

6

О циклах мировой финансовой системы и возникающих рисках

М. В. Ершов

В статье показана периодичность циклов на финансовых рынках. Обосновывается, что в настоящее время на мировых финансовых рынках косвенные показатели состояния рынка находятся на завышенных, «перегретых» уровнях, что может повлечь значимые негативные последствия для мировой экономики. Подчеркивается необходимость выработки механизмов, минимизирующих кризисные шоки для российской экономики.

Ключевые слова: финансовый цикл, финансовый кризис, центральные банки, фондовый рынок.

В российской финансовой системе начинает формироваться новое явление для последних лет – **профицит** структурной ликвидности. Он связан не только и не столько с расходом средств из Резервного фонда, как это принято объяснять (Доклад... 2016: 24). Этот профицит также связан со сжавшимся внутренним спросом (в том числе из-за девальвации рубля [Рис. 1]) и высоким уровнем процентных ставок (Рис. 2). Это делает рублевые средства невостребованными и труднодоступными для населения и бизнеса. Многие отрасли просто не могут себе позволить взять деньги по такой цене. Принято считать, что у нас мало привлекательных проектов и надежных заемщиков. Однако, естественно, при снижении ставок круг возможных проектов расширится.

При этом вызывает вопросы оценка ЦБ РФ, когда им подчеркивается, что «чем выше дефицит, тем жестче денежно-кредитная политика», и «когда мы видим дефицит бюджета, финансирование через резервные фонды, избыток ликвидности, ЦБ должен либо абсорбировать эту ликвидность, либо держать высокие процентные ставки» (Прокопенко 2016).

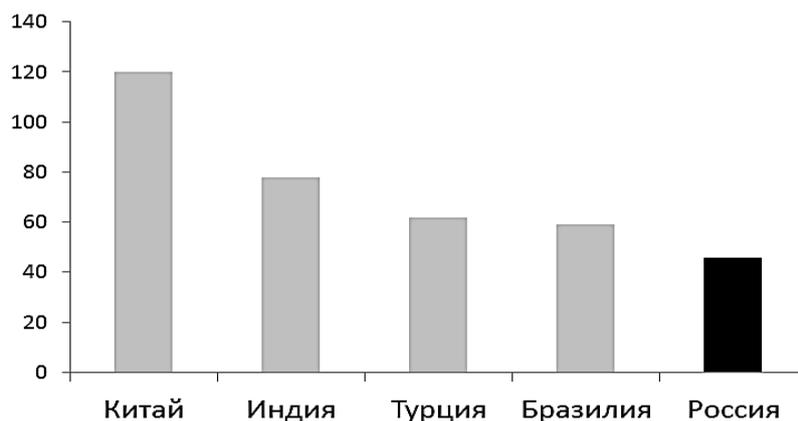


Рис. 1. Номинальный эффективный валютный курс (январь 2010 г. = 100, данные на январь 2016 г.)

Источник: European Central Bank 2016.

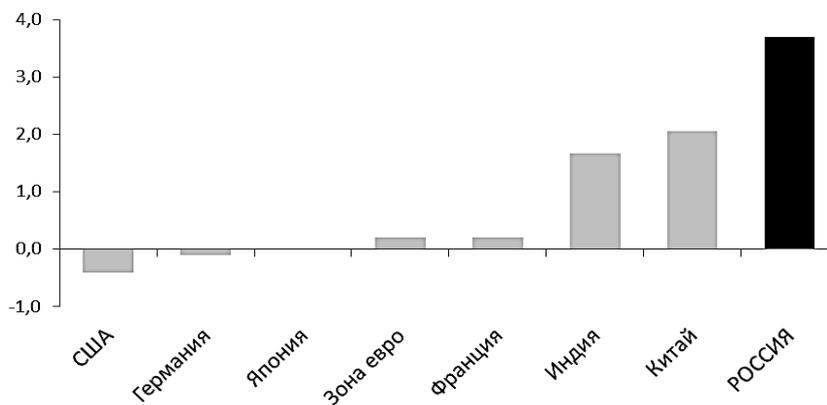


Рис. 2. Реальный уровень процентных ставок в ряде стран (май 2016 г.), %

Источник: по данным центральных банков соответствующих стран.

Укажем, однако, что во многих ведущих экономиках мира наблюдается прямо противоположная картина – когда устойчивый бюджетный дефицит отмечается наряду с минимальными значениями процентных ставок (Рис. 3–4). Это делается с целью создания более благоприятных условий для участников экономики и обеспечения тем самым дополнительных возможностей для экономического роста.

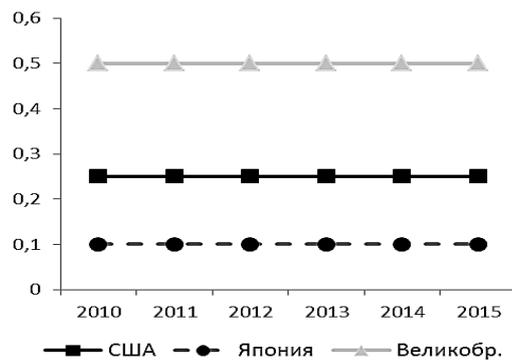


Рис. 3. Основные процентные ставки центральных банков (%)

Источники: по данным национальной статистики, IMF.

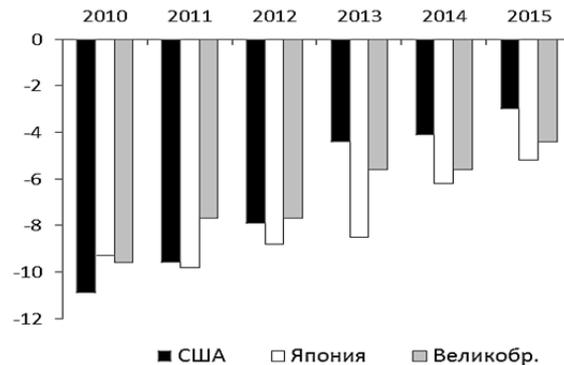


Рис. 4. Дефицит государственных бюджетов (% к ВВП)

Источники: по данным национальной статистики, IMF.

С аналогичной ситуацией (когда избыточная ликвидность наблюдается в одном секторе, а в остальных – дефицит) российская экономика сталкивалась и в прошлом, когда в первой половине 1990-х гг. бурно рос рынок ГКО (государственных краткосрочных облигаций), на котором находились большие объемы финансовых ресурсов.

При этом в остальной экономике России отмечалась одна из самых низких монетизаций в мире ($M2/ВВП$) – около 10 %. Повсеместно наблюдались неплатежи, использование бартера и квазиденег, а процентные ставки находились также на заведомо высоких уровнях.

Это дополнительно подчеркивает необходимость создания механизмов, направляющих финансовые ресурсы в экономику. В противном случае деньги будут всегда оставаться в тех сферах, где им комфортно.

Еще больше осложнила ситуацию на финансовом рынке высокая волатильность рубля, добавляющая неопределенность при планировании будущих затрат для бизнеса и населения. По январским опросам реального сектора РСПП наибольшее число респондентов назвали волатильность и слабый курс рубля (44 %) среди основных факторов, мешающих росту. Курс рубля демонстрирует самую большую волатильность среди стран с развивающимися рынками (Рис. 5).

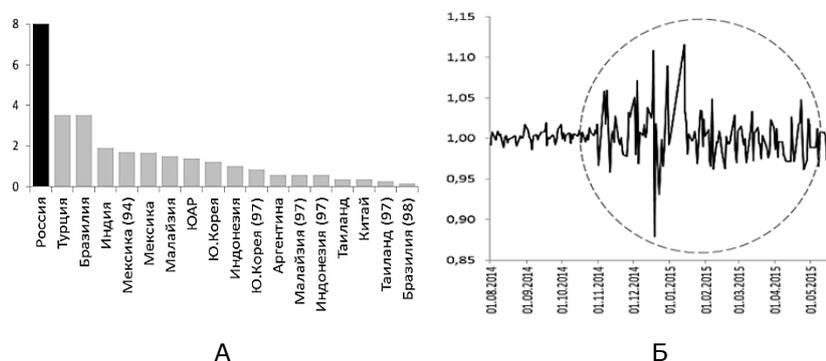


Рис. 5. Волатильность валютных курсов ряда стран* (А) и российского рубля** (Б)

Примечания: * 2015 г., в скобках – другие кризисные годы, когда наблюдалась повышенная волатильность; ** индекс номинального курса рубля к доллару США, к предыдущему дню.

Источники: European Central Bank 2016; по данным ЦБ РФ.

Естественно, запретительно высокие процентные ставки, повышенная волатильность рубля, курсовые провалы существенно усложняют условия ведения бизнеса и повышают риски. Все это обуславливает и формирование избытка средств в финансовом секторе.

Аналогично в ряде стран наблюдается избыток финансовых средств, которые ищут сферы для вложений. Но там такой избыток имеет качественно иной характер. Он сформировался в результате вброса ликвидности со стороны центральных банков ведущих стран в ходе борьбы с последним финансовым кризисом. В условиях дешевизны процентных ставок это приводит к объемным вложениям финансовых ресурсов в различные активы (в первую очередь акции), что вызывает неоправданный рост их цен и ведет к перегреву рынков, повышая вероятность очередного финансового кризиса.

При этом многие задаются вопросом, чего ожидать дальше, тем более что по опыту провалов прошлого все помнят, что после первых падений через короткий период времени иногда происходил второй, еще более

глубокий провал. Все это тем более актуально с учетом периодизации финансовых циклов в новейшей истории. Следует отметить, что у финансовых кризисов отмечается своя периодичность (6–8 лет), не совпадающая с очередностью известных циклов (кондратьевских и др.) (Рис. 6).

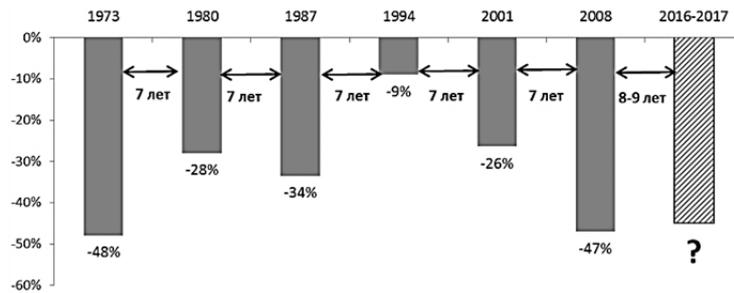


Рис. 6. Динамика индекса S&P 500 (%)

Источники: составлено автором; Bloomberg 2016.

Это дает возможность предположить либо собственную периодизацию циклов в финансовой сфере, либо их искусственный рукотворный характер, при котором они провоцируются для решения неких системных задач (перedel сфер влияния, собственности и др.).

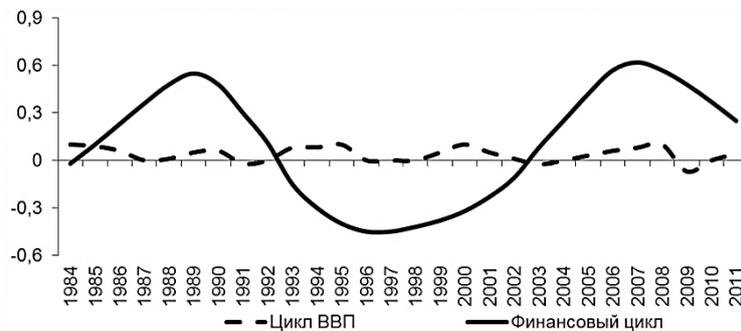


Рис. 7. Финансовые и бизнес-циклы в США

Примечание: циклы развития экономики и циклы на финансовых рынках имеют определенную взаимосвязь. При этом особенностью финансовых циклов является то, что они имеют большую продолжительность во времени и большую амплитуду, чем экономические циклы. Однако при этом финансовые циклы проявляются реже, чем бизнес-циклы.

Источник: International... 2015.

Негативные тренды периодически остро проявляются на мировых фондовых рынках. Так, неуверенность участников рынка привела к тому, что

в первые дни торгов 2016 г. американские фондовые индексы показали самое глубокое снижение более чем за 80 лет (Рис. 8). Значительное падение отмечалось и на других мировых фондовых рынках.

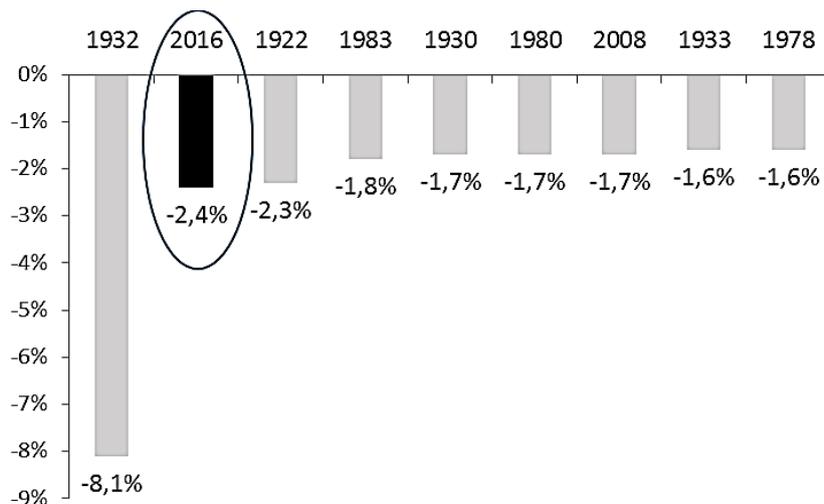


Рис. 8. Масштабный провал индекса S&P в первый день торгов 2016 г.

Источник: Bloomberg 2016.

В январе 2016 г. эксперты международного банка UBS заявили о возможности падения фондового показателя S&P 500 на 20–30 % в течение 2016 г. По их мнению, возможен также драматический рост волатильности активов в ближайшие годы. Аналогично эксперты банка *Societe Generale* прогнозируют возможность падения американских фондовых индексов более чем на 75 %.

Поиск доходов в условиях низких процентных ставок способствует росту рискованного фондирования, который вновь достиг предкризисных уровней (Рис. 9). Участники рынка начинают также более активно использовать кредитное плечо, которое отражается в увеличении показателя так называемого маржинального долга (*margin debt*), свидетельствуя о формировании больших пузырей внутри финансовой системы, и говорит о формировании потенциала по ее дестабилизации. «Большинство участников рынка вряд ли смогут противодействовать давлению со стороны акционеров относительно необходимости повышения доходности операций», – сказал прежний глава Банка Японии М. Широкава.

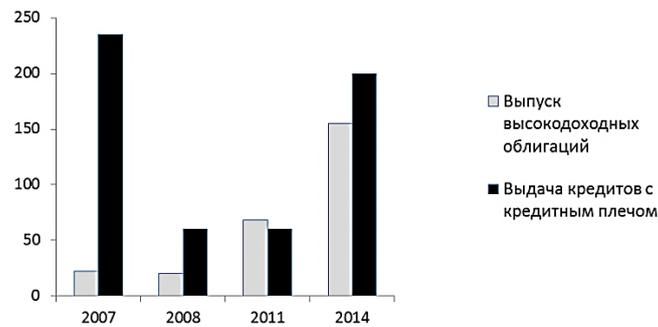


Рис. 9. Выпуск высокодоходных облигаций и выдача кредитов с кредитным плечом

Источник: European Central Bank 2016.

«Мы находимся в гигантском пузыре активов, который может лопнуть в любой момент», – считает крупный финансовый инвестор М. Фабер (Ершов 2015). И наступление указанных событий – лишь дело времени, поскольку фундаментальные перекосы не устраняются, а лишь обостряются.

Действительно, рост деривативов превышает рост активов, достигая предкризисных уровней (Рис. 10). Так, для крупнейших американских банков Топ-5 соотношение «деривативы/активы» составило почти 30 раз, что более чем на 15 % превышает свой предкризисный максимум (2007 г.). При этом для банков Топ-25 соотношение «деривативы/активы» составляет 17 раз, что также выше уровня, наблюдавшегося до кризиса. Действительно, рост деривативов у банков может быть следствием «оптимизации» балансов и минимизации рисков, однако следует помнить, что подобные аргументы приводились и перед кризисом 2008 г., и именно деривативы усилили развитие кризисных процессов.

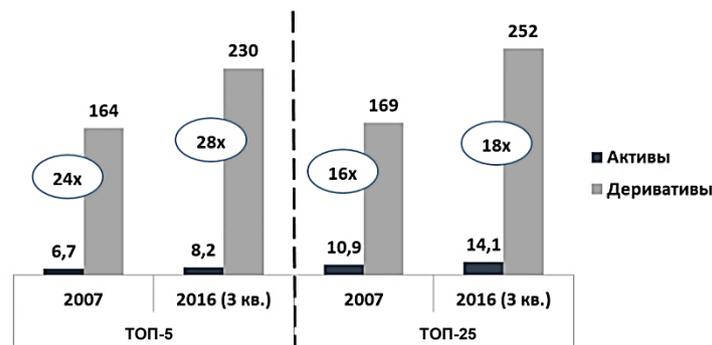


Рис. 10. Активы и деривативы банков США (трлн долл.)

Источник: US Office... 2016.

Все это приводит к неоправданному росту цен на фондовых рынках и их перегреву. Укажем, что американский фондовый рынок по ряду показателей в настоящее время находится на уровне, превышающем свои предкризисные перегревы прошлого – пузырь технологических акций «dotcom» 2000–2001 гг. и ипотечный пузырь 2005–2007 гг. (Рис. 11). В декабре 2016 г. американский фондовый индекс Dow Jones достиг своего исторического максимума, превысив 19 200 пунктов, что еще больше увеличивает риски указанных перекосов.

Отметим также, что показатель P/E превышает свои предкризисные пики, что, естественно, говорит о растущих рисках обвала (отдельные примеры этого, в частности периодически резкое снижение китайского индекса Shanghai Composite, являются тому подтверждением).

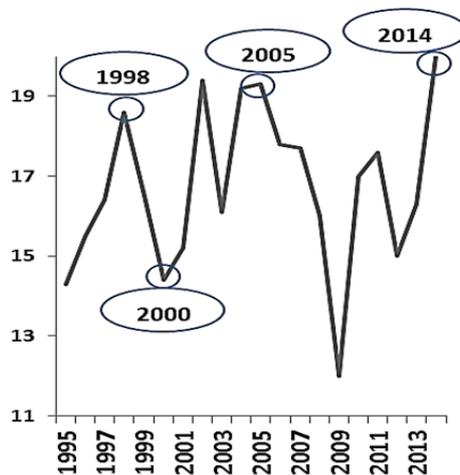


Рис. 11. Отношение цена/прибыль* (Нью-Йоркская фондовая биржа)

Примечание: * медиана.

По мнению экспертов Bank of America, не исключен наихудший цикл с дефолтами в истории (Mirhaydari 2016). Действительно, обращает на себя внимание масштабность корпоративных дефолтов, отмечающихся в последний период (Рис. 12).

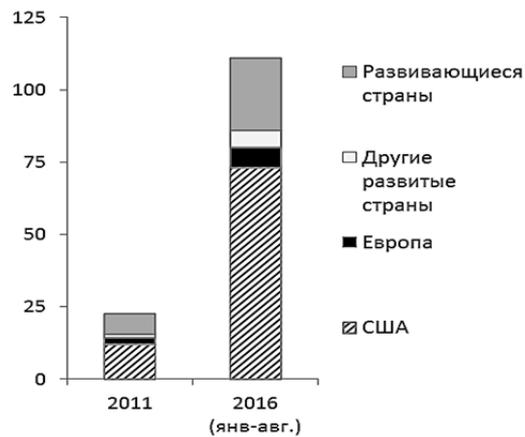


Рис. 12. Мир: корпоративные дефолты по регионам (количество организаций)

Источник: S&P 2016.

Растущая неопределенность повышает актуальность стабилизационных мер. Так, участники рынка создают резервы, чтобы пережить возможные кризисные потрясения. Например, в июне 2015 г. Китай резко и масштабно (более чем на 50 %) увеличил свои золотые резервы (Рис. 13). Таким образом, он поднялся на 5-е место в списке стран с наибольшими запасами золота, обогнав при этом Россию (Рис. 14). Эксперты прогнозируют, что Китай и дальше продолжит аккумулировать золотые резервы.

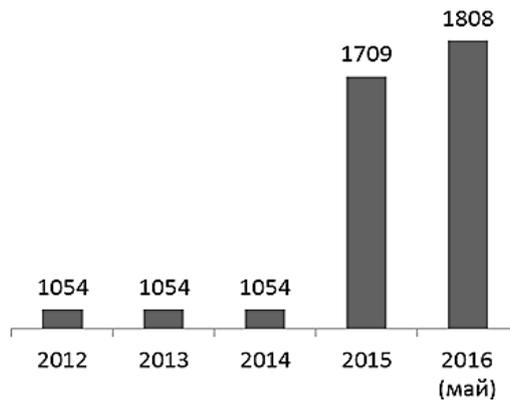


Рис. 13. Официальные запасы золота Китая (тонны)

Источник: по данным центральных банков соответствующих стран.

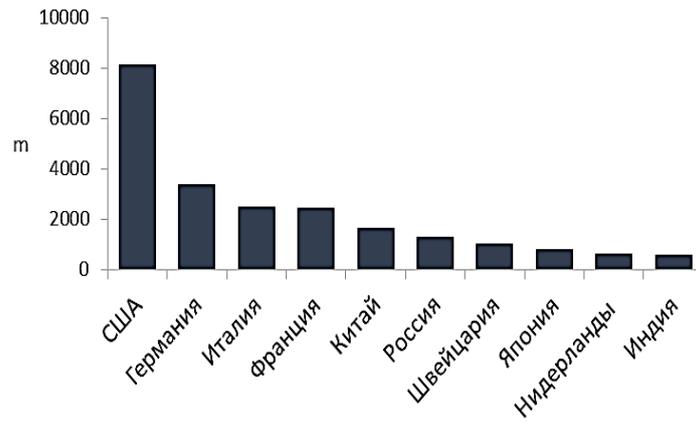
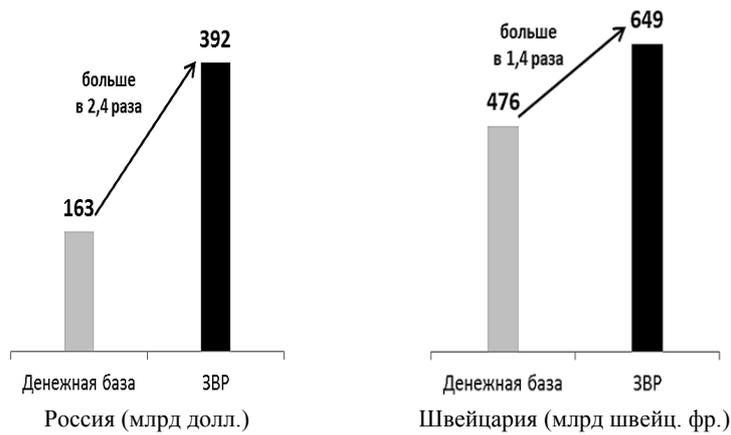


Рис. 14. Страны с крупнейшими запасами золота (тонны)

Источник: по данным центральных банков соответствующих стран.

Аналогично и Россия наращивает свой золотой запас. Более того, размер золотовалютных резервов РФ сейчас превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) более чем в 2 раза. По этому критерию рубль находится в категории обеспеченных валют (о чем необходимо напоминать рынку) (Рис. 15). Согласно данным газеты *Washington Times*, «Россия – страна с валютой, обеспеченной золотом», и лишь вопрос времени, когда она это преимущество реализует (Wood 2015).



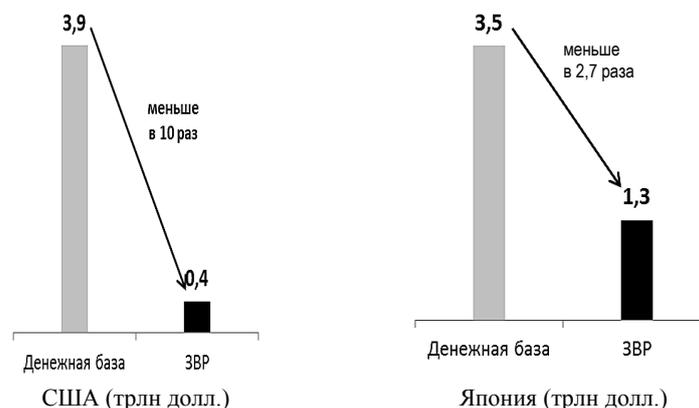


Рис. 15. Денежная база и международные резервы (2015 – апрель 2016 г.)

Источники: по данным центральных банков соответствующих стран.

На нынешней фазе финансового цикла кризисные риски существенно обострились. Это делает необходимым формирование механизмов и подходов, которые позволят России нейтрализовать негативное воздействие и обеспечить ее устойчивое развитие.

Библиография

- Доклад** о денежно-кредитной политике. 2016. Вып. 1. URL: http://www.cbr.ru/publ/ddcp/2016_01_ddcp.pdf.
- Ершов М. В.** 2015. Финансовый кризис: возможность все более отчетлива. *Эксперт Online* 26 августа. URL: <http://expert.ru/2015/08/26/finansovyyj-krizis-vozmozhnost-vse-bolee-otchetliva/?ny>.
- Прокопенко А.** 2016. Банк России назвал цену дефицита бюджета. *Ведомости* 16 июня. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2016/06/16/645589-defitsita-byudzheta>.
- Bloomberg.** 2016. URL: <https://www.bloomberg.com/>.
- European Central Bank.** 2016. URL: <http://www.ecb.europa.eu/>.
- International Banking and Financial Market Developments.** 2015. *BIS Quarterly Review* June. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1506.pdf.
- Mirhaydari A.** 2016. Trouble Brews in the Bond Market. *CBS News* April 28. URL: <http://www.cbsnews.com/news/trouble-brews-in-the-bond-market/>.
- S&P.** 2016. Standard & Poor's. URL: www.standardandpoors.com.
- US Office of the Comptroller of the Currency,** April. 2016. URL: <https://occ.gov/index.html>.
- Wood L. T.** 2015. Russia is Hoarding Gold; You should Worry. *Washington Times* April 30. URL: <https://www.washingtontimes.com/news/2015/apr/30/l-todd-wood-russia-hoarding-gold-you-should-worry/>.