

## **Глобализация мирового финансового рынка и перспектива российского сектора**

М. В. Слипенчук

Глобализация современной экономики имеет весьма сложную структуру. Ее ядром служит мегаэкономика, которая начала формироваться в последней четверти XX в. Это совокупность национальных экономик, взаимосвязи между которыми становятся настолько сильными, что вся совокупность начинает действовать как внутренне дифференцированное, постоянно меняющееся и сопровождающееся конфликтами, но вместе с тем единое целое. Предпосылками к этому служат возникновение новых информационных технологий, значительное увеличение объемов трансграничного перемещения капиталов<sup>1</sup>, технологий, знаний людей, масштабное расширение товарных и финансовых рынков. Многие компании, ориентировавшиеся раньше только на местные рынки, вышли далеко за пределы национальных границ.

Однако одним из самых важных инструментов глобализации стало опережающее экономический рост развитие мирового финансового рынка. Стало возможным говорить о финансовой глобализации мира, играющей ведущую роль во всех глобальных процессах. Наше исследование посвящено изучению структуры и динамики финансовой глобализации.

### **Глобализация финансовых рынков**

Важнейшей чертой экономической глобализации является опережающее экономический рост расширение финансовых рынков. Стало возможным говорить о финансовой глобализации мировой экономики, сконцентрированной вокруг растущего числа мировых и региональных финансовых центров. Сегодня к ним относятся (в порядке убывания значимости как центров международного бизнеса) Лондон, Нью-Йорк, Токио, Синга-

---

<sup>1</sup> По некоторым оценкам, в конце XX в. рост мобильности капитала достиг максимального значения за всю историю мировых финансов (*Obstfeld M. The Global Capital Market // Journal of Economic Perspectives, Fall. 1998. P. 11*).

пур, Гонконг, Париж, Франкфурт, Сеул, Торонто, Тайбэй, Шанхай, Дубай, Тель-Авив, Москва, Мехико, Сан-Паулу, Стамбул, Санкт-Петербург<sup>2</sup>.

Основными мировыми финансовыми центрами являются сегодня Нью-Йорк и Лондон. В Нью-Йорке и Лондоне общие правила при первичном размещении акций: компании должны рассказать о своих основных и крупных акционерах, пройти аудит и предоставить финансовую отчетность за последние пять лет.

Однако после 11 сентября 2001 г. и после скандала с Enron значение Нью-Йорка как мирового финансового центра ослабло. С 1 августа 2002 г. на NYSE ужесточились правила листинга для американских и зарубежных компаний. Сыграли свою роль и жесткие меры, направленные на предупреждение террористических акций.

Постепенно Лондон превращается в финансовую столицу мира, потеснив Нью-Йорк. Начало этому процессу положили реформы М. Тэтчер 1986 г. До этого Лондонская фондовая биржа представляла собой площадку для торгов, где брокеры работали за фиксированную комиссию отдельно от джобберов (посредников при продаже акций от одного брокера другому). Данные о сделках записывались вручную в блокноты. В 1986 г. были отменены фиксированные комиссии по торговле акциями, брокерским компаниям позволили становиться АО, появилась электронная торговля акциями.

Сыграла свою роль и либерализация рынка. Подоходные налоги в Британии ниже, чем в Германии, Франции или Италии. Налогами облагаются лишь те доходы, которые получаются в самой стране, а не по всему миру, как в США. Это одна из причин, почему богатые арабы, индийцы, русские и даже американцы переезжают в Лондон жить, инвестировать и торговать, привозя с собой капиталы и опыт<sup>3</sup>. Американские банки Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch, JP Morgan, Bank of America открыли в Лондоне свои офисы. Немецкий Deutsche Bank переместил штаб-квартиру своего инвестбанковского подразделения из Франкфурта в Лондон. Цена за эти успехи состояла в том, что почти все инвестиционные банки Сити были куплены иностранцами (американцами или европейцами).

Около 80 % всех операций инвестиционных банков прямо или косвенно проходит через Лондон. В апреле 2007 г. рыночная капитализация европейских фондовых рынков (включая Россию и Турцию) составила 15,8 трлн долл., впервые обогнав капитализацию фондового рынка США (15,7 трлн долл.). На Лондон приходится 70 % вторичного рынка облигаций и 50 % рынка деривативов. Валютный рынок Лондона растет на 40 % ежегодно. Почти 80 % европейских хедж-фондов управляются из Лондона. В 2006 г. на Лондонской фондовой бирже было осуществлено 419 новых

<sup>2</sup> См.: Master Card Worldwide Centers of Commerce Index. 2008.

<sup>3</sup> Кошкаргов А. Время Лондона // Эксперт. 2007. 11–17 июня. № 22. С. 21–28.

размещений — вдвое больше, чем в Нью-Йорке. Объем сделок по слияниям и поглощениям в Европе (его в основном контролируют лондонские банки) также превысил американский показатель.

Другой важнейшей тенденцией начала XXI в. стало усиление азиатской составляющей мирового финансового рынка. Согласно данным МВФ, финансовые активы суверенных правительств развивающихся стран (валютные резервы + инвестфонды) составляют 10 % от активов в управлении инвесторов развитых экономик (53 трлн долл.). Но темпы развития первых значительно выше. Это приводит к тому, что лидирующее положение Лондона в мировой финансовой системе уже не неоспоримо. Причем угроза исходит не от Нью-Йорка, а от новых финансовых центров развивающегося мира (Гонконг, Дубай, Москва).

Изменяется и относительная значимость субъектов мирового финансового рынка. Традиционно основными субъектами финансового рынка являются коммерческие банки, финансовые компании, инвестиционные фонды, страховые компании и пенсионные фонды. Однако для глобального рынка наиболее значимыми становятся сегодня финансовые конгломераты (инвестиционные банки) и хедж-фонды.

Хедж-фонд — это частное инвестиционное партнерство, инвестирующее в публично торгуемые бумаги или производные финансовые инструменты. Часто они регистрируются в офшорных зонах по соображениям, связанным с режимом налогообложения и государственного регулирования. Практикуют массовые обратные продажи для получения прибыли на падающих рынках.

На падающих рынках хедж-фонды используют следующий прием: распространяют негативную информацию о компаниях, чтобы спровоцировать падение их акций, и проводят продажи без покрытия (берут акции в долг, продают их, а после падения котировок покупают обратно, но по более низкой цене).

Преимущество особенно становится очевидным в случае, когда рынок испытывает лишь колебательные движения в каком-либо диапазоне цен. Именно в такой ситуации хедж-фонд, который с легкостью может применять опционы для создания различных комбинаций, а также использовать конверсионные операции, имеющие характер арбитража.

В последнее время хедж-фонды значительно превосходят как взаимные фонды, так и широкие рыночные индикаторы не только по отдаче на капитал, но и по критерию риска, который характеризуется у них более низким уровнем. Кроме того, хедж-фонды обеспечивают лучшую защиту инвестиций на падающих рынках.

Хедж-фонды размещают свои ценные бумаги путем закрытой подписки на индивидуальной основе, а не через публичные процедуры. Они не обязаны регистрировать выпуски своих ценных бумаг или публиковать

информацию о своем финансовом положении и структуре активов. Хедж-фонды должны, однако, предоставлять инвесторам любую существенную информацию. Они также подпадают под действие законодательства о финансовых злоупотреблениях и иной противозаконной деятельности на фондовом рынке.

В США и Великобритании на хедж-фонды распространяется действие законодательства, принятого с целью недопущения попыток доминировать на рынке или манипулировать им со стороны отдельных его участников. Во многих других странах хедж-фонды, наряду с другими инвестиционными институтами, должны отчитываться о крупных транзакциях с иностранными валютами. Такая отчетность введена в целях ограничения отмывания денег или для усиления контроля за движением капитала.

Многие годы основным бизнесом хедж-фондов были краткосрочные финансовые сделки. Но в последние годы они стали заниматься долгосрочным финансированием, предоставлением кредитов для поглощений и помощи компаниям, оказавшимся в трудном финансовом положении. Если компания не сможет расплатиться, то хедж-фонд из кредитора становится собственником. Хедж-фонды начали предлагать финансирование и фондам прямых инвестиций. Сегодня хедж-фондам доверяют свои деньги пенсионные и благотворительные фонды.

## **Роль США в глобализации**

Ведущую роль в современной глобальной экономике, особенно в глобальной финансовой системе, играет экономика США. Исторически это было связано с итогами второй мировой войны и созданием Бреттон-Вудской денежной системы, которая стала преемницей системы золотого стандарта.

Еще в 1867 г. было заключено соглашение, которое признало золото единственной формой мировых денег. Основной системы являлся золотомонетный стандарт. Каждая валюта имела золотое содержание. И в соответствии с ним устанавливались золотые паритеты. Валюты свободно конвертировались в золото. И золото использовалось как общепринятые мировые деньги.

Первая мировая война положила конец этой системе. На смену ей пришли гибкие (плавающие) обменные курсы, усилившие противоречия между ведущими мировыми державами. Торговые войны между ними способствовали развязыванию второй мировой войны. Бреттон-Вудская система с фиксацией обменных курсов, созданная в конце 1944 г., была призвана вернуть мировую экономику в состояние «золотого рая», утерянного ею в 1914 г. Внутренний механизм этой системы был направлен на предотвращение искусственной девальвации национальных валют со стороны государств, стре-

мящихся получить преимущество в торговле. Прямую связь с золотом имел только доллар США, который стал мировой резервной валютой.

После 1973 г. Бреттон-Вудская система распалась, что привело к значительному изменению финансовой картины мира. Исчезли экономические ограничители торговых дисбалансов, заложенные в этой системе. Ослабла регуляторная роль процентных ставок, которые росли с увеличением потребности правительств в кредите, создавая эффект вытеснения.

Вместе с тем доллар продолжал выполнять роль мировой резервной валюты. В определенном смысле эта роль доллара даже усилилась. Выросла значимость Международного валютного фонда (МВФ), Всемирного банка, ежегодных встреч сначала «пятерки», а затем и «восьмерки» мировых экономических и политических лидеров.

Основные структурные черты экономики США стали фактором, определяющим структуру мировой финансовой системы. Этих черт четыре.

1. На США приходится примерно четверть мирового валового продукта и больше трети мирового потребления.
2. Торговое сальдо страны отрицательно (стоимость импорта существенно превышает стоимость экспорта). Импорт США самый большой в мире. На долю США приходится лишь 12 % мирового экспорта.
3. Доллар США выполняет функции не только национальной денежной единицы, но и служит мировой резервной валютой, в которой номинированы официальные валютные резервы центральных банков большинства стран мира.
4. Отрицательное торговое сальдо компенсируется (с некоторым избытком) положительным притоком капитала в страну. Чем больше (по абсолютной величине) отрицательное торговое сальдо, тем больше компенсирующий приток капитала в страну.

Все эти черты взаимосвязаны. Так, большое отрицательное торговое сальдо США является следствием, с одной стороны, огромных размеров ВВП, неизбежно приводящим к росту импорта, и, с другой стороны, следствием того, что доллар служит мировой резервной валютой. Поэтому нельзя, как это иногда делают, считать отрицательное торговое сальдо однозначным минусом американской экономики. «Несмотря на стремительный хозяйственный рост, они (США) остаются страной, которая не выпускает конкурентоспособную на мировом рынке продукцию и строит свою стратегию в основном на уникальном положении доллара как мировой резервной валюты и своем статусе как „последнего покупателя (buyer of last resort)“, способного поддержать глобальный потребительский спрос в случае его резкого сокращения»<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> *Иноземцев В. А.* «Постамериканский мир»: мечта дилетантов и непростая реальность // МЭМО. 2008. С. 4.

На самом деле экономика США вполне конкурентоспособна. В экспорте США доля продукции обрабатывающих отраслей составляет 90 %, доля высокотехнологичных товаров достигает 30 %. Имеет место положительное торговое сальдо в торговле услугами (в том числе финансовыми и технологическими). В 2005 г. оно составило 80 млрд долл.<sup>5</sup>

Гораздо более реалистичной является, по нашему мнению, позиция В. Б. Суляна. «Определенный пассивный торговый баланс означает в первую очередь использование Соединенными Штатами преимуществ международного разделения труда в своих интересах. США ввозят товары, произведенные с более низкими издержками в других странах, в том числе и в филиалах американских ТНК. С одной стороны, это ограничивает рост инфляции в стране, а с другой — позволяет американским компаниям сосредоточиться на производстве наиболее сложных, в том числе наукоемких товаров и услуг»<sup>6</sup>.

Наибольшее значение для архитектуры мировой финансовой системы имеет положительное сальдо счета движения капиталов в США. Если при Бреттон-Вудской системе США платили за импорт в конечном счете золотом, то после 1973 г. они получили возможность оплачивать собственный импорт своими долговыми инструментами, оцененными в долларах.

Мотивация торговых партнеров США была чисто экономической. Они стояли перед выбором: либо конвертировать долларовую прибыль от экспорта в США в свои национальные валюты, что повысит их курс, но снизит экспорт и тем самым экономический рост, либо продолжить инвестировать долларовую прибыль в американские активы, оцененные в долларах. Пока доллар был сильным, предпочтительным казалось второе решение. Это стало первым шагом на пути создания системы финансовой глобализации, в которой центральную роль играют США.

Прежде всего, благодаря возможности оплачивать дефицит платежного баланса финансовыми инструментами вместо золота международная торговля стала развиваться быстрее. При этом, однако, торговые дисбалансы (положительное и отрицательное торговое сальдо) не устранялись, как прежде, а сохранялись и даже увеличивались в размерах. Это приводило к усилению трансграничного перемещения капиталов. Постепенно международные перемещения капиталов стали играть во внешнеэкономических связях даже большую роль, чем сама международная торговля.

Кроме того, у торговых партнеров США стали быстро расти официальные золотовалютные резервы. Если с 1949 по 1969 гг. их объем вырос на 55 %, то за следующие 20 лет рост составил 700 %<sup>7</sup>. Доля золота в них составляла всего 2 %.

<sup>5</sup> Economic report of the President. 2007. P. 173.

<sup>6</sup> Сулян В. Б. США в мировой экономике в начале XXI в. // США; Канада. 2008. № 1. С. 8.

<sup>7</sup> Дункан Р. Кризис доллара. Причины, последствия и пути выхода. М., 2008. С. 17.

Рост золотовалютных резервов центральных банков приводил, в свою очередь, к увеличению денежной массы в этих странах безотносительно к внутренним экономическим потребностям. Если в 1980 г. суммарные кредитные рыночные активы США составляли 4,7 трлн долл., то в 2001 г. они достигли уже 30 трлн долл.<sup>8</sup> Количество денег в обращении после 1975 г. стало расти по экспоненте. В США и в странах с большим положительным торговым сальдо стали возникать финансовые пузыри, сдувание которых приводило к депрессиям<sup>9</sup> и к неустойчивости всей мировой финансовой конструкции. Мировые финансовые регуляторы (в первую очередь МВФ, но в значительной степени и ФРС) не справились с контролем над мировым предложением денег.

К неустойчивости приводило и непрерывное наращивание внешнего долга США. Мировая экономика все больше зависит от США, но их задолженность перед другими странами быстро растет. «В настоящее время пассивное сальдо текущих операций США составляет около 50 млн долл. в час, что можно считать примерной скоростью роста их долга. Сколько же еще остальной мир будет принимать долговые инструменты от США в обмен на совершенно реальные товары и услуги?»<sup>10</sup>

Возможны различные ответы на этот вопрос. Наиболее популярен катастрофический сценарий. «Рано или поздно наступит момент, когда США не смогут больше наращивать задолженность перед мировым сообществом со скоростью 5 % ВВП в год. И тогда профицитные страны будут вынуждены конвертировать долларовые излишки в собственную валюту, отчего ее котировка подскочит, а доллар рухнет. Благодаря этой перемене равновесие платежного баланса США восстановится, но в крупных странах-экспортерах начнется спад из-за обвала их экспорта в США»<sup>11</sup>.

По нашему мнению, однако, возможны и другие варианты изменения мировой финансовой системы. Несомненным является лишь постепенное удешевление доллара США, вызванное как ростом его предложения, так и уменьшением спроса на него со стороны центральных банков многих стран и частных инвесторов.

К тому же с 2002 г. стала слабеть корреляция между темпами экономического роста в Азии и в США. Доля экспорта азиатских стран в США стала падать, а внутриазиатская торговля стала расти. Однако этот процесс далек от завершения. Огромная часть внутриазиатской торговли при-

---

<sup>8</sup> Дункан Р. Кризис доллара. Причины, последствия и пути выхода. С. 65.

<sup>9</sup> Самым ярким примером этого может служить экономика Японии, в которой схлопывание пузыря на рынке недвижимости привело к длительной депрессии в 90-е гг. XX в. Процентные ставки упали очень низко, но доход от инвестиций оказался настолько малым, что фирмам невыгодно брать ссуды и инвестировать (т. н. ловушка ликвидности).

<sup>10</sup> Дункан Р. Кризис доллара. Причины, последствия и пути выхода. М., 2008. С. 32.

<sup>11</sup> Там же. С. 77–78.

ходится на товары с низкой добавленной стоимостью и на комплектующие. Значительная часть товаров с высокой добавленной стоимостью продается в Европу и в США. Зависимость от США особенно велика в странах с небольшим внутренним рынком (Гонконг, Сингапур, Малайзия).

## Финансовые кризисы

Глобальность финансовых рынков благотворно влияет на национальные экономики в периоды стабильности или роста. Перенаправление финансовых потоков, осуществляемое глобальным финансовым рынком в развивающиеся страны, позволяет лучше использовать имеющиеся возможности.

Но это воздействие оказывается обратным при спаде или кризисе. Оттоки краткосрочного капитала усиливают или создают кризисные явления в странах, менее привлекательных для международного капитала.

Так было в азиатских кризисах 1990-х гг. и в российском кризисе 1998 г. Азиатские «тигры» до начала кризиса выглядели вполне благополучно. В их финансовый сектор вливался огромный приток иностранного капитала, в экономике наблюдался избыток ликвидности и бум на рынке недвижимости. Центральные банки имели большие официальные золотовалютные резервы. Быстрый экспортно ориентированный рост обеспечивал хорошие макроэкономические показатели. Правительства имели сбалансированный госбюджет.

Тем не менее экономика азиатских «тигров» имела скрытую уязвимость, предрасположенность к наступлению кризиса при резком ухудшении внешнеэкономической конъюнктуры. Это плохой риск-менеджмент, особенно в банках, чрезмерная задолженность корпораций, быстрый рост краткосрочной внешней задолженности. Кризису предшествовала излишняя либерализация финансового сектора экономики.

Схема кризиса была достаточно простой, его спусковой крючок находился далеко от азиатских стран. В США повысились процентные ставки, что привело к усилению притока капитала в эту страну и соответственно к оттоку капитала из развивающихся стран. Их национальная валюта резко подешевела. В этих условиях многие предприятия не смогли погасить кредиты в долларах по новому курсу. Началась волна банкротств. Валютный кризис сопровождался банковским кризисом, и оба кризиса усиливали друг друга.

Сыграла свою роль и политика, проводимая Международным валютным фондом. МВФ требовал увеличения внутренних процентных ставок, сокращения государственных расходов и отказа в помощи погибающим предприятиям. Но это только усиливало кризис.

Результатом стал экономический спад, но он был кратковременным. Больше всего от кризиса пострадали Таиланд, Индонезия, Малайзия и Юж-



ная Корея. Они придерживались рекомендаций МВФ, в основе которых лежали жесткая денежная политика (высокие процентные ставки) и отсутствие контроля над движением капитала. В отличие от них, Китай и Индия не пострадали, поскольку не проводили поспешную либерализацию финансовых рынков.

С конца 1999 г. азиатские экономики пошли не поправку. Из кризиса были сделаны правильные выводы. По мнению корейского специалиста Хо Гён Ука, «главное, чему мы научились, — при либерализации финансового рынка важна правильная последовательность: сначала открыть страну для прямых инвестиций, затем провести реформу финансовой системы и только потом открыть двери для краткосрочных инвесторов»<sup>12</sup>.

После кризиса в пострадавших азиатских странах были увеличены объемы обязательных банковских резервов, что сделало кредитно-денежную систему более устойчивой. Резко вырос объем рынка облигаций. Стала расти доля внутреннего потребления. Это сделало ведущие азиатские экономики более устойчивыми к кризисам и позволило говорить о декаплинге (decoupling — отделение, размежевание) — ослаблении корреляции между экономическими неурядицами в США и кризисами в азиатских странах.

Сходную природу с азиатскими кризисами имел и российский кризис 1998 г. Его дополнительными особенностями стали острый бюджетный дефицит, переросший в бюджетный кризис, и существенное падение мировых цен на нефть.

По данным Банка Англии, всего за последнюю четверть XX в. в мире было 69 кризисов. Это стало наглядным подтверждением неустойчивости глобальной финансовой системы.

Обзор локальных финансовых кризисов в глобальной финансовой системе был бы неполным без упоминания об ипотечном кризисе в США 2007–2008 гг.

В начале XXI в., после того, как лопнул интернет-пузырь, и после теракта 11 сентября 2001 г. Федеральная резервная система США (ФРС), опасаясь снижения темпов экономического роста, стала снижать процентные ставки, которые за короткое время упали с 7 до 0,75 %. Дешевые деньги привели к быстрому росту ипотечных кредитов. Считалось, что обеспечением кредита является приобретаемый дом и никаких дополнительных страховок от отказов заемщиков платить по своим обязательствам не нужно. Были разработаны новые финансовые продукты, позволившие снизить первоначальный взнос, что давало возможность брать более крупные займы. В условиях планомерного падения процентной ставки заемщикам стало выгодным брать кредиты с плавающей ставкой, привязанной к ставке ФРС по федеральным фондам.

<sup>12</sup> Новый кризис возможен? // Эксперт. 2007. 9–15 июля. № 26. С. 16.

Результатом увеличения объемов ипотечных кредитов стал быстрый рост цен на недвижимость. Этот рост ускорился после того, как схлопывание интернет-пузыря привело к перемещению свободных капиталов на рынок недвижимости. За 5 лет цены на жилье удвоились. За последние 25 лет цена среднего дома выросла с 60 тыс. до 200 тыс. долл.<sup>13</sup> Дом стал рассматриваться не только как жилье, но и как актив, приносящий растущий доход. На рынке недвижимости сформировался большой пузырь, стимулировавший рост строительства жилья и тем самым общий экономический рост.

Очень скоро быстрый рост рынка жилья в США привел к значительному превышению предложения над спросом. Цены на недвижимость стали падать, создавая угрозу жилищному строительству и темпам экономического роста. Для увеличения спроса на жилье был форсирован рост рынка высокорискованной ипотеки *subprime* (*subprime* — кредиты для заемщиков с низким кредитным рейтингом). Американские банки стали выдавать кредиты заемщикам с низким уровнем доходов по ставкам от 1 до 4 % годовых.

Дальнейшему росту объемов ипотечных кредитов способствовал феномен секьюритизации кредитов (превращения их в ценные бумаги, которыми можно было торговать на рынке ценных бумаг). Если раньше кредиторы держали ипотечные кредиты на своих балансах до момента их погашения, то теперь появилось больше возможностей для продажи ипотечных кредитов, особенно ненадежных.

В погоне за прибылями банки стали «переупаковывать» ипотечные кредиты в сложные кредитные производные с высокой доходностью и непрерывно перераспределяемым риском. Финансовый рынок производил все больше сложных инструментов, которые многократно перепродавались. Высокая ликвидность этих бумаг поддерживалась почти всеобщей верой в их большую доходность при малом риске.

Низкие процентные ставки, секьюритизация выданных кредитов и их большая первоначальная ликвидность привели к огромному расширению рынка ипотечного кредитования. Общий объем ипотечных кредитов в США (долгов под залог жилья) составил в 2007 г. 10,5 трлн долл. (приблизительно 90 % ВВП), из них 1,2 трлн составляла более рискованная ипотека *subprime*.

В результате такого расширения банки выдали ипотечных кредитов больше, чем рыночная стоимость недвижимости. Суммарный кредит достигал 120–130 % от стоимости недвижимости. Это увеличивало риски, поскольку при наступлении дефолта (отказа заемщиков выплачивать долг) сумма, полученная от продажи недвижимости, не покрывает задолженность по ипотечному кредиту.

---

<sup>13</sup> Сутян В. Б. США в мировой экономике в начале XXI в. // США; Канада. 2008. № 1. С. 3–16.

Проблемы на ипотечном рынке начались, когда кредиты стали дорожать. Рост процентных ставок в США привел к росту стоимости обслуживания ипотечного долга. В результате стало быстро расти число дефолтов, особенно в рамках ипотекам subprime. За этим последовало принудительное взыскание долгов. В 2007 г. 1,5 млн человек потеряли право выкупа своих домов.

Соответственно, неприятности возникли и у банков. Выдавать новые кредиты они не могут, так как деньги по ранее выданным кредитам не возвращаются. Банки стали занимать деньги друг у друга, рыночная стоимость заимствований стала расти. Затем произошло обесценивание финансовых инструментов, обеспеченных жилищными кредитами, а позже и переоценка стоимости прочих производных, напрямую не связанных с ипотечным кредитованием.

В острой форме ипотечный кризис проявился летом 2007 г., когда масса дефолтов по ипотеке subprime достигла критических размеров. Прямые потери на этом рынке составили, по оценке МВФ, около 75 млрд долл.

На первый взгляд, решение этой проблемы было сравнительно простым. Надо было, во-первых, локализовать кризис в том секторе, в котором он возник. Во-вторых, оказать финансовую помощь как малоимущим заемщикам, так и их кредиторам.

Однако локализовать ипотечный кризис в секторе subprime оказалось невозможным: различные сектора финансового рынка оказались тесно связанными друг с другом. Кризис subprime перекинулся на другие составные части финансового рынка. Величина потерь кредиторов стала быстро расти.

Международный валютный фонд (МВФ) в своем докладе, посвященном вопросу стабильности финансовых рынков, оценил суммарные потери от ипотечного кризиса в размере 1 трлн долл. (для всего мира).

Отметим еще две важные особенности рассматриваемого кризиса. Во-первых, в рамках ипотечного кризиса возник и классический банковский кризис ликвидности, основанный на взаимном недоверии субъектов рынка друг к другу. Первичная проблема денежных затруднений — не недостаток ликвидности сам по себе, а отсутствие доверия банков к своим контрагентам, поскольку из-за широкого распространения сложно устроенных деривативов никто не мог справедливо оценить стоящие за ними кредитные и инвестиционные риски. Банки не решались выдавать кредиты крупным игрокам на ипотечном рынке и даже друг другу — до того, как станет понятно, какие реальные денежные потоки стоят за их номинальными активами.

Вторая важная особенность ипотечного кризиса состоит в том, что он тесно связан со строительством жилых домов и тем самым с реальным сектором экономики. Чем сильнее ипотечный кризис, тем вероятнее рецессия экономики в целом.

Одним из важных финансовых предвестников грядущей депрессии является отрицательный наклон (перевернутость) кривой доходности (когда краткосрочная доходность по обязательствам становится больше долгосрочной доходности). Именно это и произошло в 2007 г. на финансовых рынках США.

Статистика взаимосвязи между возникновением перевернутости кривой доходности и последующей депрессией весьма красноречива<sup>14</sup>:

<b>Начало перевернутости</b>	<b>Период времени до начала рецессии</b>
Апрель 1968	20 месяцев (декабрь 1969)
Март 1973	8 месяцев (ноябрь 1973)
Сентябрь 1978	16 месяцев (январь 1980)
Сентябрь 1980	10 месяцев (июль 1981)
Декабрь 1989	17 месяцев (июль 1990)
Декабрь 2000	5 месяцев (март 2001)

Учитывая неизбежные лаги, может оказаться, что депрессия в экономике США возникнет тогда, когда с ипотечным кризисом благополучно будет покончено.

Важно понять, что ипотечный кризис затронул не только сферу кредита (банковскую систему), он распространился практически на все финансовые рынки. Но это означает, что меры по регулированию и надзору, какие традиционно закреплены за Федеральной резервной системой, должны быть усилены и расширены перед лицом новых финансовых вызовов.

Конкретные законодательные меры в этой сфере пока еще только обсуждаются, однако уже сейчас видно стремление властей получить широкий доступ к системе управления активами и пассивами не только банков, но и других финансовых структур, в том числе наиболее закрытых в информационном плане инвестиционных структур — хедж-фондов. Возможно, что ФРС сможет требовать от банков и даже хедж-фондов отказа от принятой ими конкретной инвестиционной стратегии, если та угрожает финансовой стабильности. Не исключено, однако, что ужесточение регулирования может привести к появлению новых сложных и высокорискованных инструментов и стратегий на рынке, формально отвечающих нормативным требованиям, но ведущим к еще большей непрозрачности в деятельности финансовых инвесторов.

Вместе с тем усиление надзора со стороны регулирующих органов не может заменить саморегуляции рынков. Не будучи достаточной, саморегуляция рынков, выражаемая принципом «невидимой руки», остается необхо-

<sup>14</sup> Mak Donald S., Koch T. Management of Banking. 6 ed. Mason, 2006. P. 206.

димым условием их эффективной работы. Чрезмерный надзор и контроль деятельности субъектов рынка могут только ухудшить качество рынка.

Так, по результатам 2007 г. инвесторы вложили в хедж-фонды 200 млрд долл. и получили в среднем норму прибыли в 10 %, несмотря на кризис. Напротив, ведущие американские и европейские банки, которые контролировались гораздо жестче, чем хедж-фонды, завершили год многомиллиардными списаниями плохих долгов (130 млрд долл. за 2007 г.). Причина, насколько можно судить, состоит в том, что меньший надзор позволяет хедж-фондам использовать более гибкую стратегию. Вне контроля регуляторов они используют более сложные стратегии, приносящие успех при хорошем умении контролировать риск.

Принципиальная особенность финансовых кризисов состоит в том, что они являются жестким, но неизбежным стихийным способом обеспечения «правильной» работы финансовых рынков в случае их сильной дезорганизации. Необходим определенный компромисс между усилиями регуляторов, уполномоченных государством, и стихийной саморегуляцией рынка. Конечно, рынок и сам может справиться с последствиями сбоя в его работе, но цена такого стихийного регулирования (посредством кризиса) может оказаться слишком тяжелой для экономики и ее субъектов.

Наша точка зрения заключается в следующем. Для сложно устроенных рынков финансовые кризисы неизбежны. Они являются следствием неопределенности будущего в экономике, которая (неопределенность) нарастает по мере увеличения использования финансовых и иных инноваций. Финансовые власти не в состоянии предвидеть все возможные риски, которые приносят с собой новые идеи и их реализация. Конструктивная роль государственного регулирования финансовых рынков заключается в обеспечении того, чтобы издержки финансовых кризисов не стали слишком большими. Если государство «перегнет палку» и сделает кризисы невозможными (например, в результате тотального контроля), то одновременно оно сделает финансовые рынки слишком простыми и слишком слабыми для того, чтобы они служили надежной основой ресурсного обеспечения растущей экономики.

## **Изменение структуры мировой финансовой системы**

Никакие кризисы не проходят бесследно. И чем сильнее кризис, тем масштабнее вызванные им последствия.

Нынешний ипотечный кризис, начавшийся в США и распространившийся затем на другие страны, ускорил изменение структуры мировой финансовой системы. Наглядным, но далеко не единственным показателем этих

изменений служит постепенное удешевление мировой резервной валюты — доллара США. Курс доллара, взвешенный по корзине валют, в марте 2008 г. составил 71,57 относительно марта 1973 г., принятого за 100<sup>15</sup>.

Размывается и роль американского доллара как мировой резервной валюты. В 2007 г. на долю доллара США приходилось 63,8 % мировых валютных резервов (в 1997 г. — 80 %), доля евро составляет 26,4 %. Если в 2001 г. Сингапур, Таиланд, Тайвань, Южная Корея до 30 % своего экспорта направляли в США, то в 2006 г. этот показатель сократился до 15 %. Соответственно уменьшается потребность этих стран в резервных долларах. Мировая финансовая система возвращается к валютному плюрализму.

Одновременно с долларом ослабевает и способ внешнего финансирования американской экономики — за счет огромного притока капиталов, пока еще с избытком компенсирующего большое отрицательное сальдо счета текущих операций. Тяжелым бременем на экономику США ложится и растущий бюджетный дефицит.

Ослабление сложившегося внешнего финансирования американской экономики зеркально отражает другой фундаментальный факт: развивающиеся экономики играют все более важную роль в мировой экономической системе. Согласно расчетам Goldman Sachs, страны БРИК по экономической мощи к 2032 г. обойдут нынешнюю финансовую семерку (США, Япония, Германия, Великобритания, Франция, Италия и Канада). При этом Китай обгонит США по размерам ВВП к 2027 г., а Индия обойдет США по этому показателю к 2050 г. Возможно, однако, что эти события произойдут гораздо быстрее.

Изменяются и взаимосвязи различных экономик мира. Если в недавнем прошлом динамика развития американской экономики определяла, с некоторым лагом, ход событий в остальной части экономического мира, то теперь многие экономисты заговорили о декаплинге — отцеплении, отделении тенденций развития экономики азиатских стран от тенденций экономического развития западного экономического мира. Разумеется, этот декаплинг относительный, влияние экономики США на остальную часть экономического мира, в том числе восточного, остается огромным. Страны Азии служат для США основным источником поставок потребительских товаров, энергии и сырья. Тем не менее процесс размежевания тенденций действительно начался. И главное, он становится необратимым.

С финансовой точки зрения в основе декаплинга лежит частичная переориентация мировых потоков капитала. Многие крупные инвесторы могут отказаться от вложений в экономику США и уйти на новые рынки. В последнее время значительно выросла вероятность того, что они будут увеличивать свое присутствие на рынках развивающихся стран, в частности в Китае, России и Индии.

---

<sup>15</sup> Подробнее см.: Дункан Р. Кризис доллара. Причины, последствия и пути выхода. М., 2008.

Другой важной тенденцией происходящих в мире изменений является ускоряющийся рост капитализации государственных инвестиционных фондов развивающихся стран. Только за 2007 г. совокупный объем активов государственных инвестиционных фондов увеличился на 18 % и составил 3,3 трлн долл. А по примерным подсчетам некоторых экспертов, к 2015 г. этот показатель может составить около 10 трлн долл. Мировые финансовые активы начинают постепенный дрейф с Запада на Восток.

Значение этого факта противоречиво. С одной стороны, это усиливает приток капитала в западные страны и ослабляет негативные последствия мирового ипотечного кризиса. Ряд крупнейших западных финансовых структур избежали в 2008 г. дефолта во многом за счет прилива азиатского капитала. С другой стороны, это свидетельство растущей финансовой мощи ведущих экономик Востока. Мир становится многополярным не только в политическом, но и в чисто финансовом плане.

Более того, для США и Евросоюза нарастает угроза финансовой экспансии со стороны наиболее динамично развивающихся азиатских экономик. Перед лицом этой угрозы в долгосрочном плане не исключено более тесное объединение США и Евросоюза, причем не только экономическое, но и политическое. По существу, это продолжение глобального процесса развития, который уже привел к созданию Европейского союза, но только в значительно большем (межконтинентальном) масштабе. Создание такой суперструктуры позволит, возможно, сохранить иди даже усилить на определенное время позиции развитых стран Запада на фоне растущей экономической мощи Китая, Индии, России, Бразилии и ряда других государств.

## **Мировой финансовый кризис и Россия**

Одна из главных трудностей современной финансовой системы, как выше сказано – ипотечный кризис в США, последствия которого захватывают как развитые, так и развивающиеся страны. Формально кризис начался 9 августа 2007 г., когда Dow Jones потерял почти 3 %, хотя предпосылки к этому кризису стали формироваться еще в 2001 г. Это и низкие процентные ставки в 2001–2003 гг., и значительный рост цен на недвижимость.

Но основные причины этого не вполне обычного кризиса коренятся в исключительной сложности мирового фондового рынка и в не вполне адекватных действиях его участников, постепенно утративших контроль за сложностью и риском. Технически сложность состояла в секьюритизации кредитов (ипотечных и не только), обеспеченных активами, и в их последующей перепродаже с использованием многоступенчатых срочных контрактов. При этом у регуляторов рынка не оказалось средств отслеживать отдаленные последствия таких финансовых новаций.

В итоге сложилась ситуация, когда никто не знает, есть ли на балансах у банков, инвестфондов и страховых компаний нераскрытые убыточ-

ные ипотечные вложения. Фактически западные финансовые структуры переживают кризис доверия, сходный с тем, какой случился в России летом 2004 г. Субъекты рынка не знают, у кого сколько долгов subprime, и поэтому временно приостанавливают друг на друга лимиты. Но это только увеличивает размеры кризиса.

Пытаясь справиться с кризисом, Федеральная резервная система (ФРС) США понизила ставку по федеральным фондам сначала с 6,25 до 5,75 %, а затем постепенно довела ее до 3 %, и это еще не предел. Но это не решение проблемы. Дополнительные выбросы ликвидности на время ослабляют кризис, но они не могут справиться с глубинными причинами кризиса. К тому же, в отличие от фондового краха 1987 г., нынешний финансовый кризис осложняется возможным переходом к отрицательным темпам роста ВВП США в 2008 году.

Возможная депрессия экономики США создает угрозу падения темпов роста мирового валового продукта. Спад в мировой экономике, если он произойдет, может привести к существенному сокращению притока зарубежных средств в Россию. Это и заметное падение мировых цен на нефть, и масштабный отток краткосрочных капиталов с развивающихся рынков.

Вторая волна ипотечного кризиса в США уже привела к тому, что индекс РТС стал падать с 15 января 2008 г. Затем наступил период волатильности. И хотя динамика РТС зависит во многом от внутренних причин, глупо отрицать влияние волатильности мировых фондовых индексов на российский фондовый рынок.

Мы уже отмечали, что финансовая система России обладает скрытой неустойчивостью. Избыточная ликвидность в России относится в основном к краткосрочным ресурсам. Долгосрочных ресурсов на самом деле не хватает, что заставляет участников рынка прибегать к масштабным внешним заимствованиям. Поэтому возникновение финансового кризиса в России вовсе не исключено.

В этом плане интерес представляет обсуждение доклада Е. Т. Гайдара о возможной финансовой катастрофе в России<sup>16</sup>. В своем прогнозе автор исходит из циклического развития мировой экономики. По его мнению, период аномально высокого роста мировой экономики в 2004–2007 гг. завершился и началась понижающая фаза мирового цикла: замедление экономического роста в США, Китае и Еврозоне. Это приведет к падению мирового спроса и цен на нефть и металлы, сокращению экспортных доходов России, бегству иностранного капитала и сильному понижающему давлению на курс рубля. Темпы экономического роста упадут более чем вдвое. «Надежды на то, что Россия на фоне американского кризиса станет тихой гаванью для иностранного капитала, никак не подтверждаются всей историей миро-

---

<sup>16</sup> Спад в мировой экономике может свергнуть Россию в глубокий кризис // Независимая газета. 2008. 23 янв. Цитируемые мнения Гайдара взяты из этой статьи.



вых кризисов, при которых инвесторы выводили деньги с развивающихся рынков и размещали их в американские казначейские бумаги».

Опыт прошлых экономических циклов показывает, что замедление роста мировой экономики на 2 % ВВП приводит к падению мировых цен на металлы и нефть от 10 до 30 %. Еще сильнее экономика реагирует на бегство капитала. В качестве примера Е. Т. Гайдар привел Таиланд, где отток иностранного капитала привел к падению темпов роста в течение всего трех лет с +10 % до -10 % ВВП.

Однако главная опасность для России состоит, по мнению Е. Т. Гайдара, в неправильной экономической политике в период мирового спада: «Власть может начать искусственно стимулировать экономику за счет увеличения госрасходов и поддерживать рубль из накопленных золотовалютных резервов. Сочетание этих мер будет иметь катастрофические последствия».

От этих прогнозов нельзя просто отмахнуться. Мировая экономика действительно может вступить в понижательную фазу цикла, и это не может не сказаться на России. Вопрос лишь в том, каковы количественно возникающие вследствие этого возможные потери российской экономики и что следует делать для минимизации этих потерь.

Прежде всего, хотя общая схема циклических кризисов одинакова, протекают они совершенно по разному. Поэтому использовать прежние количественные соотношения в качестве обязательных схем для будущих прогнозов, значит повторять ошибки тех генералов, которые всегда готовы к прошлой войне.

Существенно также, что *относительная* экономическая и финансовая мощь США уменьшилась по сравнению с прежними мировыми кризисами, тогда как экономика России и остальных стран БРИК (Бразилии, Индии и Китая) выросла количественно и улучшилась качественно. Главной опорой экономического роста в России сегодня служит внутренний (потребительский и инвестиционный) спрос, и это делает ее экономику более устойчивой и менее чувствительной к внешним шокам. Кроме того, финансовый рынок России стал более сбалансированным, чем 10 лет назад. Поэтому апокалипсиса в России не будет, если только руководство страны не допустит серьезных просчетов.

Е. Т. Гайдар прав в том отношении, что в условиях надвигающегося кризиса не следует искусственно поддерживать нынешний курс рубля, используя накопленные золотовалютные резервы. В критических условиях удешевление рубля *необходимо*, это повышает конкурентоспособность российской экономики и тем самым смягчает негативные последствия возможного замедления мирового экономического роста<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Это согласуется с мнением известного зарубежного финансиста М. Мебиуса, согласно которому российский рубль сильно переоценен, и это может иметь серьезные последствия

Но сокращать в таких условиях государственные расходы и денежную массу — значит собственными руками усиливать отрицательные внешние воздействия на нашу экономику. Дешевый рубль усилит наши внешнеэкономические позиции, а дополнительные госрасходы и денежные вливания создадут *дополнительные внутренние возможности экономического роста*. Реализация этих возможностей потребует *роста* находящейся в обращении денежной массы. Угроза инфляции возрастет, но сдерживать ее надо структурными методами и направленным воздействием на перемещения денежных потоков, а не манипуляциями с суммарным количеством денег в экономике<sup>18</sup>. Сжатие денежной массы уменьшит объем производимых товаров и услуг и тем самым увеличит инфляцию, вопреки рассуждениям Е. Т. Гайдара и тех экономистов, которые видят в сокращении денежной массы главный способ борьбы с инфляцией<sup>19</sup>.

---

в будущем. При ухудшении внешнеэкономических условий в стране окажется недостаточно ликвидности, а переоцененный рубль не окажет существенной поддержки экспорту.

<sup>18</sup> Сапир Ж. Монетаристская терапия не показана // Эксперт. 2007. 17–23 дек. № 47. С. 62–64.

<sup>19</sup> Однако это мнение становится верным, если возникает угроза гиперинфляции.