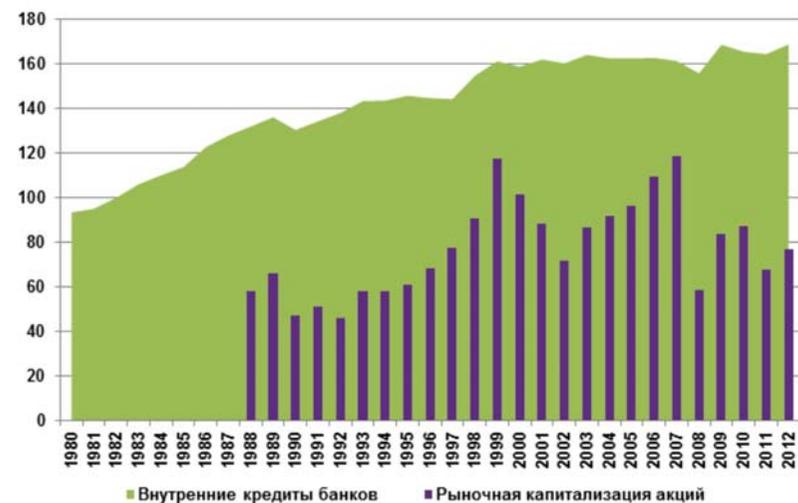


Рис. 7. Банковские кредиты и рыночная капитализация акций, в % к мировому ВВП

Источник: Domestic credit provided by banking sector (% of GDP); Market capitalization of listed companies (% of GDP). The World bank data. Financial Sector // <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector?display=graph>.

Все эти факторы позволяют предположить, что биржевые крахи, с которых может начаться новый кризис, окажут не столь разрушительное воздействие на финансовый сектор, поскольку в настоящее время в них вовлечены менее значительные объемы финансовых ресурсов, потеря которых в ходе падения рынков является причиной проблем в банковском секторе и порождает дальнейшую цепочку кризисных явлений.

Однако даже менее масштабное по сравнению с 2008 годом падение перегретых фондовых рынков может быть достаточным для того, чтобы запустить тот же кризисный алгоритм: падение рынков — проблемы у банков — проблемы в реальном секторе — проблемы с государственными финансами. В 2008 году падение развитых фондовых рынков примерно в два раза (на 50—60% по индексам DJIA, FTSE, DJ Eurostoxx 50) привело к череде банкротств крупнейших финансовых институтов мира, в том числе к фактическому исчезновению инвестиционных банков как класса. Поэтому, если в этот раз падение фондовых рынков после схлопывания пузырей будет измеряться меньшими величинами — порядка 30% — то даже этого может оказаться достаточно для возникновения новых серьезных проблем в банковском секторе и потребует нового вмешательства государств для спасения этого системообразующего сектора современной экономики.

О том, что такая помощь в случае возникновения новых потрясений на финансовых рынках будет востребована, можно судить по динамике доли неработающих банковских кредитов в развитых западных экономиках (рис. 8).

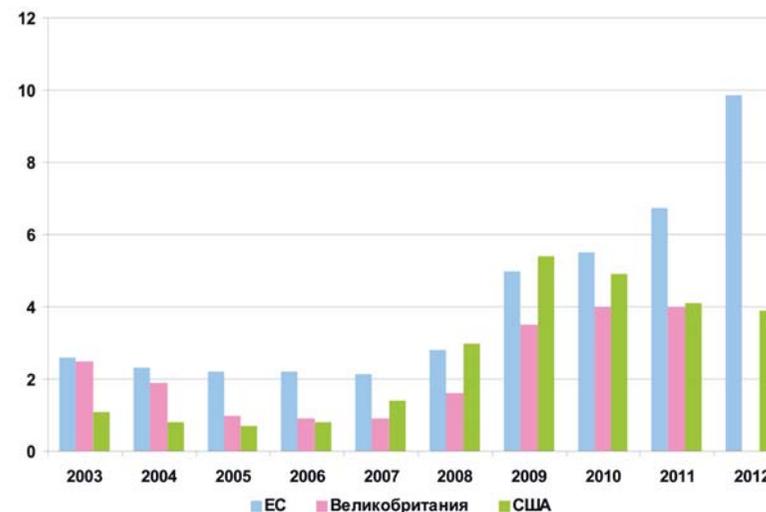


Рис. 8. Динамика доли неработающих кредитов в общем объеме банковских кредитов ЕС, Великобритании и США за последние десять лет

Источник: Bank nonperforming loans to total gross loans (%). The World bank data. Financial Sector // <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector?display=graph>.

В ходе кризиса, а также проявления его последствий этот показатель вырос очень существенно. В США доля неработающих кредитов увеличилась с 0,8% в 2006 году до 5,4% в 2009-м (в 7 раз), в ЕС — с 2,2% в 2007 году до 9,85% в 2012-м (в 4,5 раза), в Великобритании — 0,9% в 2007 году до 4% в 2010-м (в 4,4 раза). При этом необходимо учитывать, что это повышение происходило на фоне огромных объемов помощи, оказанной государством как финансовому, так и реальному секторам данных экономик, без которых проблематичность кредитных портфелей была бы значительно большей. Однако и имеющиеся проблемы уже достаточны для того, чтобы расценивать ситуацию в банковской сфере как напряженную, а в случае с ЕС — близкую к критической. Это зна-

чит, что в случае возникновения нового кризиса на рынках банки начнут испытывать серьезные проблемы даже на фоне значительно меньших его масштабов, поскольку их балансы и так обременены плохими кредитами и имеют значительно меньший запас прочности, чем в 2007 году.

Между тем масштабы сегодняшних кредитных активов европейских и американских банков таковы, что помощь, которая им потребуется для нейтрализации шоков, исходящих с падающих финансовых рынков, будет измеряться очень существенными величинами. По итогам первого квартала 2013 года объем выданных банками кредитов, по данным BIS, составлял в Великобритании — 1 630,3 млрд фунтов, в США — 7 980 млрд долл., в странах еврозоны — 9 905 млрд евро*. То есть в общей сложности банки этих экономик в настоящее время выдали кредиты на общую сумму около 24 трлн долл., из которых порядка 1,7 трлн уже являются неработающими и в случае возникновения нового кризиса эта величина может увеличиться еще примерно втрое даже при меньших его масштабах, то есть приблизительно до 5,5 трлн долларов. Очевидно, что уже имеющиеся проблемы в банковском секторе и реальные перспективы их ухудшения вынудят государственные органы к реализации новых программ спасения финансового сектора, что и породит ключевую проблему будущего кризиса.

Этой ключевой проблемой первой фазы кризиса является не глубина падения финансовых рынков или обусловленные этим падением потери финансового сектора, и даже не последствия для реального сектора и макроэкономических показателей. Главной опасностью станет новое ухудшение государственных финансов развитых стран вследствие реализации очередных программ помощи финансовому сектору,

* Источник: Long series on credit to private non-financial sectors. Bank for International Settlements // <http://www.bis.org/statistics/credtopriv.htm>.

которое, на наш взгляд, будет иметь критические последствия и вызовет вторую фазу кризиса, значительно более разрушительную, чем первая. Оценивая потенциал ухудшения государственных финансов, можно также воспользоваться аналогией с прошлым кризисом на примере США как системообразующей экономики в рамках современной финансовой архитектуры.

В ходе борьбы с прошлым кризисом относительные параметры федеральной части государственного долга США всего за три года увеличились на 30 процентных пунктов (или почти на 50%) — с 64% относительно ВВП в 2007 году, на которых этот показатель находился в относительной стабильности в предыдущие годы, до 94% по итогам 2010 года с дальнейшим ростом. В абсолютном выражении этот рост с 2007 по 2010 год составил более 4,6 трлн долларов. В том случае, если новый кризис финансового сектора потребует хотя бы половины того прироста долга, который был в 2008—2010 годах, это будет означать стремительный рост относительной величины федерального долга до уровней порядка 150% ВВП — беспрецедентных в американской истории и превышающих даже рекордные уровни, достигнутые в ходе Второй мировой войны.

На наш взгляд, после достижения государственным долгом США и других развитых стран уровней такого порядка (для ЕС этот показатель может достигнуть примерно 120—130% ВВП, для Японии — 300%) кризис получит новое развитие вследствие обрушения уже рынков государственных облигаций, а вслед за ними — и других секторов, а также валют стран, эмитирующих эти облигации. На этой, второй фазе кризиса можно ожидать окончательного установления новых ценовых уровней для большинства рыночных активов — от акций до товарных контрактов, которые, в отличие от прошлого кризиса, больше не смогут подняться так же

быстро и останутся на этих новых значениях на длительное время, формируя тем самым и новые реалии посткризисного мира.

В связи с этим прогнозом высокую актуальность представляет вопрос о том, каковы будут масштабы падения финансовых рынков и на каких уровнях останутся котировки ключевых активов после завершения периода высокой турбулентности, которую вызовут события, связанные с фактическими (пусть и частичными) дефолтами развитых стран. Оговоримся, что в данном случае прогнозные оценки таких уровней возможны только на основе сегодняшних курсов этих валют (преимущественно доллара), поскольку их посткризисную стоимость в настоящее время крайне сложно прогнозировать ввиду беспрецедентности предстоящих событий.

Что же касается потенциала окончательного падения основных рынков, то его масштабы можно оценить, на наш взгляд, двумя способами — на основе ретроспективного обзора и с использованием некоторых коэффициентов и соотношений, позволяющих вернуться к категориям фундаментального анализа на основе объективных показателей, а не субъективных настроений участников рынка. Рассмотрим в этом ключе два основных сектора рынков, имеющих значение, в том числе и для казахстанской экономики, — цены на нефть и развитые фондовые рынки.

В обоих случаях попытка найти уровень фундаментальной поддержки цен после кризисного падения должна основываться на поиске справедливой оценки тех или иных активов, очищенной от составляющей избыточной ликвидности, сформировавшейся на мировых рынках в последние полтора-два десятилетия под влиянием совмещения инвестиционной и кредитной деятельности банков и развития гигантского рынка деривативов. Для этого можно воспользо-

ваться различными методами оценки. В случае с нефтяными ценами можно в качестве ориентира принять уровни, наблюдавшиеся в период до возникновения указанных факторов, то есть в 1980—1990 годы, когда цены по сорту Brent редко превышали уровень в 20 долларов, и откорректировать эти цены с учетом долларовой инфляции в США (конвертировав текущие доллары в доллары, например, 1990 года с учетом дефлятора американского ВВП), что даст цену примерно в 30 долларов для 2013 года. Также возможно использование других аналогичных методов оценки статистического характера (рис. 9).



Рис. 9. Динамика цен на нефть Brent в 1987—2013 гг.

Источник: рассчитано по данным US Energy Information Administration. Europe Brent Spot Price FOB (Dollars per Barrel) // <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RBRT&f=M>.

Например, используя в качестве ориентира справедливой цены средний уровень цен за двадцатилетний период 1993—2013 гг. (47,5 долл.) или средний уровень цен не в

столь далекой ретроспективе, которые учитывают многие реалии современной финансовой системы, например в период 2000—2006 гг., предшествующий формированию нефтяного пузыря перед кризисом 2008 года, — в эти годы средняя цена брента составляла 37,8 доллара. Также можно попытаться воспользоваться методами технического анализа и найти так называемую «линию поддержки» для того же периода 1993—2013 гг., построение которой даст восходящий тренд, к 2014 году выводящий цену на уровень около 45 долларов.

Помимо такого рода оценок, основанных на статистической обработке данных прошлых периодов, можно, на наш взгляд, использовать и более фундаментальные методы оценки, попытавшись найти некие соотношения цены нефти и каких-либо агрегированных показателей, способные дать основу для более рационального прогнозирования ценовых уровней. По нашему мнению, в качестве такого соотношения можно использовать сопоставление цены нефти и мирового ВВП на душу населения, как достаточно агрегированного показателя, учитывающего развитие мировой экономики в относительном выражении, от которой в конечном итоге и зависит ценообразование в классических экономических системах, не обремененных, как нынешняя, излишними «довесками» в виде спекулятивной ликвидности, искажающей факторы спроса и предложения.

Для проведения такой оценки нами было рассчитано соотношение показателя ВВП на душу населения, источником которого являлась база данных Всемирного Банка, и средняя цена нефти трех основных сортов (WTI, Brent, Dubai Fateh), данные о которой приводит МВФ в базе данных World Economic Outlook. Результаты расчета данного соотношения за период с 1980 года по 2012-й в сопоставлении с ценами на нефть и динамикой ВВП на душу населения приведены на графиках рисунка 10. Они показывают, что на протяжении

большей части данного периода, который, с одной стороны, представляет современный тип рыночной экономики, но с другой — большая его часть не включает время гипертрофии финансовых рынков, возникшей в 2000-е годы, среднее соотношение ВВП на душу населения и цен на нефть превышало 200 пунктов.

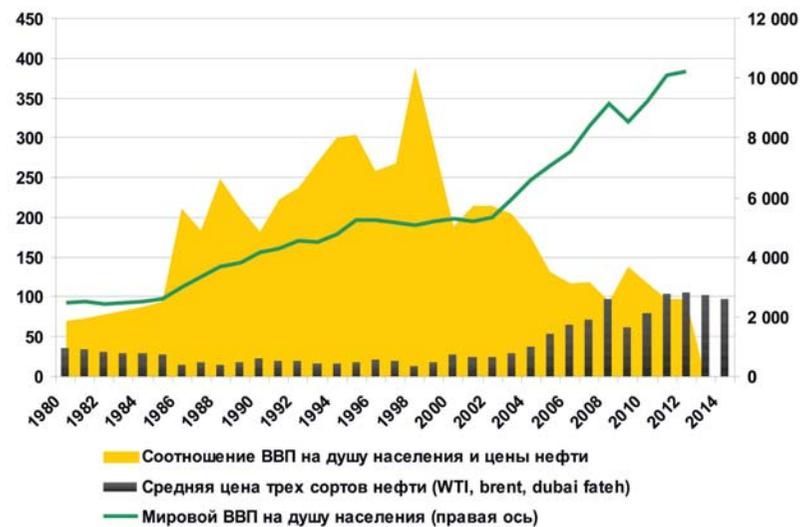


Рис. 10. Соотношение мировых цен на нефть
и ВВП на душу населения

Источник: рассчитано по данным МВФ и Всемирного Банка.

Эту величину, на наш взгляд, можно считать основой для оценки тех уровней, где может стабилизироваться цена нефти после кризиса, когда с рынков в основном уйдет фактор инвестиционно-спекулятивной ликвидности и цены снова (как в 1980—1990-е годы) будут определяться спросом и предложением промышленности, а не инвестиционных институтов. Если принять за базу величину предложенного соотношения в 200—220 пунктов и исходить из предпо-

ложения о том, что показатель ВВП на душу населения и в дальнейшем будет постепенно расти (что наблюдалось и раньше, невзирая на финансовые кризисы, обвалы тех же цен на нефть и пр.), достигнув в перспективе пяти лет уровня около 11 000 долларов, то цена нефти может стабилизироваться в границах порядка 50—55 долларов за баррель. Эти оценки также примерно соответствуют и тем уровням, которые были рассмотрены выше и приведены на рисунке 9, с учетом постепенной девальвации доллара. Таким образом, после завершения второй фазы ожидающегося кризиса и перестройки существующей финансовой архитектуры мира, нефтяные цены стабилизируются на уровнях примерно в два раза ниже по сравнению с текущими, что будет означать соответствующие последствия для экономик с сырьевой ориентацией.

Другим значимым сектором мирового финансового рынка, являющимся важнейшим элементом современной экономики в качестве источника ее финансирования, является фондовый рынок. Фондовые рынки ряда крупнейших развитых стран, как известно, в 2013 году вышли на исторические максимумы и продолжали рост на фоне непрекращающихся проблем в сфере государственных финансов, реального сектора, рынка труда и пр., что ставит вопрос об уровне адекватности их котировок и о том, каковы будут масштабы их падения в случае возникновения нового кризиса. Оценки рациональных уровней оцененности фондовых активов, пожалуй, наиболее полно разработаны в различных теоретических подходах, что делает возможным прогнозирование этих уровней в посткризисный период, после ухода чрезмерной спекулятивной ликвидности.

Укрупненно оценить рациональные уровни котировок акций можно на основе нескольких ключевых коэффициентов, основными из которых являются соотношение цены акции и

прибыльности эмитента (P/E), соотношение цены и балансовой стоимости акции (размера чистых активов эмитента, приходящихся на одну акцию), соотношение цены и объема продаж эмитента, дивидендной доходности акции. Для анализа этих соотношений достаточно, на наш взгляд, ограничиться американским фондовым рынком, как крупнейшим в мире и играющим ведущую роль не только в современной финансовой системе, но и в качестве потенциального триггера ее кризиса.



Рис. 11. Динамика основных коэффициентов фондового рынка США (индекс Standard&Poor's 500) в 1990—2013 гг.

Источник: <http://www.multpl.com>.

На графиках рисунка 11 приведена динамика указанных четырех характеристик акций, входящих в достаточно репрезентативный фондовый индекс Standard&Poor's 500. Коэффициент P/E, однако, в данном случае используется не традиционный, а скорректированный по методу американского

экономиста Р. Шиллера, в котором в качестве знаменателя в этом соотношении выступает прибыль эмитента не за один прошлый год (как в обычном коэффициенте P/E), а ее среднее значение за десять лет, что позволяет сгладить обычные резкие скачки данного показателя.

На примере этих индикаторов можно проследить влияние избыточной ликвидности финансового сектора в период с 1990 года. Если в первой половине 1990-х годов дивидендная доходность американских акций составляла 3—4% и была сопоставима с депозитами, а акции как финансовый инструмент должны были конкурировать за средства инвесторов с альтернативами в плане реального дохода, выплачиваемого держателям, то со второй половины 1990-х годов картина меняется. Дивиденды снижаются до символических уровней, цены акций растут, что отражается в показателях P/E, P/BV, соотношении цены и объема продаж. Пик переоцененности акций наступает в 2000 году и этот пик объясняется в первую очередь очень пузырями «доткомов» — интернет-компаний и других фирм из высокотехнологического сектора, зачастую вообще не приносивших прибыли, но имевших очень высокую курсовую доходность за счет постоянного роста цен акций. После того как этот пузырь лопнул, значения коэффициентов вернулись к относительно нормальным уровням, однако все равно остались выше начала 1990-х годов, так как уже начала проявляться ситуация избыточной ликвидности, вызванная отменой в 1999 году закона Гласса — Стиголла. Также оставалась на низком уровне дивидендная доходность, кратковременно выросшая только в 2008—2009 годах на фоне падения цен акций (этот показатель рассчитывается как годовой объем дивидендов, деленный на цену акции).

В целом на протяжении всех 2000-х годов все четыре указанных показателя, основывающихся на фундаментальных

позициях компаний-эмитентов акций, были на существенно худших уровнях по сравнению с началом 1990-х годов, когда еще не проявились факторы, определяющие в настоящее время облик современной финансовой архитектуры, — гипертрофия финансовых рынков, избыточная ликвидность и роль инвестиционных институтов в ценообразовании, гигантские объемы деривативов, неадекватные инвестиционные критерии. В настоящее время, начиная с 2012 года, эти коэффициенты начали новый виток ухудшения, аналоги которого в прошлом приводили к кризисам. По состоянию на декабрь 2013 года дивидендная доходность опустилась ниже 2%, а соотношения цена/доход и цена/продажи выросли выше среднего уровня за последнее десятилетие. С одной стороны, это ухудшение может рассматриваться как предиктор кризиса на фондовых рынках, но с другой стороны, в контексте поиска ориентиров справедливой оценки фондовых активов оно несколько искажает картину, повышая средний уровень фондовых коэффициентов, что завышает и характеристики общих тенденций за счет завышенных показателей «периодов пузырей».

На наш взгляд, для повышения точности уровней справедливой оценки фондовых рынков целесообразно очистить рассматриваемые показатели от цен, искаженных в «периоды пузырей». Это можно сделать, вычленив данные периоды на каком-либо агрегированном фондовом показателе — на динамике индексов широкого рынка или на динамике совокупной рыночной капитализации. Последний индикатор, на наш взгляд, предпочтительней в силу большей точности в плане аккумулируемых фондовыми рынками финансовых ресурсов. Рассмотрим его динамику и попытаемся выделить рациональные параметры данного показателя, очищенные от искажений пузырями (рис. 12).

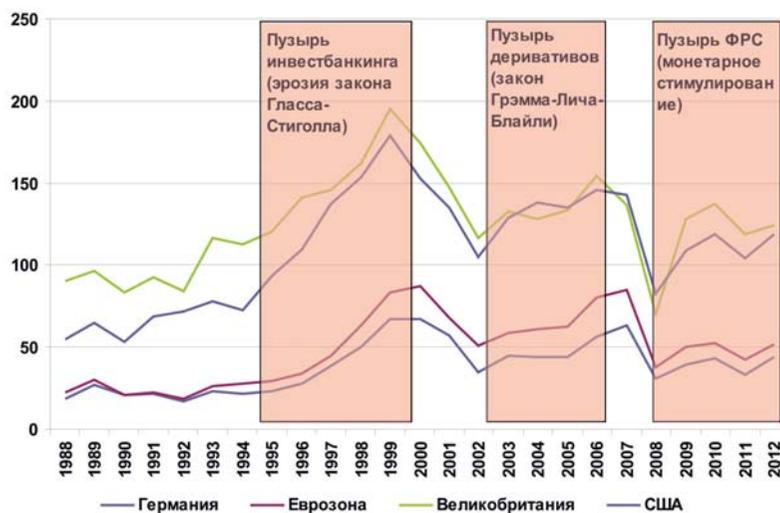


Рис. 12. Рыночная капитализация фондовых рынков ведущих западных экономик, % к ВВП

Источник: Market capitalization of listed companies (% of GDP). The World bank data. Financial Sector // <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector?display=graph>.

В течение последних двух десятилетий на фондовых рынках можно выделить, на наш взгляд, три периода пузырей. Первый пузырь, как отмечалось выше, сформированный в значительной части за счет непомерно раздутого рынка акций высокотехнологичных компаний («доткомов»), можно связать с развитием инвестиционного банкинга на волне уже начавшейся эрозии закона Гласса — Стиголла — формирования первых крупных банковских конгломератов и их активного выхода на фондовые рынки. В период роста этого пузыря показатель капитализации относительно ВВП в США, Великобритании и континентальной Европе вырос примерно в 3 раза (в США — с 72% в 1994 году до 178% в 1999 году, в Германии — с 22 до 67%, в странах еврозоны — с 28 до 83%). В предшествующий этому росту период конца 1980-х

— середины 1990-х годов средние значения этого показателя составляли для США — 66,3%, Великобритании — 96,6%, стран, которые позднее вошли в еврозону, — 24,1%, Германии — 21,4%.

Ближе к этим уровням вернулись показатели капитализации после сдутия этого пузыря — к 2002 году они составляли соответственно 104,8%, 116,4%, 50,9% и 34,4%. Однако в это время начал формироваться новый пузырь, обусловленный принятием в США закона (о финансовой модернизации) Грэмма — Лича — Блайли, который окончательно отменил ограничения закона Гласса — Стиголла и, кроме того, открыл дорогу появлению широкого спектра сложных производных инструментов. После этого началось бурное развитие рынка деривативов, вызвавшее новый приток средств институциональных инвесторов в активы финансовых рынков, в том числе и на фондовый рынок. Формирование этого пузыря кончилось кризисом 2007—2009 годов, а показатели капитализации относительно ВВП в этот период достигли следующих значений: США — 145,9% (2006 г.), Великобритания — 154,7% (2006 г.), еврозона — 84,7% (2007 г.), Германия — 63,3% (2007 г.).

Характерно, что и после того, как лопнул этот пузырь, относительные значения капитализации вновь вернулись на уровни, близкие к показателям конца 1980-х — начала 1990-х годов. Так, для США это значение составило в 2008 году 82,5%, для Великобритании — 69,9%, для еврозоны — 38,1%, для Германии — 30,6%.

С 2009 года началось формирование нового пузыря — «имени ФРС», или пузыря, основанного на монетарном стимулировании экономик (точнее, финансовых рынков) средствами центральных банков. По итогам 2012 года для рассмотренных рынков вновь были отмечены посткризисные максимумы (кроме Великобритании, где максимальное за

этот период значение относительной капитализации было зафиксировано в 2010 г.), хотя еще и не достигшие чрезмерных уровней. Чрезмерность этих уровней была уже значительно большей в 2013 году, о чем можно судить по росту фондовых индексов, который составил в США (индекс S&P500) 42% (1 782 на середину декабря против 1 258 пунктов в конце 2012 года). В 2014 году очередной фондовый пузырь может достичь уровней, соответствующих показателю относительной капитализации порядка 140—150% для США и лопнуть.

По нашему мнению, в итоге очередного кризиса правомерно ожидать возврата фондовых рынков к уровням, которые наблюдались в последние два десятилетия в периоды его развития без пузырей (табл. 3). После того как мировая финансовая архитектура будет переформатирована и большая часть факторов, формировавших пузыри в рассмотренный период, уйдет с рынков, они могут вернуться к следующим параметрам относительной капитализации: в США и Великобритании — порядка 80—100% ВВП, в континентальной Европе — около 35—50%.

Таблица 3. Средние значения показателя рыночной капитализации относительно ВВП в периоды функционирования фондовых рынков без пузырей, %

	1988—1994	2002	2008	2017—2020 (прогноз)
США	66,3	104,8	82,5	80—100
Великобритания	96,6	116,4	69,9	80—100
Еврозона	24,1	50,9	38,1	40—50
Германия	21,4	34,4	30,6	35—45

Если же рассматривать влияние будущего финансового кризиса на мировую макроэкономическую динамику, то оно будет относительно ограниченным в сравнении с масштабом потрясений на финансовых рынках, во всяком случае, в от-

дельно взятые годы. Во время прошлых финансовых кризисов темпы роста мировой экономики теряли от 2,5 (2001 год относительно 2000 г.) до 6 процентных пунктов роста (2009 год относительно 2007 г.) на фоне потерь финансовых рынков в десятки триллионов долларов (см. табл. 2).



Рис. 13. Сравнительная динамика темпов роста мировой экономики и капитализации мирового фондового рынка относительно ВВП, %

Источник: рассчитано по данным МВФ и Всемирного Банка.

Поэтому и в случае нового кризиса, даже с учетом беспрецедентности его последствий, можно оценивать масштабы последующего снижения темпов роста мировой экономики величинами порядка 3—4 процентных пунктов недополученного роста в год. Однако проблема будущего кризиса будет заключаться, как уже отмечалось выше, в его большей длительности за счет двух фаз, совокупное течение которых может занять до пяти-семи лет, в течение которых может наблюдаться подавленная макроэкономическая динамика,

чередующая как годы падения экономики, так и периоды ее вялой стагнации. На наш взгляд, в общей сложности в течение нескольких лет предполагаемой продолжительности будущего кризиса мировая экономика может недополучить около 10—15 процентных пунктов роста.

4.3. Системные последствия кризиса для мирового экономического ландшафта

Значительно более существенными, по сравнению с потерянными темпами экономического роста или фондовых индексов, последствиями будущего кризиса станут системные изменения в глобальной финансово-экономической архитектуре. Данные последствия сформируют новый экономический ландшафт, существенно отличающийся от существующего, и подробное рассмотрение потенциала грядущих изменений заслуживает отдельного исследования. В рамках же настоящего раздела попытаемся оценить в первом приближении основные направления тех изменений, которые способен вызвать новый кризис финансовых рынков и особенно — систем государственных финансов развитых стран.

На наш взгляд, основные системные изменения в глобальной экономике произойдут в следующих сферах:

1. Система мировых резервных активов — изменение долговой политики эмитентов мировых валют; изменение состава мировых резервных валют; изменение критериев оценки как долговых обязательств, так и валют, в которых они деноминированы; изменение практики вложения резервных активов в суверенные долговые обязательства.

2. Структурные изменения в развитых экономиках, выражающиеся в снижении роли финансового сектора и росте производственных отраслей; отказ от концепции постинду-

стриального развития и возврат производственных мощностей в страны «первого мира».

3. Изменение геоэкономической ситуации — повышение роли в мировой экономике и международных институтах развивающихся государств пропорционально их вкладу в мировую экономику и ее рост за счет повышения роли производственных отраслей и уменьшения роли ранее искусственно раздутого финансового сектора.

Рассмотрим эти направления подробнее.

Наиболее явно выраженную потребность в реформировании на сегодняшний день имеют системы государственных финансов развитых стран, на которых базируется весь каркас современной глобальной экономики в виде системы мировых резервных активов (долговых обязательств этих стран), в которые вкладывают свои резервы остальные государства, делегируя тем самым свой экономический фундамент и свое будущее данным обязательствам. Которые, невзирая на высокий статус и максимальные кредитные рейтинги, являются одними из наименее обеспеченных резервных активов в истории, так как соотношение резервов и долговых обязательств у ведущих их эмитентов (в первую очередь США) ограничивается несколькими процентами (см. п. 3.2. настоящего издания).

Это обстоятельство, которое также обусловит будущее невыполнение некоторыми из развитых стран своих долговых обязательств, требует пересмотра действующей системы как размещения международных резервов центральными банками и суверенными фондами, так и решения смежных вопросов, например, реформирования системы инвестиционных критериев для институциональных инвесторов, в особенности государственных. По нашему мнению, посткризисные изменения в этой сфере будут включать следующие основные реформы:

- использование в качестве резервных активов только таких финансовых инструментов, которые имеют четко оговоренное и юридически обязывающее обеспечение в виде реальных базисных ценностей;

- кардинальное реформирование системы оценок надежности финансовых активов, используемых в качестве инвестиционных критериев, с отказом от существующей в настоящее время системы кредитных рейтингов агентств «большой тройки»;

- переоценка надежности суверенных заемщиков, особенно из числа развитых стран, которая будет зависеть от обеспеченности их долговых обязательств резервными активами, имеющими прозрачную и признанную процедуру независимой аудированной оценки;

- кардинальная реструктуризация системы валютных курсов и роли ведущих в настоящее время мировых валют;

- повышение роли золота и других драгоценных металлов как резервного актива, а также возможное расширение инструментов размещения резервов за счет других товарных активов.

Потребность в дальнейшем использовании в качестве резервов только полностью обеспеченных каким-либо реальным активом финансовых инструментов неизбежно возникнет в случае фактического дефолта по долговым бумагам, которые выполняют резервную функцию в настоящее время. Фактически, современная система, не предполагающая формального обеспечения ни денег, ни долговых обязательств, функционирует, по историческим меркам, совсем недолго (отказ США от золотого обеспечения доллара произошел в 1971 году, а формальное прекращение действия Бреттон-Вудской системы датировано 1976 годом) и в перспективе может стать всего лишь временным эпизодом в функционировании различных мировых резервных систем, ранее, как правило, базировавшихся на золоте.

Вероятность возврата к золотому обеспечению валют и долговых обязательств в настоящее время, на наш взгляд, все же низка, поскольку, во-первых, золото, являясь биржевым товаром, подвержено сильным колебаниям, и в этих условиях привязка к нему валют будет означать и их аналогичную высокую волатильность. Во-вторых, объем золота в мире слишком ограничен в сравнении с потребностями современной экономики и выстроить адекватную этой экономике систему резервов, базирующуюся только на золоте, сложно в силу этой ограниченности золотых запасов.

В то же время обеспеченность долговых обязательств каким-либо реальным активом после возможного кризиса станет ключевым вопросом формирования новой глобальной финансовой архитектуры, поэтому, на наш взгляд, у новой долговой системы (по крайней мере в той ее части, которая будет претендовать на роль средства для размещения резервов) должны будут быть две особенности — ограниченные объемы эмиссии, которые могут быть проверены международным аудитом и которые не позволят безоглядно наращивать денежную массу в соответствии с потребностями эмитента; и обеспеченность реальными базовыми активами. В качестве последних может выступать не только золото, но и другие высоколиквидные активы, в том числе товарные, в качестве которых в первую очередь можно рассматривать другие виды драгоценных металлов, а также некоторые наиболее ликвидные товарные активы, такие как нефть, промышленные металлы, сельхозпродукцию.

Также кризис системы мировых резервных валют может вновь активизировать попытки создания наднациональной валюты мирового масштаба, хотя бы с ограниченными функциями, наиболее очевидной из которых будет резервная (в условиях дефицита других надежных денег). При этом вряд ли такая наднациональная денежная единица возможна на

основе существующей СДР, так как СДР, во-первых, эмитируется МВФ — организацией, являющейся частью современной финансовой системы со всеми присущими ей недостатками и дисбалансами и, во-вторых, СДР базируется на тех же мировых резервных валютах (долларе, евро, фунте и иене), будущее которых после кризиса представляется крайне неустойчивым.

Поэтому можно предполагать, что в случае реформирования нынешних или создания новых международных финансовых институтов, более адекватно отражающих реалии посткризисного геоэкономического ландшафта, у данных организаций может появиться своя новая наднациональная валюта, эмитируемая на принципах обеспеченности и ограниченности выпуска, что позволит использовать ее в международных расчетах и в качестве резервного актива. На наш взгляд, такая валюта могла бы выпускаться под эгидой ООН либо новых организаций международного экономического сотрудничества, объединяющих страны со здоровыми системами государственных финансов и приверженных принципам проведения сбалансированной денежно-кредитной политики.

Долговая проблема развитых стран и вызванная ею напряженность на финансовых рынках во многом являются следствием неадекватности существующей в рамках нынешней финансовой архитектуры системы инвестиционных критериев, основанной на кредитных рейтингах «большой тройки» рейтинговых агентств. При этом основной проблемой, по нашему мнению, являются не столько сами рейтинги «большой тройки», которые постоянно подвергаются критике, сколько их статус в качестве инвестиционных критериев, принятый в большинстве стран мира для институциональных инвесторов, причем не только частных, но и государственных. В связи с последним обстоятельством регулярная

критика различными правительственными чиновниками «неправильных» рейтингов того или иного агентства представляется абсурдной, так как пруденциальные нормативы и иные нормативы, основанные на этих рейтингах, устанавливаются национальными регуляторами финансового сектора (центральными банками, комиссиями по ценным бумагам и пр.), зачастую теми же, которые затем критикуют агентства за неверные рейтинговые действия.

Тем не менее накаляющаяся обстановка вокруг рейтингов, особенно суверенных заемщиков, позволяет предположить, что падение существующей системы инвестиционных критериев на базе рейтингов «большой тройки» будет одним из первых значимых изменений глобальной финансовой архитектуры. Возможно, эти изменения произойдут даже до окончания следующего кризиса, так как предпосылки для сокращения влияния «большой тройки» на финансовые рынки уже закладываются. В течение 2011—2013 годов были предприняты значимые меры по противодействию гегемонии этих агентств во всех ведущих экономиках мира. При этом в большинстве случаев эти меры предпринимались или декларировались в контексте «борьбы за рейтинговую независимость» от США, то есть происходящие в настоящее время события можно назвать своеобразной «рейтинговой войной».

Так, в июле 2011 года с призывом создать европейское рейтинговое агентство в противовес Moody's, S&P и Fitch выступила Ангела Меркель. Тогда лидеры ЕС назвали тройку крупнейших агентств «олигополией», прогнозы которой усугубляют кризис еврозоны, и акцентировали внимание на ее американском происхождении. С того времени в ЕС неоднократно поднимался вопрос о несправедливом рейтинговании агентствами суверенных заемщиков, обострение которого происходило после очередного снижения рейтинга той или иной страны. В результате к декабрю 2013 года Европа

пошла по пути США, начав угрожать агентствам санкциями по линии надзорного органа на финансовых рынках — Европейского агентства по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority, ESMA). В начале декабря ESMA заявило, что рейтинговые агентства из «большой тройки» ошибались в оценке надежности суверенных облигаций и в том, что данная ошибка является поводом для санкций, которые могут быть разнообразными, — от предупреждения до отзыва лицензии. Таким образом, ESMA может последовать примеру американской SEC, отозвавшей лицензию на рейтинговые действия в отношении государственных облигаций у агентства Eagan-Jones.

Само это агентство стало участником беспрецедентного международного проекта по созданию нового глобального рейтингового агентства Universal Credit Rating Group, проект которого был запущен в октябре 2012 года. Инициаторами создания этого оппонента «большой тройки» стали, помимо независимого американского Eagan-Jones, китайское агентство Dagong и российское «Рус-Рейтинг». Таким образом, в данном случае налицо противодействие монополизму «большой тройки» Китая и России (штаб-квартира нового игрока располагается в Гонконге), а глобальный масштаб данного ответа обуславливается тем, что к участию в формировании этого международного агентства уже привлечены около 30 агентств из разных стран мира, в том числе Индии, Испании, Кипра, Южной Кореи, Пакистана, Турции, Украины, Франции, Шри-Ланки. Стратегией развития UCRG предусмотрено расширение числа участников объединения и внедрение системы так называемых «двойных рейтингов», в которой оценки UCRG по международной шкале базируются на национальных рейтингах участников группы.

Таким образом, в перспективе ближайших нескольких лет монополия «большой тройки» будет разрушена усилиями, с

одной стороны, ЕС, недовольного деструктивным влиянием рейтингов на ситуацию в еврозоне и, с другой стороны, Китаем и Россией, инициировавшими создание UCRG. Впрочем, проблема современной системы рейтингов состоит не в персоналиях тех или иных игроков рынка, а в крайне субъективной и спорной методологии присвоения рейтингов, в рамках которой возможны многократные различия в ключевых параметрах оцениваемых стран в рамках одной и той же рейтинговой группы, неадекватное ранжирование стран, двойные стандарты реагирования на изменения в состоянии заемщиков и пр.

Создание новых агентств само по себе не сможет исправить ситуацию в этой сфере, если и новые участники рейтингового процесса будут столь же субъективны, а для этого есть предпосылки, в частности, создание, например, европейского агентства будет, очевидно, направлено на искусственное поддержание высоких рейтингов ведущих экономик ЕС, невзирая на ухудшение в них ситуации с государственными финансами. Намечающиеся «рейтинговые войны» скорее приведут не к объективизации процесса оценки кредитоспособности, а к тому, что в конечном итоге все крупнейшие экономики обзаведутся своими «карманными» агентствами, отстаивающими национальные интересы, а не интересы инвесторов. Эта система будет столь же бесполезна и неэффективна, как и действующая в настоящее время, тогда как решение проблемы лежит в плоскости не создания альтернативных оценщиков, а в выработке международно признаваемой корректной методологии оценки кредитоспособности, на основе которой рейтинги могут вообще присваиваться автоматически, без какой-либо персонификации.

Что же касается изменения системы курсообразования, в том числе ведущих в настоящее время мировых валют, то она, на наш взгляд, будет реструктурирована параллельно с про-

цессом реформирования долговой политики ведущих развитых экономик. Основным направлением этой реструктуризации видится повышение объективизации валютных курсов и снижение роли котировальных систем (как биржевых, так и внебиржевых). В условиях невыполнения некоторыми развитыми странами своих долговых обязательств неизбежно снижение курсов их валют, причем весьма значительное, что соответственно девальвирует и нынешнюю систему курсообразования, построенную преимущественно на межбанковских котировках рынка FOREX. После того, как выяснится, что эти котировки были неадекватны и в несколько раз превышали реальные курсы таких валют, как доллар или фунт, понадобятся более объективные критерии оценки и должен произойти хотя бы частичный возврат к использованию фундаментальных экономических показателей для установления курсов.

Такие показатели очевидны и обуславливаются природой и функциями денег: сальдо торгового баланса (позволяет использовать для оценки курса функцию денег как средства платежа на фоне сравнительной конкурентоспособности торгующих экономик), сальдо счета операций с капиталом (задействование функции средства накопления для оценки инвестиционной привлекательности страны-эмитента), обеспеченность валюты и деноминированных в ней обязательств резервами государства (функция меры стоимости для оценки адекватности денежной массы уровню стоящих за ней активов). Конечно, такого рода оценки фундаментальных показателей могут быть в современных условиях лишь ориентиром, поскольку возврат к системе фиксированных валютных курсов, существовавших до развала Бреттон-Вудской системы, уже невозможен. Но даже рыночное курсообразование может строиться на основе, прежде всего, фундаментальных показателей в том случае, если одним из его основных

факторов, помимо *laissez faire* и субъективных настроений участников валютного рынка, будут выступать объективные рейтинговые оценки деноминированных в валюте обязательств, прежде всего, суверенных. В том случае, если бы суверенные рейтинги развитых стран — эмитентов мировых валют — находились на одном уровне со странами «третьего мира», имеющими аналогичные показатели обеспеченности долгов резервами, очевидно, курсы соответствующих валют были бы гораздо ниже текущих уровней, а долги просто не могли бы достигнуть сегодняшних астрономических значений, потому что не нашлось бы такого количества средств, размещаемых в столь проблемные бумаги.

Реструктуризация мировой финансово-экономической архитектуры после будущего кризиса долгов развитых стран, по нашему мнению, будет включать и создание подобной системы более объективной оценки финансовых активов, поскольку после фактических дефолтов и потерь инвесторов, в том числе и суверенных, существующая практика беспроblemного наращивания долгов будет прекращена в связи с отсутствием желающих покупать необеспеченные бумаги. В условиях, когда новые эмиссии финансовых инструментов должны будут соответствовать неким объективным качественным параметрам, неизбежно произойдет сокращение их объемов, возврат к фундаментальным принципам оценки на основе базовых макроэкономических показателей, свойственным традиционным хозяйственным системам, а не современной экономике, в которой доминирует искусственно раздутый финансовый сектор.

Прекращение этого доминирования и реструктуризация развитых экономик в целом станет, по нашему мнению, вторым основным системным последствием кризиса. В связи с резким сжатием гипертрофированного в настоящее время финансового сектора произойдет и пропорциональное

уменьшение его вклада в ВВП развитых стран. Структурные изменения в генерировании добавленной стоимости при этом вряд ли ограничатся только снижением роли финансов, на наш взгляд, в западных странах может произойти возврат к промышленному пути развития с отказом от концепции «постиндустриального развития». Данный тип развития, как показали события последних лет, чреват негативными последствиями для выбравших его экономик, основными из которых являются неоправданный рост роли финансового сектора в экономике и еще более непропорциональный рост государственного долга.

Эти два явления представляются взаимосвязанными — именно рост финансового сектора с быстро увеличивающимися активами генерирует избыточную ликвидность, которая проявляется в том числе на рынке государственных долговых обязательств, снижая их доходность и значительно облегчая новые заимствования. В свою очередь, эти заимствования дают возможность решать экономические и социальные проблемы путем их государственного финансирования, в результате чего пропадает необходимость развивать реальный сектор экономики и производить конкурентоспособный товар. Реальный сектор выпадает из приоритетов экономического развития, поскольку налоги, которые он ранее платил, с легкостью замещаются новыми займами под постоянно снижающиеся проценты (снижение которых происходит вследствие постоянного роста финансового сектора и все большей его избыточной ликвидности). Таким образом, рождается концепция постиндустриального развития, доля промышленности как основного компонента реального сектора падает, производственные мощности выводятся в третьи страны, зато растет роль финансового сектора и государственный долг. Иллюстрацией этого тезиса могут быть данные о долях в ВВП развитых стран промышленного и фи-

нансового секторов в сравнении с размером чистого государственного долга (рис. 14).

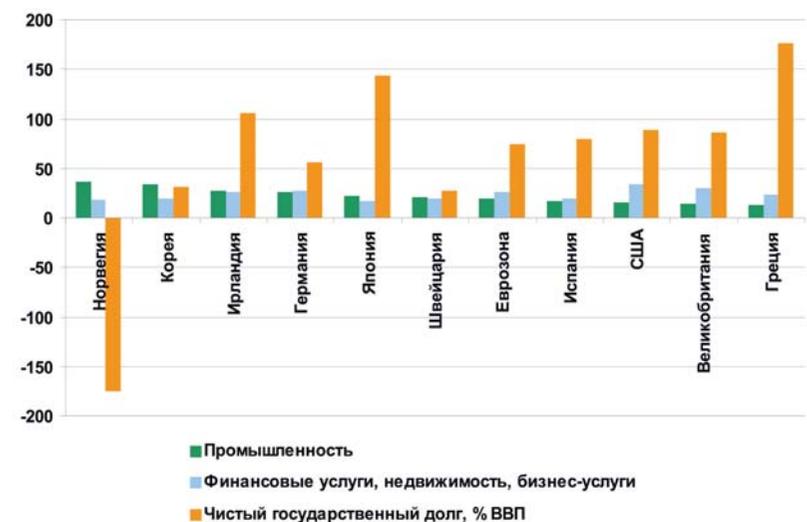


Рис. 14. Доли в ВВП промышленности и сектора финансовых услуг в сопоставлении с объемом чистого государственного долга относительно ВВП в некоторых развитых странах по итогам 2012 года

Источник: рассчитано по данным ОЭСР и МВФ.

Государства на этой диаграмме ранжированы по убыванию доли промышленности в ВВП и можно выделить определенную взаимосвязь между снижением доли промышленности и ростом размера чистого государственного долга. Также можно провести параллели между величиной доли сектора финансов, операций с недвижимостью и других финансовых услуг с размерами чистого государственного долга. Из шести экономик, в которых доля сектора финансовых и смежных услуг превышает долю промышленности, у пяти (исключение — Германия) наблюдаются завышенные показатели долга. Напротив, из пяти государств, в которых доля

промышленности выше доли услуг, связанных с финансами, у трех показатели долга низки, в том числе у Норвегии (лидера по роли промышленности) этот долг отрицательный. Ирландия с ее высоким уровнем долга оказалась в тяжелой ситуации совсем недавно, причем в значительной мере по причине непомерно быстрого роста финансового сектора, достигшего пика по доле в ВВП в 2010 году, проблемы которого пришлось решать государству, в том числе путем наращивания госдолга, который до этих проблем был менее 40% ВВП еще в 2008 году. Единственной из промышленно развитых стран с традиционно высоким уровнем долга является Япония, но ее ситуация весьма специфична и не совсем укладывается в общие тенденции.

Как отмечалось выше, гипертрофия финансовых рынков и, как следствие, повышение доли финансового сектора в ВВП развитых стран, является особенностью, характерной только для нынешней модели финансово-экономической архитектуры, сформировавшейся в последние 10—15 лет, и в случае предполагаемого разрушения этой модели в ходе будущего кризиса можно ожидать обратного процесса. В частности, на наш взгляд, после изменения законодательства в части нового разделения кредитной и инвестиционной деятельности банков, ужесточения пруденциального регулирования, отмирания схем маржинального кредитования, пересмотра систем присвоения рейтингов, наконец, сдутия пузырей государственного долга произойдут закономерные изменения и на финансовых рынках. Они постепенно вернутся к параметрам функционирования в условиях отсутствия избыточной ликвидности и финансовых пузырей, что вызовет соответствующие изменения и в структуре ВВП развитых стран за счет уменьшения доходов финансовых институтов и, как следствие, заметного снижения доли финансового сектора в экономике. Это предположение подтверждается со-

поставлением показателя доли финансового сектора в ВВП США с другими важнейшими финансовыми параметрами этой страны — капитализацией и государственным долгом относительно ВВП (рис. 15).

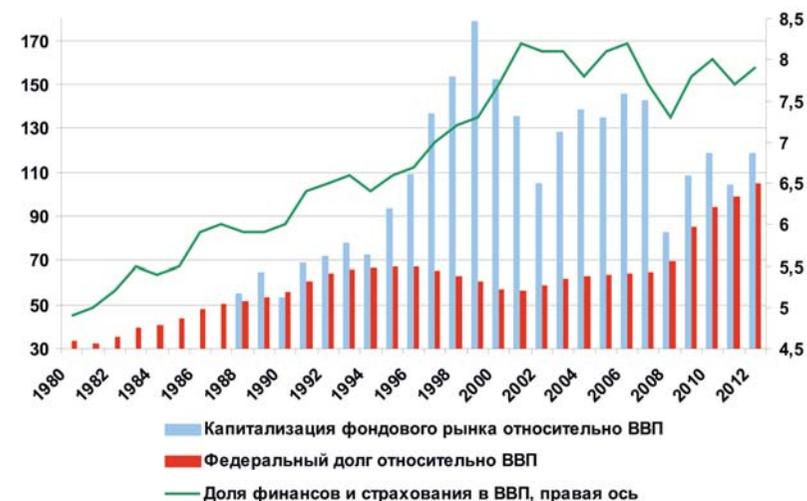


Рис. 15. Сравнительная динамика доли финансового сектора в ВВП США с относительными объемами государственного долга и капитализации фондового рынка США

Источник: рассчитано по данным Всемирного Банка (World Development Indicators), официального сайта Белого дома (Table 7.1—FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940—2017) и U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis. (Value Added by Industry as a Percentage of Gross Domestic Product. Release Date: April 25, 2013 // <http://www.bea.gov/ITable/ITable.cfm?ReqID=5&step=1#reqid=5&step=4&isuri=1&402=5&403=1>).

Как видно из трех графиков данного рисунка, рост роли финансового сектора в американской экономике базировался на увеличении капитализации фондового рынка, а также сопровождался ростом федерального долга. Последний показатель, точнее, его рост, начиная с 2008 года позволил компенсировать кризисный спад капитализации фондового рынка — совокупный размер двух этих показателей в предкризисные годы составлял около 200—210%, в кризисном

2008 году он снизился до 152% за счет резкого падения капитализации фондового рынка, которая и в последующие годы находилась в угнетенном состоянии и не вернулась к докризисным уровням. Однако рост государственного долга, направленный в том числе на аккумуляцию средств для помощи финансовому сектору, вернул суммарный размер капитализации и долга на докризисные уровни более 200% (224% в 2012 году), что, помимо прочего, также создало «питательную среду» для финансовых институтов, оперирующих с государственными бумагами и компенсировавших этими операциями вялость фондового рынка.

Соответственно, после нового кризиса как финансовых рынков, так и государственного долга оба приведенных на рисунке 15 параметра переживут существенное уменьшение и, как следствие, лишат финансовые институты сегодняшних доходов, что приведет к пропорциональному сокращению их доли в ВВП. Поскольку эта доля для стран, наиболее далеко продвинувшихся по постиндустриальному пути, весьма велика и составляет, в зависимости от включаемых отраслей, от 8,5—9 до 30—33% ВВП, резкий спад в этих отраслях станет крайне болезненным ударом по экономике в целом. Как видно из графика доли финансового сектора в ВВП рисунка 15, до эпохи современной финансовой архитектуры ее размер в США колебался в пределах 5—6%, то есть был примерно на треть меньше, чем в период расцвета финансов первой половины 2000-х годов. Это значит, что потенциал сокращения данного сектора составляет приблизительно 30%. Если брать финансовый сектор более широко, с включением в него операций с недвижимостью, бизнес-услуг и прочих смежных сегментов, то совокупная доля «широкого» финансового сектора в экономике США составляет около 30% ВВП. Сокращение столь значимого блока экономики на треть вызовет потерю около 10% ВВП и

эту выпадающую добавленную стоимость нужно будет чем-то компенсировать.

На наш взгляд, эта компенсация будет происходить за счет возврата к традиционным ценностям — реальному сектору экономики, и эта тенденция будет, скорее всего, наблюдаться во всех развитых странах, стоящих сейчас на пути постиндустриализации, бизнес которых чрезмерно увлекся транснационализацией и переносом производств в азиатские страны. Этот вариант посткризисного развития тем более вероятен, что на волне ожидающих эти государства дефолтов, девальваций и высокой инфляции, ведущих, помимо прочего, к сокращению стоимости издержек национального бизнеса, значительно повысится конкурентоспособность товаров, произведенных в данных странах, что также создаст предпосылки к возвращению перенесенных ранее производств на «историческую родину».

Таким образом, предполагаемое сокращение роли финансового сектора будет иметь несколько значимых последствий для посткризисной экономической ситуации — существенные структурные сдвиги в экономике развитых стран (и, как следствие, в структуре мирового ВВП); значительный спад этих экономик в период данной реструктуризации, обусловленный резким снижением в финансовой сфере, который может вылиться в длительную рецессию с ежегодными темпами снижения ВВП в 2—3%; обусловленные спадом в развитых экономиках изменениями в глобальном геоэкономическом ландшафте, выражающимися в снижении роли «развитого мира» и росте роли развивающихся стран и переходе к ним лидерства в некоторых ключевых сферах мировой экономики.

Посткризисное переформатирование глобальных полюсов экономической силы станет, на наш взгляд, третьим основным системным следствием будущего кризиса. Резкое

снижение роли финансовых рынков и уменьшение вклада финансового сектора в ВВП, которое сильнее всего будет проявляться в развитых странах, в том числе и посредством снижения их ВВП, ускорит процессы смены лидерства в мировой экономике, если не во всех, то в большинстве ключевых сфер.

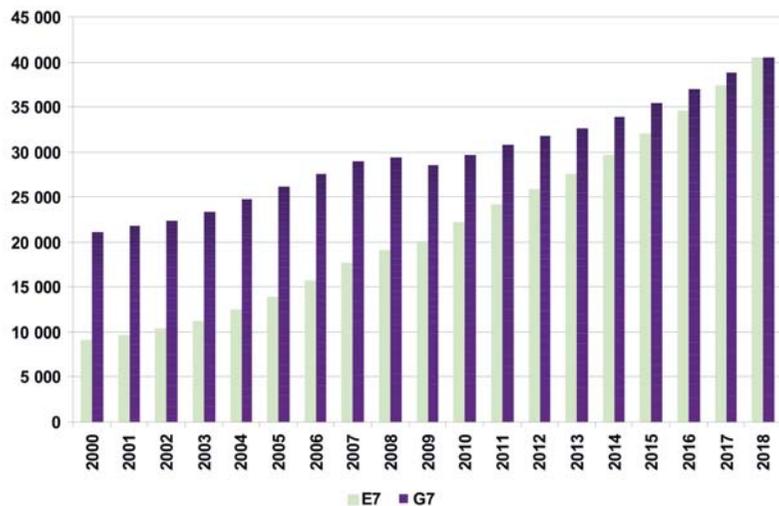


Рис. 16. Динамика роста ВВП по паритету покупательной способности в 2000—2011 гг. и прогноз МВФ по дальнейшему росту этого показателя до 2018 года для стран «большой семерки» и группы семи крупнейших развивающихся стран (E7) в 2000—2030 гг., млрд долл.

Источник: рассчитано по данным World Economic Outlook Database, October 2013 МВФ.

Следует отметить, что уже в настоящее время ряд исследований от авторитетных международных организаций прогнозируют переход лидерства к развивающимся странам в не столь отдаленной перспективе. Называются различные сроки наступления этого перелома, но в целом с данной тенденцией согласны практически все авторы. В частности, известная консалтинговая компания PricewaterhouseCoopers (PwC) в

докладе «Мир в 2050 году» (The World in 2050) прогнозирует, что совокупный ВВП семи крупнейших развивающихся стран, для которых вводится название E7 (Emerging7) по аналогии с G7, превзойдет ВВП «большой семерки» уже к 2020 году (правда, по паритету покупательной способности), а совокупные банковские активы — к 2036 году. Еще более близкую перспективу превосходства E7 над G7 по совокупному ВВП по ППС дает МВФ, в соответствии с прогнозами ВВП отдельных стран до 2018 года, содержащимися в базе данных World Economic Outlook за октябрь 2013 года, это произойдет уже по итогам 2018 года (рис. 16).

Что же касается аналогичной рокировки развитых и развивающихся стран по объему номинального ВВП, то это событие можно ожидать примерно к 2030 году, исходя из показателей, рассчитанных на отрезке 2000—2018 годов (рис. 17).

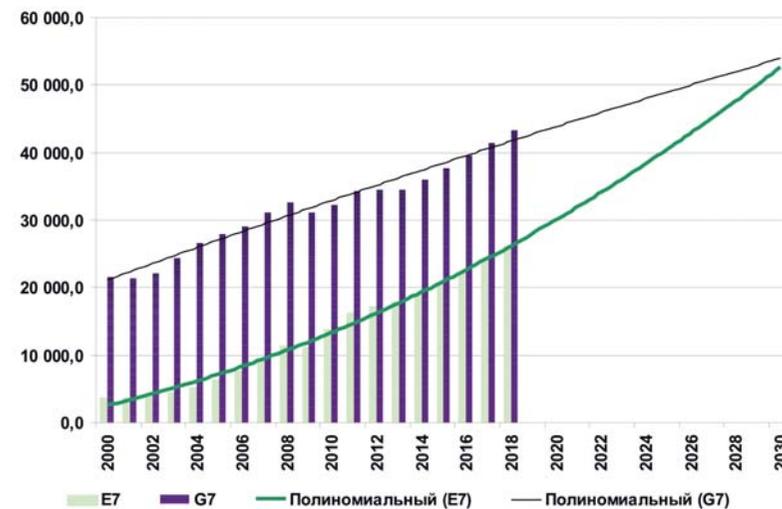


Рис. 17. Тенденции роста номинального ВВП «большой семерки» и группы семи крупнейших развивающихся стран (E7) в 2000—2030 гг., млрд долл.

Источник: рассчитано по данным World Economic Outlook Database, October 2013 МВФ.

На наш взгляд, эта смена лидерства произойдет еще быстрее как следствие будущего кризиса, поскольку, как отмечалось выше, сокращение финансового сектора приведет к большей рецессии и стагнации в тех странах, где этот сектор максимален, а девальвация валют крупнейших развитых экономик уменьшит номинальный размер их ВВП по сравнению со среднемировыми показателями. Таким образом, можно ожидать, что в посткризисный период 2020—2030 годов произойдет окончательное закрепление стран, называемых сегодня «развивающимися», в качестве лидеров и локомотивов мировой экономики.

Уже в настоящее время по многим параметрам лидерство развитых стран обуславливается не реальным сектором, а сферой услуг и важнейшим его компонентом — финансовым сектором, тогда как по ключевым макроэкономическим параметрам крупнейшие развивающиеся экономики уже опережают развитые в части промышленного производства, международных резервов, государственных финансовых ресурсов, сосредоточенных в суверенных фондах и государственных корпорациях (табл. 4).

Значительно лучше у стран E7 ситуация с платежным балансом, в частности, с текущим счетом, положительное saldo которого в последние десять лет составляет, как правило, 200—300 млрд долл. в год (приведенный в таблице уровень наиболее актуальных данных за 2012 год является нетипично низким), практически одинаков приток иностранных прямых инвестиций и, пожалуй, единственным значимым макроэкономическим показателем, по которому страны «большой семерки» пока лидируют, — это объем экспорта, поскольку в сложной высокотехнологичной продукции доля добавленной стоимости значительно выше, чем в сырье или продуктах его первичной переработки, занимающих значительную долю в экспорте стран E7.

Таблица 4. Сравнительные показатели стран E7 и G7
в некоторых ключевых сферах экономики, млрд долл.

	E7	G7	E7/G7, разы
Международные резервы в 2012 г.	4 998	2 631	1,9
Активы основных суверенных фондов в 2013 г.	1 830	162	11,3
ВДС промышленности по ППС в 2010 г.	7 025	5 013	1,4
Баланс текущего счета в 2012 г.	40	-370	
Экспорт товаров в 2012 г.	3 826	5 751	0,67
Приток прямых иностранных инвестиций в 2012 г.	308	317	0,97

Источники: рассчитано по данным World Bank Databank. Total Reserves (including gold, current US\$) // <http://data.worldbank.org>; Sovereign Wealth Fund Ranking. Sovereign Wealth Fund Institute // <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>; Муп в цифрах. М., Олимп-Бизнес, 2013; World Trade Organization. International Trade Statistics 2013 // <http://www.wto.org>; Inward and outward foreign direct investment flows, annual, 1970-2012. UNCTAD Statistics // <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>.

Тенденции смены геоэкономического лидерства, наблюдающиеся в последние десятилетия, в случае системной реструктуризации мировой финансовой архитектуры вследствие будущего кризиса значительно ускорятся. Если произойдет резкое сжатие финансового сектора (которое может достичь двукратного и более уровня) и связанных с ним смежных видов деятельности, а также с учетом мультипликативного влияния этого сжатия на другие сферы развитых экономик и объемы внутреннего потребления, а также исчерпание государственных ресурсов как локомотива экономики, совокупное снижение ВВП развитых экономик в течение кризисного и посткризисного периода длительностью около 10 лет может составить до трети, если рассматривать совокупную долю этих стран в мировом ВВП. Учитывая, что по итогам 2012 года эта доля для стран «большой семерки» составляла чуть меньше 38%, новый кризис и его последствия

могут привести к тому, что роль этих стран в мировой экономике к 2025 году снизится примерно до 30%, то есть опустится ниже трети.

Это понижение роли ведущих в настоящее время западных экономик продолжит тенденцию последних десятилетий и даже может создать впечатление возврата традиционной для истории расстановки сил в мировой экономике, характерной для античности и средневековья (рис. 18), которая была прервана созданием системы колониализма в XIX веке и продолжалась до середины XX века.

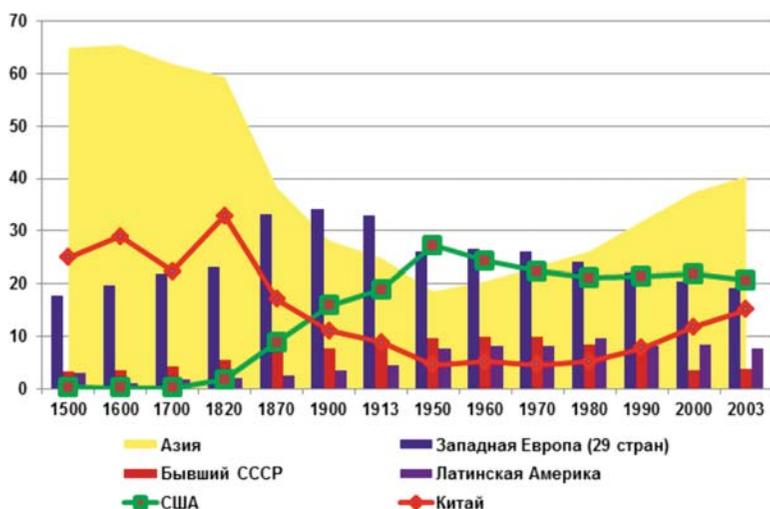


Рис. 18. Долгосрочная ретроспектива изменения долей в мировом ВВП основных макрорегионов мира

Источник: Historical Statistics for the World Economy: 1-2003 AD. Maddison Historical Statistics // <http://www.rug.nl/research/ggdc/data/maddison-historical-statistics>.

Однако, на наш взгляд, тренд снижения роли западных стран в мировой экономике, наблюдающийся с 1960-х годов, наряду с параллельным трендом роста азиатской экономики, не будет постоянным. Кризис и перестройка всей современной финан-

сово-экономической архитектуры, с «выпусканьем пара» избыточной ликвидности из финансового сектора вновь вернет в приоритеты развития реальный сектор и начнется процесс возврата производств в западные страны. Этот процесс с определенным временным лагом порядка 10 лет может вновь вернуть утраченное в ходе кризисов лидерство западным странам и после 2030 года, по нашему мнению, произойдет слом тенденции снижения роли этих стран в мировой экономике.

Резюмируя вышеизложенное, можно отметить, что основными системными следствиями будущего кризиса нынешней финансово-экономической архитектуры мира станут следующие:

1. Разрушение действующей системы мировых валют и резервных активов, сопровождающееся дефолтами развитых стран и потерей большого количества международных резервов инвесторами, с последующим длительным процессом выстраивания новых типов международных средств расчетов и накоплений.
2. Существенная структурная перестройка экономик, в первую очередь развитых стран, включающая резкое снижение роли в них финансового и смежных секторов на фоне падения финансовых рынков и исчезновения ряда существующих сегодня дисбалансов, генерирующих чрезмерную ликвидность финансовой сферы, а также повышение значимости реального сектора.

3. Изменение геоэкономического ландшафта с существенным снижением роли в мировой экономике развитых стран, утратой США и странами «большой семерки» формального лидерства, и ростом роли развивающихся стран, особенно тех из них, которые располагают значительным производственным потенциалом, либо природными ресурсами, значимость которых в условиях девальвации финансовых активов может существенно возрасти.

Литература

1. BIS Quarterly Review: March 2013. Table 19: Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives // <http://www.bis.org>.
2. The World Economic Outlook (WEO) database. October 2013 Edition. International Monetary Fund // <http://www.imf.org>.
3. World Investment Report 2012: Towards a New Generation of Investment Policies. UNCTAD, New York and Geneva, 2012.
4. Bank for International Settlement: BIS Quarterly Review, December 2008 A1 // www.bis.org.
5. World Bank Databank. Domestic credit to private sector (% of GDP) // <http://data.worldbank.org>.
6. Worldwide Central Bank Rates // <http://www.cbrates.com>.
7. Federal funds effective rate. Selected Interest Rates (Daily) — H.15. Federal Reserve Board's web site // www.federalreserve.gov.
8. Quarterly National Accounts. OECD statistics // <http://stats.oecd.org>.
9. U.S. Bureau of Economic Analysis // <http://www.bea.gov>.
10. Federal Reserve Board's web site // www.federalreserve.gov.
11. Quantitative Easing Explained. Bank of England // <http://www.bankofengland.co>.
12. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions. Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. Federal Reserve Board's web site // www.federalreserve.gov.
13. Open market operations. European Central bank // <http://www.ecb.int>.
14. Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States for May 03, 2013. Federal Reserve Board's web site // www.federalreserve.gov.
15. Value Added by Industry as a Percentage of Gross Domestic Product. Release Date: April 25, 2013. U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis // <http://www.bea.gov>.
16. Б.Б. Рубцов. Секьюритизация и институциональные изменения на фондовом рынке. Закон Гласса — Стиголла и секьюритизация в США. «Мировой фондовый рынок и интересы России». — М., 2003.
17. Flow of Funds Accounts of the United States (Z.1). Federal Reserve Board's web site // www.federalreserve.gov.
18. В США растет поддержка закона Гласса — Стиголла на уровне штатов // www.larouchepub.com.

19. Иванюк В.А., Станик Н.А., Попов В.Ю. Сравнительный анализ моделей и методов финансовых пузырей // Фундаментальные исследования. — 2012. — № 11 (часть 5). — Стр. 1261—1265 // www.rae.ru.
20. NASDAQ investing glossary // <http://www.nasdaq.com>.
21. Financial Times Lexicon // <http://lexicon.ft.com>.
22. A. Greenspan, Economic volatility, remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming // <http://www.federalreserve.gov>.
23. Barry Ritholtz. Market capitalization as a percentage of GDP // <http://www.ritholtz.com>.
24. Warren Buffett On The Stock Market. By Warren Buffett; Carol Loomis. Fortune, December 10, 2001 // <http://money.cnn.com>.
25. Market capitalization of listed companies (% of GDP). The World Bank Database // <http://data.worldbank.org>.
26. Where Are We With Market Valuations? 2013-06-07 // <http://www.gurufocus.com>.
27. Станик Н.А., Иванюк В.А., Попов В.Ю. Феномен пузырей на финансовых рынках // Современные проблемы науки и образования. — 2012. — № 6; URL // www.science-education.ru.
28. IDENTIFICATION AND FORECASTS OF FINANCIAL BUBBLES. A dissertation submitted to ETH ZURICH for the degree of Doctor of Sciences presented by WANFENG YAN, 2011 // <http://www.er.ethz.ch>.
29. М. Дротенко. Пузыри и крахи на финансовых рынках. 25.05.2011 // <http://smart-lab.ru>.
30. Денежкина И.Е., Попов В.Ю., Рубцов Б.Б., Станик Н.А., Шаповал А.Б. «Пузыри» как предвестники крахов на финансовых рынках: монография. — М.: Издательский дом «Экономическая газета», 2012. — 146 с.
31. Stocks traded, total value (% of GDP). The World Bank Database // <http://data.worldbank.org>.
32. Selected Interest Rates (Daily) — H.15. Board of Governors of the Federal Reserve System // <http://www.federalreserve.gov>.
33. BIS Quarterly Review: June 2010.
34. Инвесторы видят Джанет Йеллен главой ФРС США. Вести. Экономика. 16.05.2013 // <http://www.vestifinance.ru>.
35. Report on public finances in EMU 2012. European Union, 2012 // <http://ec.europa.eu>.
36. A Blueprint For A Deep And Genuine EMU. EUROPEAN COMMISSION // <http://eur-lex.europa.eu>.

37. Euro area GDP down by 0.2% and EU27 down by 0.1%. Eurostat news release. 74/2013 — 15 May 2013 // <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
38. The WhiteHouse.org. The Federal Reserve after Ben Bernanke // <http://www.marketoracle.co>.
39. Federal Debt: Total Public Debt (GFDEBTN), Millions of Dollars, Quarterly, Not Seasonally Adjusted. Federal Reserve Economic Data // <http://research.stlouisfed.org>.
40. Debt Limit. U.S. Department of the Treasury // <http://www.treasury.gov>.
41. Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States for July 12, 2013. Federal Reserve Board's web site // www.federalreserve.gov.
42. Fitch подтвердило рейтинги Германии на наивысшем уровне со «стабильным» прогнозом. 08 августа 2013 года. Интерфакс // <http://www.interfax.ru>.
43. Historical Treasury Rates. U.S. Department of the Treasury Resource Center // <http://www.treasury.gov>.
44. IMF. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). Last updated: June 28, 2013 // <http://www.imf.org>.
45. Federal Reserve Economic Data. St. Louis Fed. FRED Graphs // <http://research.stlouisfed.org>.
46. Board of Governors of the Federal Reserve System. Reserve Requirements // <http://www.federalreserve.gov>.
47. Board of Governors of the Federal Reserve System. H.3 Statistical Release for Aug 29, 2013 // <http://www.federalreserve.gov>.
48. Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions. Marc Labonte. Coordinator of Division Research and Specialist. February 12, 2013.
49. The World Bank Data. Domestic credit provided by banking sector (% of GDP) // <http://data.worldbank.org>.
50. Eurostat: Government deficit and debt // <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
51. European Stability Mechanism. September 2013. — P. 7 // <http://www.esm.europa.eu>.
52. Инвесторы не считают стресс-тесты европейских банков достаточно жесткими // <http://www.forbes.ru>.
53. European Banking Federation: EU-27, EFTA and EBF ASSOCIATES countries: Main Financial Indicators и European Stability Mechanism. September 2013 // <http://www.esm.europa.eu>.

54. European Banking Sector — Facts and Figures 2012. European Banking Federation, 2012. — P. 78.
55. Кипр продаст часть золотого запаса для помощи банкам. Вести экономика, 10.04.2013 21:50 // <http://www.vestifinance.ru>.
56. Official Reserve Assets In Millions of US Dollars (end of month). Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. IMF, 2013 // <http://www.imf.org>.
57. Gross Central Government Debt Position (US\$ millions). World Bank Public Sector Debt Statistics // <http://ddp-ext.worldbank.org>.
58. International Comparison of Banking Sectors. Data sets for the European Union, euro area, United Kingdom, United States and Japan. European Banking Federation // <http://www.ebf-fbe.eu>.
59. Как долго США будут жить в долг // <http://www.forbes.ru>.
60. Table 6.1 — COMPOSITION OF OUTLAYS: 1940—2018. Office of Management and Budget // <http://www.whitehouse.gov>.
61. Table 1.3 — SUMMARY OF RECEIPTS, OUTLAYS, AND SURPLUSES OR DEFICITS (—) IN CURRENT DOLLARS, CONSTANT (FY 2005) DOLLARS, AND AS PERCENTAGES OF GDP: 1940—2018. Office of Management and Budget // <http://www.whitehouse.gov>.
62. World Data Bank. Quarterly Public Sector Debt // <http://databank.worldbank.org>.
63. The White House. Office of Management and Budget. Historical Tables. Table 7.1 — FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940—2018 // <http://www.whitehouse.gov>.
64. THE BUDGET FOR FISCAL YEAR 2008, HISTORICAL TABLES. Table 7.1 — FEDERAL DEBT AT THE END OF YEAR: 1940—2012. — Pp. 126—127 // www.gpo.gov.
65. Federal Debt at the End of the Year: 1940-2014. Office of Management and Budget, Budget of the US Government FY 2010, Historical Tables, Table 7.1. Available at // <http://www.gpoaccess.gov>.
66. Китайское рейтинговое агентство Dagong понизило суверенный рейтинг США с А до А-. Quote.rbc.ru 17.10.2013 // <http://quote.rbc.ru>.
67. Major Foreign Holders Of Treasury Securities. US Department of the Treasury. Securities (B): Portfolio Holdings of U.S and Foreign Securities // <http://www.treasury.gov>.
68. Эрик Найман. История рынков: возможен ли пятый дефолт США?

69. Банкротство Детройта — опасный прецедент для США. Вести Экономика // <http://www.vestifinance.ru>.

70. Credit Market Debt Outstanding 1. Billions of dollars; amounts outstanding end of period, not seasonally adjust-ed. Federal Reserve Statistical Release // <http://www.federalreserve.gov>.

71. California economist says real US debt \$70 trillion. August 15, 2013. // <http://www.foxnews.com>.

72. Когда Барак Обама покинет Белый дом, США объявят дефолт // <http://www.newsfiber.com>.

73. Прогноз Сахо Банк на 4-й квартал 2013 года: Мировой экономике суждено замедлить рост. 22.10.2013 // <http://bankir.ru>.

74. СМИ узнали о подготовке центробанков к дефолту США. Lenta.ru. 15 октября 2013 // <http://lenta.ru>.

75. Budget 2013. HM Treasury. March 2013. Copy of the Budget Report — March 2013 as laid before the House of Commons by the Chancellor of the Exchequer when opening the Budget. Greg Clark. Her Majesty's Treasury. 20 March 2013.

76. Национальный Банк Республики Казахстан. Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2012 года. — С. 42 // <http://www.nationalbank.kz>.

77. Central Government Debt. Ministry of Finance Japan // <http://www.mof.go.jp>.

78. Sally Hills, Ryland Thomas and Nicholas Dimsdale. The UK recession in context — what do three centuries of data tell us? Three centuries of data — Bank of England; UK Total Government Debt. Current — Historical — As Percent GDP // <http://www.ukpublicspending.co>.

79. Bank nonperforming loans to total gross loans (%).The World bank data. Financial Sector // <http://data.worldbank.org>.

80. Long series on credit to private non-financial sectors. Bank for International Settlements // <http://www.bis.org>.

81. US Energy Information Administration. Europe Brent Spot Price FOB (Dollars per Barrel) // <http://www.eia.gov>.

82. PricewaterhouseCoopers. The World in 2050.

83. World Bank Databank. Total Reserves (including gold, current US\$) // <http://data.worldbank.org>.

84. Sovereign Wealth Fund Ranking. Sovereign Wealth Fund Institute // <http://www.swfinstitute.org>.

85. Мир в цифрах. — М., Олимп-бизнес, 2013.

86. World Trade Organization. International Trade Statistics 2013 // <http://www.wto.org>.

87. Inward and outward foreign direct investment flows, annual, 1970—2012. UNCTAD Statistics // <http://unctadstat.unctad.org>.

88. Historical Statistics for the World Economy: 1-2003 AD. Maddison Historical Statistics // <http://www.rug.nl>.

Сведения об авторе

Додонов Вячеслав Юрьевич — главный научный сотрудник Казахстанского института стратегических исследований (КИСИ) при Президенте РК, доктор экономических наук.

Родился 31 июля 1967 года в городе Алма-Ате.

Окончил Алма-Атинский институт народного хозяйства в 1990 году по специальности «планирование народного хозяйства», диплом с отличием.

Доктор экономических наук, диссертация защищена в 2004 году (Институт экономики МОН РК) на тему «Управление портфелем акций на развивающихся фондовых рынках: теория, методология, методика». Кандидатская диссертация защищена в 1995 году на тему «Регулирование структуры акционерного капитала в системе управления крупными корпорациями открытого типа».

Опубликовано свыше ста научных работ общим объемом около 70 п.л.

К работе по специальности в качестве научного сотрудника приступил в 1990 году в Институте экономики Академии наук КазССР. Последующие этапы трудовой деятельности:

- 1990—2007 годы — Институт экономики МОН РК — экономист, младший научный сотрудник, научный сотрудник, старший научный сотрудник, заведующий отделом проблем регулирования экономики;
- 2007—2008 годы — АО «Институт экономических исследований» МЭБП РК, главный научный сотрудник;
- март 2008 — сентябрь 2009 года — Институт мировой экономики и политики при Фонде Первого Президента Республики Казахстан, главный научный сотрудник;

- с сентября 2009 года по настоящее время — главный научный сотрудник КИСИ при Президенте РК.

Сфера научных интересов: финансовые рынки, макроэкономика, национальная конкурентоспособность, мировая экономика и глобализация.

Қазақстан Республикасы Президентінің жанындағы Қазақстан стратегиялық зерттеулер институты туралы ақпарат

Қазақстан Республикасы Президентінің жанындағы Қазақстан стратегиялық зерттеулер институты (ҚСЗИ) Қазақстан Республикасы Президентінің 1993 жылғы 16 маусымдағы Жарлығымен құрылған.

Қазақстан Республикасы Президентінің жанындағы Қазақстан стратегиялық зерттеулер институтының құрылған күнінен бастап оның негізгі мақсаты — мемлекеттік ғылыми-зерттеу мекемесі ретінде Қазақстан Президентінің және елдің басқарушы органдарының қызметін ғылыми-талдаулармен қамтамасыз ету.

Осы уақыт барысында ҚСЗИ жоғарыкәсіпті ғылыми-талдау орталығына айналды. Бүгінгі таңда институтта сегіз ғылым докторы, алты ғылым кандидаттары, саясаттану, тарих, экономика, әлеуметтану салаларының мамандары қызмет атқарады.

ҚСЗИ өзінің 20 жылдық қызметі барысында институт сарапшыларының қатысуымен халықаралық қатынас, ғаламдық және аймақтық қауіпсіздік мәселелері бойынша 250-ден астам кітап басып шығарған. Институт үш мерзімді ғылыми-сараптамалық журнал басып шығаруда: «Қоғам және Дәуір» тоқсандық ғылыми-сараптамалық журналы, «Казахстан-Спектр» тоқсандық ғылыми журналы және «Central Asia's Affairs» тоқсандық сараптамалық журналы (ағылшын тілінде). Бұл басылымдарда сыртқы және ішкі саясат, халықаралық қатынастар, ұлттық қауіпсіздік, Қазақстан Республикасының әлеуметтік және экономикалық саясаты мәселелері жарық көреді, сондай-ақ материалдарды өзінің www.kisi.kz сайтында жариялайды. ҚСЗИ-дың жеке сайты үш тілде: қазақ, орыс және ағылшын тілдерінде ұсынылған.

Институт өзінің негізгі зерттеу бағыттары бойынша семинарлар, ғылыми конференциялар, «дөңгелек үстелдер», халықаралық форумдар өткізеді. ҚСЗИ өткізетін ғылыми форумдардың ішінде шетелдік сарапшылардың ерекше қызығушылықтарын тудыратыны — 2003 жылдан дәстүрлі өтіп келе жатқан, Орталық Азиядағы ынтымақтастық пен қауіпсіздік мәселелеріне арналған Алматы конференциясы. ҚСЗИ-дың ғылыми басқосуларына Қазақстаннан ғана емес, сонымен қатар, Орталық Азия елдерінің, АҚШ-тың, Германияның, Жапонияның, Иранның, Қытайдың, Пәкістанның, Ресейдің, Түркияның, Үндістанның, Францияның және басқа да мемлекеттердің ғалымдары белсене қатысуда.

ҚСЗИ негізінде Қазақстанның жетекші жоғарғы оқу орындарының студенттері мен шетелдік сарапшылар үнемі тәжірибеден өтіп отырады.

Бүгінгі таңда институтта қызметкерлердің кәсіби және ғылыми өсулері үшін барлық қажетті жағдайлар жасалынған.

ҚСЗИ туралы толық ақпаратты төмендегі мекен-жайдан алуға болады:

Қазақстан Республикасы, 050010, Алматы,
Достық даңғылы, 87^{«б»}
Тел.: +7 (727) 264-34-04
Факс: +7 (727) 264-49-95
E-mail: office@kisi.kz
www.kisi.kz

**Информация о Казахском институте
стратегических исследований
при Президенте Республики Казахстан**

Казахстанский институт стратегических исследований при Президенте Республики Казахстан (КИСИ) был создан Указом Президента Республики Казахстан 16 июня 1993 года.

С момента своего возникновения основной задачей Казахстанского института стратегических исследований при Президенте Республики Казахстан как государственного научно-исследовательского учреждения является научно-аналитическое обеспечение деятельности Президента Казахстана, руководящих органов страны.

За это время КИСИ превратился в высокопрофессиональный научно-аналитический центр. В настоящее время в институте работают восемь докторов наук, шесть кандидатов наук, специалисты в области политологии, истории, экономики, социологии.

За 20 лет деятельности в институте было издано более 250 книг по международным отношениям, проблемам глобальной и региональной безопасности. В КИСИ издаются три журнала: «Қоғам және Дәуір» (на казахском языке), «Казахстан-Спектр» (на русском языке), «Central Asia's Affairs» (на английском языке). Институт располагает собственным сайтом на трех языках: казахском, русском и английском.

В КИСИ ежегодно проводится большое количество международных научных конференций, семинаров, круглых столов. Особый интерес у экспертов вызывают ежегодные конференции КИСИ, проводимые с 2003 года и посвященные проблемам безопасности и сотрудничества в Центральной Азии. В научных форумах КИСИ принимают участие не только эксперты из Казахстана и стран Центральной Азии, но и ученые

из Германии, Индии, Ирана, Китая, Пакистана, России, США, Турции, Франции, Японии и др.

На базе КИСИ постоянно проходят стажировку и преддипломную практику студенты ведущих казахстанских высших учебных заведений, а также зарубежные эксперты.

В настоящее время в институте созданы необходимые условия для профессионального и научного роста сотрудников.

Более подробную информацию о КИСИ можно получить по адресу:

Республика Казахстан, 050010, Алматы,
пр. Достык, 87^{«б»}
Тел.: +7 (727) 264-34-04
Факс: +7 (727) 264-49-95
E-mail: office@kisi.kz
www.kisi.kz

**About the Kazakhstan Institute
for Strategic Studies under
the President of the Republic of Kazakhstan**

The Kazakhstan Institute for Strategic Studies under the President of the Republic of Kazakhstan (KazISS) was established on June 16, 1993 by the Decree of the President of the Republic of Kazakhstan.

Since its foundation the mission of the KazISS as the national research institution is to provide analytical support to the President of the Republic of Kazakhstan, and public administration agencies of Kazakhstan.

The KazISS enjoys a reputation of the leading think tank of Kazakhstan as it employs a highly professional pool of experts; at present it includes eight doctors and six candidates of sciences, who specialize in political science, history, economics and sociology.

During the twenty-year functioning the KazISS have published more than 250 books on international relations, global and regional security. The Institute publishes three journals: the *Kogam jane Dayir* in Kazakh, the *Kazakhstan-Spectrum* in Russian and the *Central Asia's Affairs* in English. The KazISS has a trilingual website; in Kazakh, Russian, English.

The KazISS holds a great number of international conferences, seminars and round tables, including the Annual Conferences (regularly held since 2003) on the issues of security and cooperation in Central Asia participated by the experts from Kazakhstan, Central Asia as well as Russia, China, Germany, France, India, Iran, Turkey, Pakistan, Japan, the USA and other countries.

The KazISS is the basis for professional practice work of both students from the leading Kazakhstan universities and fellowship of the experts of foreign research institutions.

The KazISS provides the premise where its employees have all opportunities to improve their expertise.

Contact us for any further information:

The Dostyk Avenue, 87 'b'

050010, Almaty

Republic of Kazakhstan

Tel: +7 (727) 264-34-04

Fax.: +7 (727) 264-49-95

E-mail: office@kisi.kz

www.kisi.kz

Монография

В.Ю. Додонов

**ПОСЛЕДНИЙ КРИЗИС СУЩЕСТВУЮЩЕЙ
КОНФИГУРАЦИИ ГЛОБАЛЬНОЙ
ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ**

Корректор **Г.А. Цай**

Дизайн обложки **ТОО «Sakura Print»**

Верстка **А.А. Жумагалиева**

Подписано в печать 13.01.2014. Формат 60x90 1/16.

Бумага офсетная. Печать офсетная. Печ. л. 14,5.

Тираж 500 экз.

Казахстанский институт стратегических исследований
при Президенте Республики Казахстан
050010, г. Алматы, пр. Достык, 87^{«б»}.

Отпечатано в типографии ИП «Волкова Е.В.»
г. Алматы