

Ершов Михаил Владимирович —

главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, доктор экономических наук, профессор Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

Mikhail V. Ershov —

Institute of Energy and Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation.

Кризис?! Какой кризис?

Завершение 2018 г. на западных фондовых рынках ознаменовалось рекордным пред рождественским провалом за 100 лет (относительно аналогичных дат в прошлом)! В целом основные индексы за год показали отрицательный результат (*рис. 1*).

Но в начале 2019 г. основные мировые фондовые рынки показали рост, и, более того, за первую неделю отмечался наилучший подъем за соответствующий период последних 13 лет. Однако что-то, видимо, все-таки не так. С чего это вдруг сам президент США Дональд Трамп стал оказывать вербальную поддержку рынку, сказав, что «сейчас действительно отличная возможность для покупок»? И почему вдруг в начале января 2019 г. состоялось совместное заседание трех последних глав ФРС — Бена Бернанке, Джанет Йеллен и Джерома Пауэлла? Эксперты не помнят ничего подобного в новейшей истории. С чего, наконец, глава казначейства США Стивен Мнучин после пред рождественского провала лично обзванивал глав шести американских банков, интересуясь состоянием ликвидности у них (как это делал его предшественник в последний мировой финансовый кризис 10 лет назад)? По ито-

гам этих звонков было заявлено, что у банков достаточно ликвидности для осуществления своих операций. По мнению экспертов, это заявление было «очень странным» и могло скорее повысить нервозность на рынках, чем поддержать их.

Действительно, хотя рост и продолжался весь январь, но индексы все еще ниже своих максимумов 2018 г. Настороженность вызывает и то, что глубокие провалы часто происходят не сразу, им предшествует некоторое восстановление рынков после первого спада (например, так было в кризис доткомов, в ипотечный кризис и др.). Более того, некоторые аналитики считают, что рынки в целом находятся сейчас в самом начале распродаж.

По мнению экспертов *Bank of America*, «коррекция выглядит высоковероятной в ближайшие месяцы» (январь 2018 г.). Представители *Moody's* считают, что за последние 50 лет акции были столь же переоценены только во время пузыря «доткомов» (кризис 2001 г.). По оценкам ОЭСР, сейчас наблюдается более высокий уровень рисков, чем в преддверии последнего мирового финансового кризиса [1].

УДК

Принимая во внимание те меры, которые были предприняты центральными банками ведущих стран для выхода из глобального финансового кризиса 2007–2009 гг., можно было бы ожидать, что экономики будут расти более высокими темпами. Однако их рост остается довольно неустойчивым. Это ставит во главу угла вопрос о том, насколько современная экономика сохраняет способность адекватно реагировать на применяемые к ней меры воздействия.

Ключевые слова

Мировые фондовые рынки, финансовый кризис, МВФ, ФРС США.



Очевидно, чем выше переоценка, тем более глубоким может быть последующий провал. Напомним, каков был, в частности, масштаб схлопывания финансовых пузырей (рис. 2).

Отметим, что в России глубина финансового рынка остается незначительной, что усугубляет его подверженность конъюнктурным колебаниям и перетокам горячих денег. К тому же определенные риски вносит и то, что доля нерезидентов в акциях, которые находятся в свободном обращении (*free float*), по оценкам, достигает около 70%. Очевидно, что столь высокая зависимость от иностранного участия может вызвать существенное снижение нашего рынка, если нерезиденты начнут выводить свои средства. А это в случае мирового кризиса весьма возможно (рис. 3).

Об ожидании кризиса говорят и руководители ряда ведущих банков. Согласно CEO Barclays (*Jes Staley*), масштабный кризис весьма вероятен, однако его причиной будут не проблемы в банковском секторе, как это было в прошлый мировой финансовый кризис. Отметим, что теневой банковский сектор (*shadow banking*) во всем мире за последние 10 лет увеличился в 4 раза и сейчас в 2 раза превышает глобальный ВВП. При этом

регуляторы признают, что на данном этапе не имеют рычагов воздействия на указанные угрозы. «Мы внимательно относимся к появлению рисков за пределами банковской сферы, но непонятно, как с этими рисками иметь дело, поскольку у нас нет для этого соответствующих инструментов», — сказала недавно Дж. Йеллен (ноябрь 2018 г.).

О настороженности регуляторов говорит и то, что ФРС США в январе 2019 г. стал замедлять сворачивание программы количественного смягчения, несмотря на отмечающиеся позитивные показатели развития американской экономики. В частности, экономическая активность возросла, ситуация на рынке труда укрепляется, безработица находится на самом низком уровне.

➤ Отметим, что в России глубина финансового рынка остается незначительной, что усугубляет его подверженность конъюнктурным колебаниям и перетокам горячих денег.

A crisis?! What crisis?

Taking into account the measures taken by the central banks of the leading countries to overcome the global financial crisis of 2007–2009, one would expect that economies would grow at a higher rate. However, their growth remains rather unstable. This puts the question of how the modern economy retains the ability to adequately respond to the measures of influence applied to it.

Keywords

World stock markets, financial crisis, IMF, US Federal Reserve.

➤ Высокая зависимость от иностранного участия может вызвать существенное снижение нашего рынка, если нерезиденты начнут выводить свои средства. А это в случае мирового кризиса весьма возможно.

не за последние 50 лет, расходы домашних хозяйств уверенно растут.

При этом глава ФРС Дж. Пауэлл почему-то дал понять, что ФРС, вероятно, не просто приостановит, а завершит текущий цикл повышения

процентных ставок. ФРС также обозначила свою готовность изменить размеры и структуру баланса, если экономические условия потребуют более мягкой монетарной политики. «Финансовые условия сейчас менее поддерживающие, чем в 2018 г.», — сказал Дж. Пауэлл (31 января 2019 г.).

Все это говорит о том, что регулятор рассматривает риски рецессии как достаточно высокие, хотя прямо этого пока не заявляет.

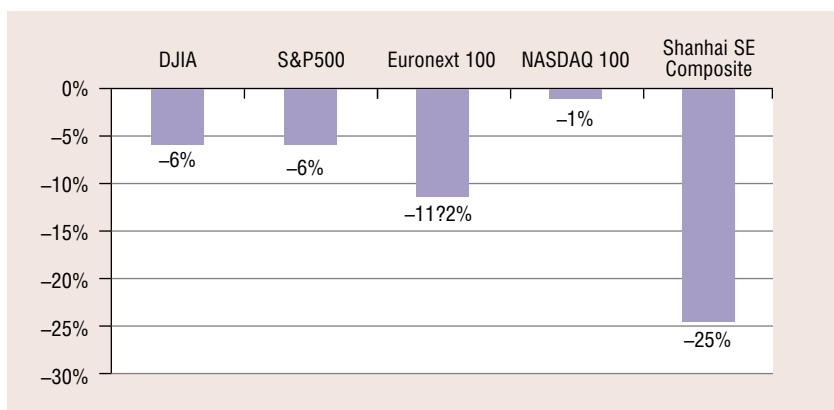
Обращает на себя внимание и то, что всегда сдержанный Всемирный банк в своем Докладе о перспективах глобальной экономики (январь 2019 г.) вынес в заголовок довольно неоптимистичную формулировку: «Небо становится более темным» [2].

В целом, по утверждению международных экспертов, с момента глобального кризиса мало что изменилось. «Нам говорят, что финансовая система стала проще, безопаснее и честнее» (ЮНКТАД). Но банки стали еще больше из-за накачки государственным деньгами, теневой банковский бизнес (*shadow banking*) уже в 2 раза больше мирового ВВП, а внебиржевые деривативы более чем в 6 раз превышают мировой ВВП, подчеркивает ЮНКТАД [3].

Отмечаются риски и другого характера. В 2018 г. МВФ указывал на ужесточение финансовых условий, рост протекционистских мер, повышение госдолга и др. По мнению Кристин Лагард, некоторые из этих рисков начали материализовываться. Повышается неопределенность в геополитике и в экономической политике [4].

Рисунок 1

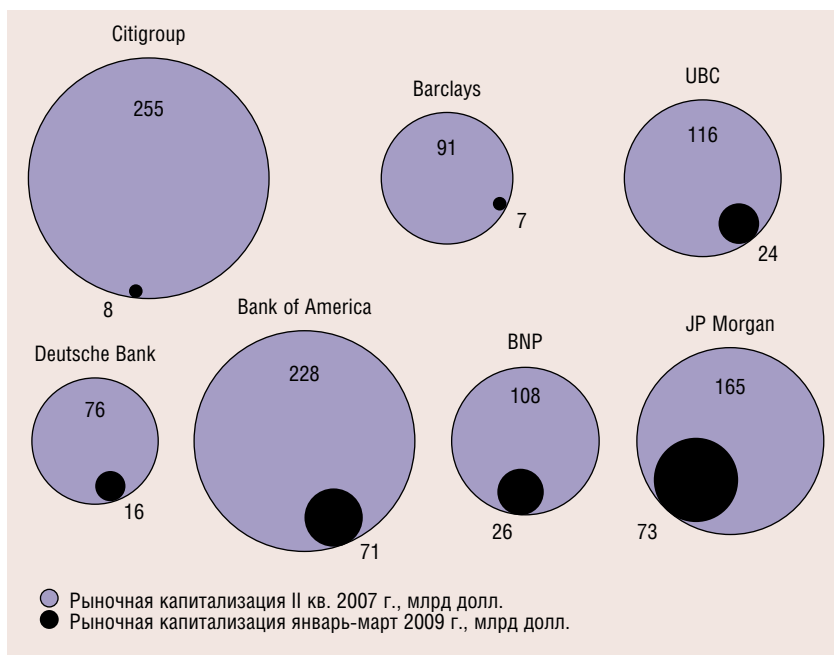
Фондовые индексы: динамика за 2018 г., %



Источник: по данным Bloomberg

Рисунок 2

Кризис 2007–2009 гг.: сокращение капитализации крупнейших корпораций, млрд долл.



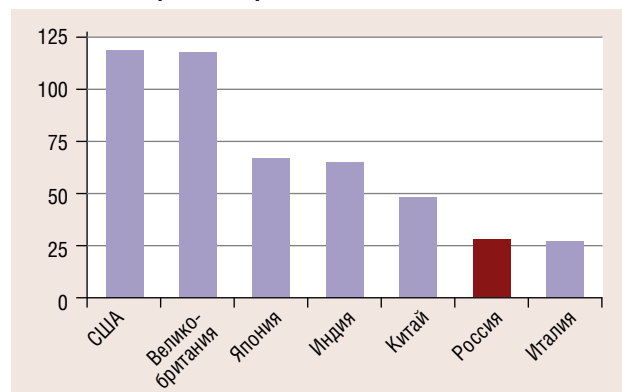
Источник: по данным Bloomberg

В целом, принимая во внимание те меры, которые были предприняты центральными банками ведущих стран для выхода из глобального финансового кризиса 2007–2009 гг., в том числе меры нестандартного характера — выкуп центральными банками с рынка частных активов (в котором участвуют даже центральные банки, нарушая в итоге одинаковость условий для участников и создавая в результате конфликт интересов, как это было, например, в Японии, Швейцарии, ЕС), масштабное вливание ликвидности, установление отрицательных процентных ставок и иное, — можно было бы ожидать, что экономики будут расти более высокими темпами. Однако их рост остается довольно неустойчивым. Это естественно ставит во главу угла вопрос о том, насколько в принципе современная экономика сохраняет способность адекватно реагировать на применяемые к ней меры воздействия. Или это некая сильно деформированная система, которая нормально реагировать уже не в состоянии, и мы имеем дело скорее с «игрой теней» и видимостью действий?

Некую аналогию складывающейся ситуации можно найти в цитате столетней давности: «Я видел тень кучера, который тенью щетки чистил тень кареты» (Ф.М. Достоевский «Братья Карамазовы»).

Рисунок 3

Капитализация фондового рынка, % к ВВП



Источники: по данным центральных банков соответствующих стран, МВФ, ЦМАКП



➤ Мы имеем дело скорее с «игрой теней» и видимостью действий.

В общем, точек зрения и аналогий можно привести много. И дискуссий тоже немало.

А рынки между тем продолжают расти...

■
пэс

Источники

1. White William. OECD Sees More Dangers in Economy Than in 2007 [Электронный ресурс] // Bloomberg, 2017. September 12th. URL: <https://www.bloomberg.com/news/videos/2017-09-12/oecd-sees-more-dangers-in-economy-than-in-2007-video>.
2. Global Economic Prospects. Darkening Skies [Электронный ресурс] // World Bank, 2018. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/307751546982400534/Global-Economic-Prospects-Darkening-Skies>.
3. Trade and Development Report 2018. Power, platforms and the free trade delusion [Электронный ресурс] // United Nation: NY and Geneva, 2018. URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2018_en.pdf.
4. Lagarde C. “Steer, Don’t Drift”: Managing Rising Risks to Keep the Global Economy on Course [Электронный ресурс] // International Monetary Fund, 2018. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/09/27/sp100118-steer-dont-drift>.

References

1. White William. OECD Sees More Dangers in Economy Than in 2007. Bloomberg, 2017, September 12, available at: <https://www.bloomberg.com/news/videos/2017-09-12/oecd-sees-more-dangers-in-economy-than-in-2007-video>.
2. Global Economic Prospects. Darkening Skies. World Bank, 2018, available at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/307751546982400534/Global-Economic-Prospects-Darkening-Skies>.
3. Trade and Development Report 2018. Power, platforms and the free trade delusion. United Nation: NY and Geneva, 2018, available at: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2018_en.pdf.
4. Lagarde C. Steer, Don’t Drift: Managing Rising Risks to Keep the Global Economy on Course. International Monetary Fund, 2018, available at: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/09/27/sp100118-steer-dont-drift>.