

# О новых рисках после кризиса (1)

(к выходу новой книги Михаила Ершова «Мировой финансовый кризис. Что дальше?» (2))

В конце января 2011 года американская Комиссия по рассмотрению причин финансового кризиса (Financial Crisis Inquiry Commission) выпустила шестисот-страничный доклад о причинах последнего кризиса в США (3). Одним из главных назван «субъективный» фактор, и делается вывод, что «кризис можно было избежать: он был результатом действий и бездействия людей» (с. XVII). Это сделало возможным и усугубило эффект взрывного роста секьюритизации и субстандартных кредитов, неоправданный рост цен на жилье, резкий рост торговых операций финансовых компаний, нерегулируемых деривативов и проч. (с. XVII) «Мы заключаем, что провалы в финансовом регулировании и надзоре оказались разрушительными для национальных финансовых рынков» (с. XVIII). Среди важных предпосылок кризиса — появление «теневого банковской системы».

Рассмотрению проблем мирового финансового кризиса, новых рисков и перспектив посткризисного развития в мире посвящена новая книга М. Ершова «Мировой финансовый кризис. Что дальше?», которая выходит в издательстве Экономика в марте 2011 года.



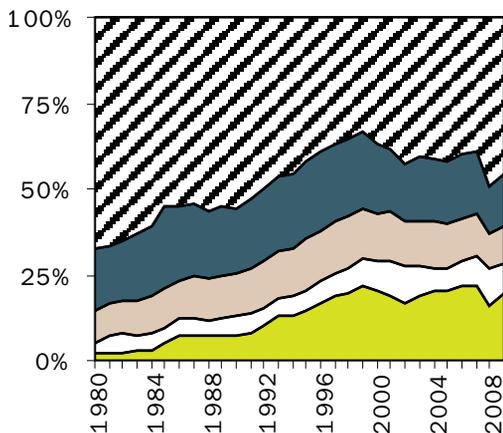
О таких рисках говорилось не раз. Более легкое регулирование, чем у традиционных коммерческих банков, позволяло финансовым компаниям, инвестбанкам, хедж-фондам, фондам денежного рынка осуществлять финансовое посредничество с меньшими издержками, чем традиционная коммерческая банковская система США. В результате финансовые операции стали все активнее перетекать в «параллельную» (теневую) банковскую систему (4).

Если еще в 1980-е годы на традиционную банковскую систему приходилось около 70% активов всего финансового сектора, то к 2000-м годам их доля сократилась до менее 50% [Рис. 1].

Отсутствие адекватного регулирования привело к одному из самых глубоких фондовых кризисов в новейшей истории [Рис. 2а].

Данный кризис являлся одним из самых острых и затяжных в новейшей истории [Рис. 2б].

В преддверии кризиса доля иностранного владения финансовыми



- Депозитные институты
- Частные пенсионные фонды
- Государственные пенсионные фонды
- Фонды денежного рынка
- Взаимные фонды

[Рис. 1] США: активы ряда финансовых институтов (%)

Источник: US Fed, Flow of Funds за соответствующие годы

ми активами мира приблизилась к \$70 трлн или свыше 30% от общего объема активов [Рис. 3].

Одновременно устойчиво росли трансграничные операции глобальных банков, что влекло за собой увеличение объема их требований к участникам из других стран, повышая тем самым их зависимость друг от друга [Рис. 4] и усиливая возможность быстрого распространения кризиса.

Осенью 2010 года Национальное Бюро Экономических Исследований (США), констатировало окончание рецессии в Соединенных Штатах: «В июне

2009 года экономика США прошла через минимальные значения деловой активности. Это означало окончание рецессии (которая началась в декабре 2007 года) и начало восстановления» (5).

Действительно, в ряде стран стало отмечаться некоторое улучшение экономических показателей [Рис. 5].

При этом, несмотря на формальные признаки улучшения положения в 2010 году, ситуация не до конца внушает оптимизм. В тех же США, в частности, в ноябре 2010 года было объявлено об очередных антикризисных мерах, реализация которых будет означать новый

выток эмиссии доллара и дальнейший рост денежной базы американской валюты к лету 2011 года (причем, более чем на 300% от докризисного уровня) [Рис. 6].

Одновременно расширились антикризисные меры во многих странах, что также обусловило более быстрый рост денежной массы относительно ВВП [Рис. 7].

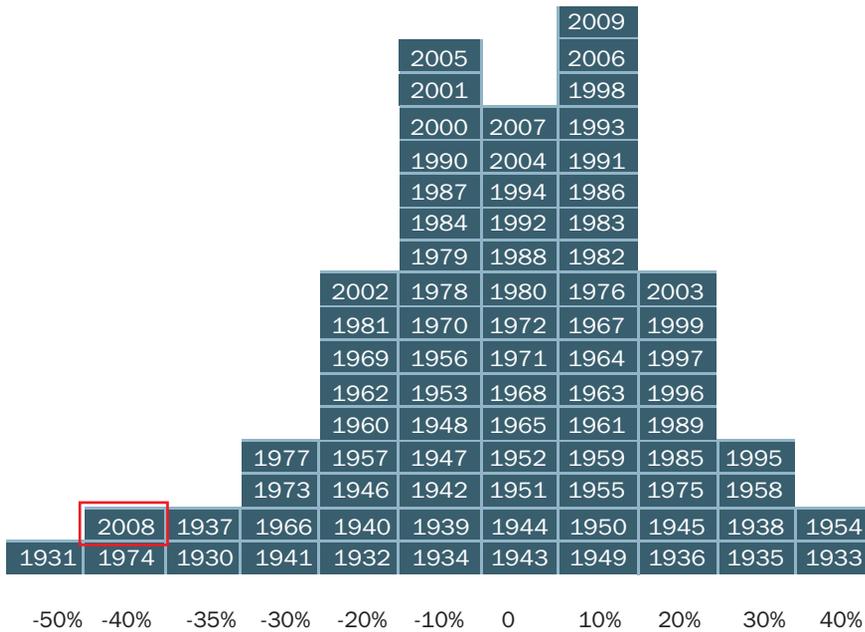
Избыток долларовой ликвидности и новые планы по ее дальнейшему наращиванию очевидно усиливают дестабилизирующие риски как для стран и рынков, куда эта ликвидность приходит (а затем уходит), формируя новые «пузыри», так и для самого доллара. В условиях свободного движения капиталов это будет повышать вероятность новых региональных кризисов и волатильность как финансовых рынков, так и мировой экономики в целом.

Кроме того, нормализуя свои балансы, финансовые компании одновременно сталкиваются с уменьшением доходности своих операций, что сдерживает их рост и вновь делает его более «рискоориентированным». Эта тенденция уже начала отчетливо проявляться в течение 2010 года, когда вновь увеличились эмиссии и спрос на облигации низкого качества («junk bonds»), и, кроме того, сокращаются различия в доходности («спрэд») между госбумагами и облигациями с высоким риском [Рис. 8].

Другими словами, вновь начинают воссоздаваться те риски, которые предшествовали последнему кризису. Причем этот процесс, похоже, вновь будет носить массовый, системный характер. Как справедливо указывал глава Банка

**[Рис. 2а]** Динамика индекса Dow Jones в 1930–2009 годов  
Темпы прироста; в реальном исчислении в ценах 2000 г.

Источник: рассчитано по данным NYSE



**[Рис. 2б]**  
Продолжительность кризисов (количество кварталов)  
Источник: Global Europe Anticipation Bulletin, Morgan Stanley, NBER и др

Японии, «большинство участников рынка вряд ли смогут противодействовать давлению со стороны акционеров относительно необходимости повышения доходности операций» (6).

Это тем более актуально с учетом нового витка накачки «анти-кризисной ликвидности» в США и опережающего роста глобальной денежной массы относительно ВВП. Указанные ресурсы, очевидно, будут искать места своего применения — сначала притекать на рынки, разогревая их, а затем уходить с них, создавая риск их обрушения.

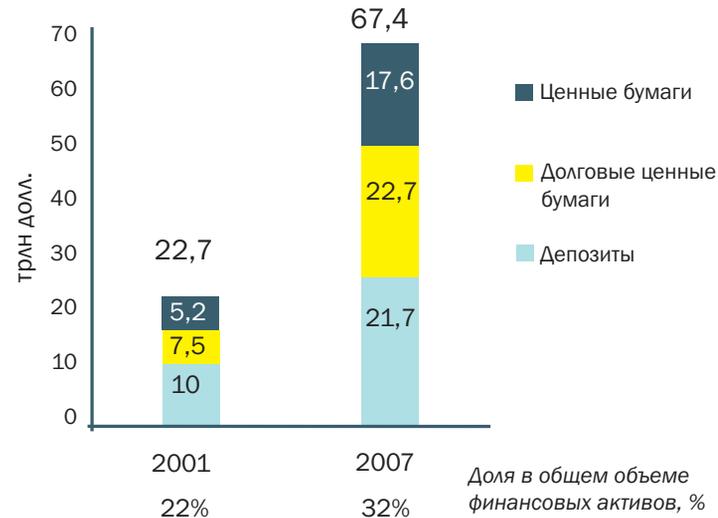
В столь неустойчивой ситуации необходимо иметь механизмы, позволяющие нейтрализовать воздействие «внешних» шоков и обеспечить устойчивое развитие на основе собственных возможностей. В этой связи вновь начинает привлекать к себе внимание возобновившийся рост корпоративной внешней задолженности российских участников [Рис. 9].

Избыточная ликвидность одновременно может обострить проблемы с долларом, который в принципе вошел в длительную полосу системного обесценения.

Данные обстоятельства показывают, сколь хрупкой является достигнутая стабилизация и сколь высоки риски мировой экономики и отдельных стран. Это делает актуальным выработку механизмов пост-кризисного развития с учетом новых рисков и новых возможностей, которые возникают в мире.

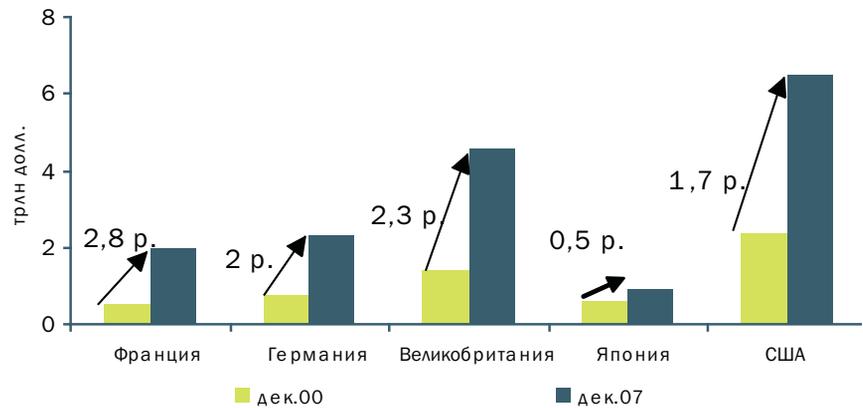
**[Рис. 3]** Глобальная структура финансовых активов, принадлежащих иностранцам (оценка, \$ трлн)

Источник: World Economic Forum, The Future of the Global Financial System. 2009



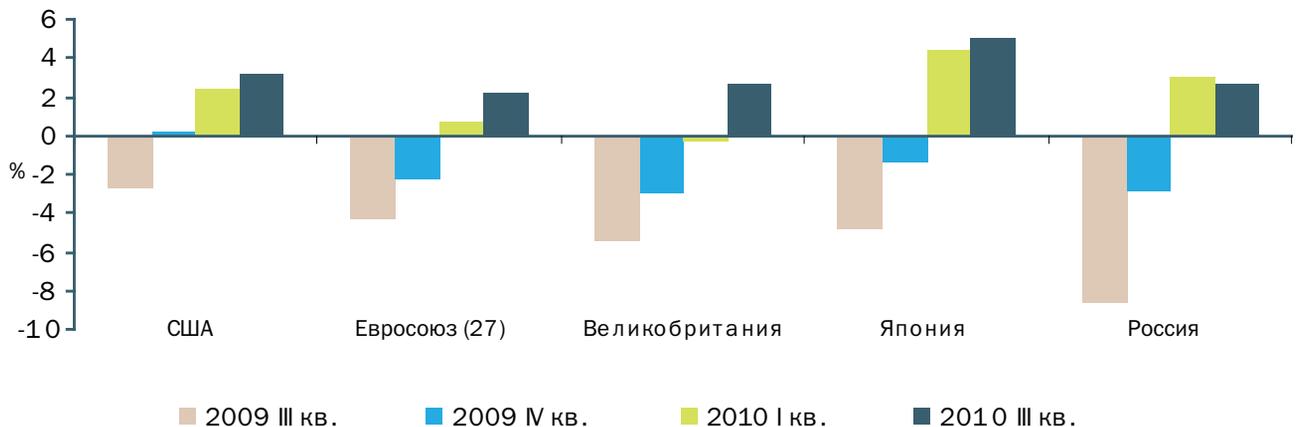
**[Рис. 4]** Требования банков к остальному миру (\$ трлн)

Источник: рассчитано по данным BIS



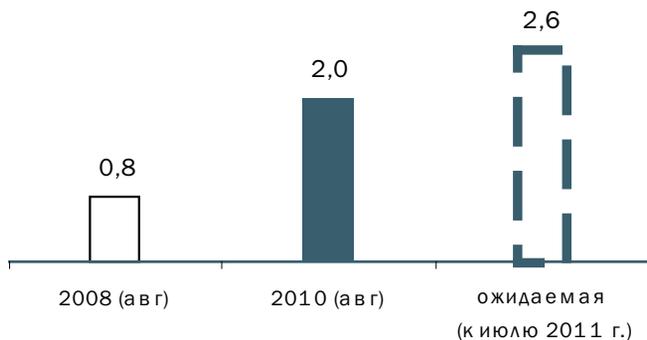
**[Рис. 5]** Прирост реального ВВП в ряде стран (к соотв. кварталу предыдущего года, %)

Источник: OECD, Росстат.



**[Рис.6]** Денежная база доллара США (\$ трлн)

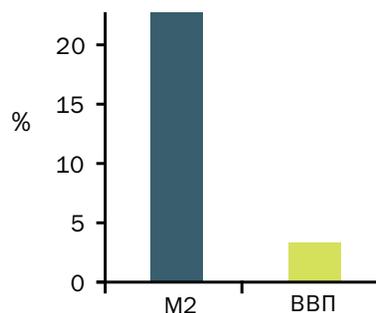
Источник: US FED



**[Рис.7]** Прирост денежной массы (M2) и номинального ВВП основных

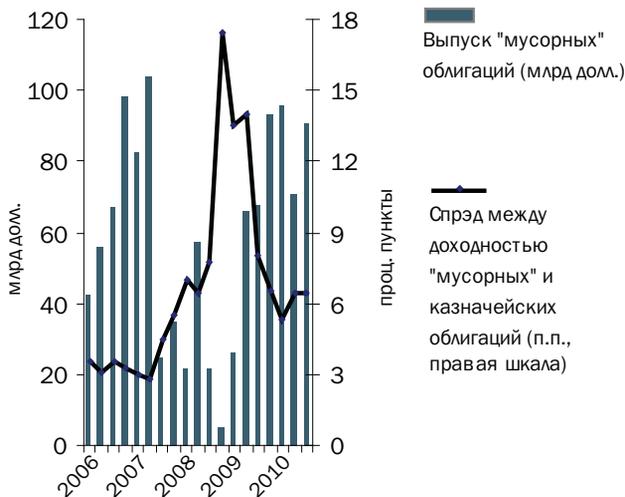
экономик в 2007-2009 гг. (декабрь к декабрю, %) Еврoзона, США, Великобритания, Япония, Китай, Россия

Источник: рассчитано по данным Eurostat, US Fed, BEA, Bank of England, Bank of Japan, National Bureau of Statistics of China, ЦБ РФ, Росстат



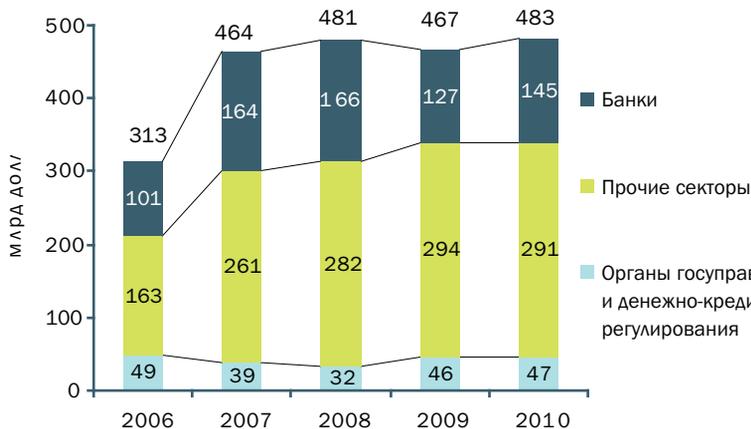
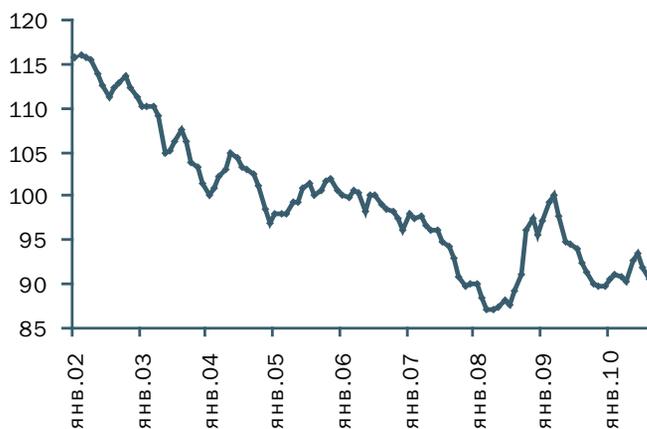
**[Рис.8]** «Мусорные облигации» в мире

Источник: The Economist



**[Рис.10]** Реальный эффективный курс доллара (2005 год =100)

Источник: BIS



**[Рис.9]** Внешний долг РФ (\$ млрд)

Источник: ЦБ РФ

Сноски

(1) Статья отражает личное мнение автора (2) М. Ершов «Мировой финансовый кризис. Что дальше?»- М.: Экономика, 2011 (3) Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Financial Crisis Inquiry Commission. January 2011 (4) М. Ершов «Мировой финансовый кризис. Что дальше?»- М.: Экономика, 2011 (5) NBER, 20.09.2010 (6) Shirakawa M., Some thoughts on incentives at micro and macro level for crisis prevention. BIS, Papers No53, June 2009. P. 25-26