

В. М. Шавшуков

КРИЗИСЫ ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВ (1997–2013 гг.)

1. Введение

С начала 80-х годов XX в. сформировались глобальная финансово-экономическая среда и система, одним из признаков которой стали кризисы глобальных финансов. Их колыбель — национальная экономика таких стран, как Мексика (1994 г.), Южная Корея (1997 г.), США (2008 г.); классическая природа — разбалансированность внутреннего рынка. В условиях глобальной экономики «волны финансового цунами» захлестывают другие экономики. Будучи сегментом мирового рынка, национальные финансы не выдерживают вывода активов глобального инвестора, что углубляет кризис. Глобальный кризис 2008–2009 гг. и последующая вплоть до 2013 г. вялотекущая рецессия, прежде всего в ЕС, дифференцировали поверхностные причины и глубинную природу кризиса, поставили мир перед необходимостью солидарных действий G20, решения цивилизационных проблем и скорейшего перехода к новому технологическому укладу.

Мировая наука достаточно всесторонне и комплексно проанализировала причины возникновения, механизмы распространения, последствия и антикризисные действия монетарных властей первых кризисов глобальных финансов в Мексике [1–3], странах Юго-Восточной Азии (ЮВА) [4; 5; 6, с. 128–169; 7–11], России [12–14; 6, с. 170–207; 15], глобальной экономике 2008–2009 гг. [16–22]. Исследования показали, что если мексиканский кризис пришел с валютного рынка, то в странах ЮВА его причины связаны с промышленным перепроизводством. Российский кризис 1998 г. явил себя как долговой, банковский. Проанализирована фактология его природы, отражающая клубок внутренних системных проблем экономики, ошибок в экономической политике и зависимости от конъюнктуры мировых рынков. Глобальный кризис 2008–2009 гг. рассмотрен в науке, главным образом, на уровне анализа краха ипотечного рынка США и антикризисных действий монетарных властей.

В ряде исследований выявлены некоторые закономерности возникновения и развития кризисов [23–26]. Их механизмы, основные антикризисные рецепты и направления формирования новой архитектуры стабильной финансовой системы в общем виде науке понятны, но не всегда ясны глубинная природа и основное звено решения коренных проблем посткризисной рецессии мировой экономики. Настоящая статья сфокусирована на систематизации закономерностей первых кризисов глобальной экономики, анализе новых явлений и глубинной природы глобального кризиса и посткризисной рецессии в странах ЕС. В научный оборот вводятся под-

Вячеслав Михайлович ШАВШУКОВ — д-р экон. наук, профессор Санкт-Петербургского государственного университета. Научная специализация — глобальные финансы. Автор более 110 научных трудов, опубликованных в России, Бразилии, Индии, Китае, Финляндии, Словакии. Имеет практический опыт работы на международных финансовых рынках; e-mail: shavshukov@rambler.ru

© В. М. Шавшуков, 2013

крепленные оригинальной статистикой и расчетами детали производства и дистрибуции долларов США, финансового эффекта от их эмиссии. Рассматриваются варианты решения проблем рецессии и новых источников роста мировой экономики.

2. Кризис в странах ЮВА 1997 г.

Летом и осенью 1997 г. в странах ЮВА произошло резкое и мощное давление на валютном рынке. В Таиланде и Индонезии это привело не просто к сокращению валютных резервов, а к изменению валютной политики государств. Правительства отказались от искусственного поддержания национальных валют и перевели девизы в свободное рыночное плавание. В Южной Корее снижение курса вон привело к обвальному падению котировок акций. Потребовалась срочная финансовая помощь со стороны Международного валютного фонда (МВФ) в размере 15 млрд долл.

Общими причинами кризиса стали: инфляционное давление (вздутие цен на собственность и акции вызвало внутренний дефицит денег); искусственное удержание курсов валют; непрозрачность финансового сектора; практика рискованного кредитования правительств; кризис доверия по отношению к банкам; недооцененность рисков зарубежными инвесторами и рейтинговыми агентствами; переоцененность доходности местных финансовых активов; дефицитность платежных балансов.

Несмотря на то что МВФ не пришел к выводу о разрушительной роли международных паевых фондов и транснациональных банков (ТНБ) в ЮВА, именно профессиональные игроки рынка инициировали обвал валют, а затем ценных бумаг ряда стран региона. Фонды, борясь против переоцененных ценных бумаг в национальной валюте, ударили по тайскому бату, малазийскому риалу, корейскому вону. Резервов центральных банков (ЦБ) этих стран не хватило для удержания валют от девальвации.

Таким образом, причины кризиса — внутренние (дефицит торгового баланса, переоценка финансовых активов, плохие кредиты, валютный коридор, недостаток резервов); разжигание очага — внешнее (инвесторы стремились избавиться от переоцененных ценных бумаг, начали выводить капиталы, возросла нагрузка на валютном рынке). Стратегически международные инвестиционные фонды (сердцевиной которых являлся американский капитал) «свалили» «молодых тигров» ЮВА. Присоединение новых индустриальных стран ЮВА к теряющей свои позиции Японии не соответствовало экономическим интересам США и Западной Европы. Фонды активно выполнили эту миссию.

Кризис в ЮВА произошел на фоне фондового бума 1990-х годов, следствием которого стала переоценка как развивающихся, так и развитых рынков. Важным фактором, подпитывающим этот бум, явились иностранные инвестиции. Это привело к росту дефицита платежного баланса стран.

Влияние кризиса на потоки капитала в мировой экономике. В 1990-е годы 40% чистых частных потоков мирового капитала направлялось в Азию. Кризис сократил поток на 54% [27]. В октябре-ноябре 1997 г. девальвация валют стран ЮВА составила 30%, фондовые индексы региона упали на 18%, ведущих западных бирж — на 9–10, России — на 16, Бразилии — на 10%. Для мировых фондовых индексов характерна не только синхронность флуктуации, но и определенная закономерность

в разрыве падения/роста индексов мировых финансовых центров и развивающихся стран. Осенью 1997 г. разрыв индексов наблюдался с коэффициентом 2–3 (падение индекса DJIA составило 4,7% против падения индексов развивающихся рынков: РТС — 15,67%, *Bovespa* — 10,20%, *Hang Seng* — 18%) (рассчитано по:[28]).

Испытали давление кризиса, прежде всего, развивающиеся страны: произошел рост спрэдов на денежном рынке и премий — на валютном. В частности, снизились темпы экономического роста в Индии, ослаб рупий; Бразилия и Аргентина провели превентивные меры: увеличили резервы и спрэды по суверенному долгу, что несколько сократило темпы инфляции. Россия, Чехия, Эстония, Украина испытывали сильное давление кризиса, ставшее результатом дефицита платежного баланса, слабой собираемости налогов. Китай — единственная страна из группы развивающихся — сохранил «иммунитет», поскольку проводил политику привлечения прямых иностранных инвестиций, ограничения финансовых спекуляций, создания значительных валютных резервов, плюсового текущего платежного баланса, слабого юаня.

Международные рынки капитала также испытали давление волны кризиса ЮВА. С одной стороны, на зрелых рынках капитала в 1994–1997 гг. произошло сокращение процентных ставок (как следствие фискальной консолидации, уменьшения уровня инфляции, увеличения конкуренции на международном банковском рынке). С другой стороны, на фоне быстрого роста цен на рынке капитала США и ожиданий инвесторов, связанных с увеличением доходов, возникла обеспокоенность негативного воздействия на развивающиеся рынки возможной коррекции зрелых рынков.

3. Дефолт и кризис в России 1998–1999 гг.

17 августа 1998 г. Правительство РФ и ЦБ опубликовали заявление о дефолте по внешним обязательствам в иностранной валюте. Россия вошла в полосу кризиса. Ядром финансового кризиса стала банковская система. Отказ государства по своим обязательствам на рынке государственных краткосрочных облигаций (ГКО), введение моратория на исполнение резидентами внешних обязательств капитального характера, девальвация рубля спровоцировали замораживание 60% банковских активов (22% по государственным бумагам и 40% по проблемным кредитам), которые на фоне совокупной внешней задолженности в размере 30 млрд долл. привели системообразующие банки к потере ликвидности (уже 20 августа) и дефолту.

Можно выделить четыре причины краха системообразующих банков и кризиса банковской системы страны.

1. *Серьезные системные просчеты проводимой в 1990-е годы макроэкономической политики.* Внутренняя конвертируемость рубля поддерживалась исключительно положительным чистым экспортом сырьевых отраслей, иностранными кредитами и сжатием денежной массы. Рост курса доллара усиливал неэффективность, нерентабельность и неконкурентоспособность национальной обрабатывающей промышленности, препятствовал притоку кредитных ресурсов в основные средства, определил краткосрочный характер кредитного портфеля (до одного года) и его концентрацию на 4/5 в финансовом секторе, институтах государственного управления и государственных унитарных предприятиях (ГУП) под госгарантию. Для поддержания ликвидности банки ушли в государственные бумаги и «голубые фишки».

Валютная политика ЦБ, опирающаяся на валютный коридор и интервенции, строилась на привязке к «валютному якорю» — доллару США. Однако перманентная потеря курсовых ориентиров приводила то к недооценке рубля в начале 1990-х, то к его переоценке в середине 1990-х годов. Курс не может быть абсолютно одинаково выгоден национальному экспортеру и импортеру. Для усиления экспортных возможностей курс занижают, но это невыгодно импортеру. В валютной политике ЦБ постоянно ищет баланс интересов между неконкурентной обрабатывающей промышленностью и экспортно-ориентированными отраслями. Это была архисложная задача. Валютная политика, построенная на искусственном удержании курса в рамках коридора, не стимулировала развитие обрабатывающей промышленности и не могла долго проводиться, поскольку доходная часть госбюджета и резервы опирались только на мировые цены энергоносителей и обязательную продажу валютной выручки (дошедшую до 75%). Обвал рынка нефтепродуктов в 1998 г. до 9 долл. за баррель способствовал краху проводимой валютной политики скользящей привязки к «долларовому якорю». Гибкие системы привязки не оправдали себя не только в России, но и в Польше, странах ЮВА, Бразилии.

2. *Несоблюдение принципа добросовестной конкуренции свободного от монополизма рынка при построении российской банковской системы.*

Основу системы составляли бывшие специализированные госбанки и 400 банков с государственным участием. Бюджетные счета стали основой возвышения ряда уполномоченных частных банков, получавших к ним доступ на преференциальной основе. Процесс концентрации и централизации банковского капитала в Москве сопровождался дискриминацией периферийных банков.

3. *Родовые слабости банковской системы.* Они обезоружили кредитные институты перед лицом мгновенной утраты доверия к ним и 30%-ной девальвации рубля (курс упал с 6 до 25 долл. с 17 по 25 августа 1998 г.). Укажем, в частности, на дефицит свободного капитала (с разбросом показателей от 12 млн до 475 млн долл.) у большинства ведущих банков, большие операционные расходы, недостаток резервирования и потерю ликвидности. Проблемы последней накапливались в результате несовпадения активов и пассивов по срокам погашения (сумма разрывов, взвешенная с учетом риска, составляла к активам минус 40–70%), низкого качества кредитного портфеля (высокие риски, неквалифицированная оценка бизнес-планов, просроченная задолженность: по РСБУ 2–4%, а по МСБУ 80–90% и связанное кредитование до 20%).

4. *Неэффективность применения командной системы управления, обусловленная организационной структурой с параллельными моновалютными подразделениями, отсутствием центров прибыли и затрат, хозрасчетного бюджетирования филиалов, игнорированием такого менеджерского потенциала, как делегирование ответственности и полномочий низшим звеньям управления и исполнения.* Система управления рисками (процентными, валютными, рыночными и суверенными), персоналом, активами и пассивами была не только неэффективной, но и недемократичной. Для банков были характерны закрытость финансовой отчетности, трудность рыночного входа в открытые акционерные общества (ОАО), дискриминация миноритарных акционеров. Банки сумели создать систему хеджирования от отдельных рисков, но не смогли спрогнозировать кризис денежно-кредитной системы.

Глубокий и многофакторный банковский кризис потребовал проведения анализа различных сценариев выхода из него. В их числе рассматривались национализация банков, спасение ведущих банков с помощью стабилизационных кредитов ЦБ, регионализация банков, выплата внешних долгов, реструктуризация долгов, обмен долга на акции. ЦБ пошел по пути санации проблемных банков с помощью АРКО и различных схем реструктуризации долга.

Значительная внешняя кредиторская задолженность ведущих банков (в среднем 100–200 млн долл.) сделала проблему внешних обязательств системообразующих банков одной из центральных в восстановлении их кредитоспособности. Большинство кредитных институтов объявили о банкротстве, два исполнили свои обязательства, четыре реструктурировали внешние долги и вернулись на рынки в 2001–2003 гг.

Выход из кризиса банковской системы осуществлял ЦБ. Его оперативные антикризисные меры были профессиональны и своевременны (многосторонний банковский клиринг, перевод депозитов восьми коммерческих банков в Сберегательный банк РФ, выдача ломбардных и стабилизационных кредитов, уменьшение нормативов обязательного резервирования). Одновременно ЦБ приступил к разработке программы реструктуризации банковской системы. Но ее создание оказалось чрезвычайно трудным из-за стремления некоторых политических сил понизить статус ЦБ и провести огосударствление банковского сектора. В итоге только к концу 2001 г. Государственная Дума, ЦБ и Правительство определились со стратегией развития банковского сектора. Базовыми ее направлениями стали: увеличение капитальной базы до 5 млн евро (для повышения кредитоспособности), переход с 1 января 2004 г. на Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО), увеличение прозрачности кредитных институтов (консолидированный баланс, получение международных рейтингов, обеспечение рыночного входа в ОАО и прав миноритарных акционеров), поворот к кредитованию основных средств предприятий (с помощью политики снижения процентных ставок и синдицированных займов, а также создания кредитных бюро), восстановление доверия к коммерческим банкам (путем создания Фонда страхования вкладов), создание конкурентной среды (в частности, на основе постепенного выхода ЦБ из капитала Сбербанка РФ, Внешэкономбанка (ВЭБ), Внешторгбанка, росзагранбанков).

Итак, в концентрированном виде разрушительная роль «внешнего фактора» проявилась в зависимости экономики от конъюнктуры международных рынков нефти и газа, чрезвычайно низком уровне международной ликвидности, фактическом банкротстве Министерства финансов по обслуживанию обязательств по ГКО. Напомним, что в 1997 г. доля иностранных инвесторов на рынке корпоративных ценных бумаг составляла 33%, ГКО — более 80%, а внешняя задолженность банков — около 30 млрд долл.

Научный и практический интерес представляет сравнительный анализ макроэкономических показателей России в 1998 и 2013 гг. на дату 17 августа — день объявления дефолта РФ (табл. 1).

15 лет спустя после «дефолта 1998» макроэкономическое положение России радикально изменилось: важнейший индикатор и источник доходов — цена нефти находится на стабильном уровне более 100 долл. за баррель; государственный внешний долг стал в два раза ниже пороговых значений МВФ; ВВП увеличился в 4,76 раза

Таблица 1. Сравнительные макроэкономические показатели РФ (1998 и 2013 гг.)

Ключевые показатели	Дата	17 августа 1998 г.	17 августа 2013 г.
Цена нефти марки Urals, фьючерсный контракт, баррель/доллар		7,8	110,6
Государственный внешний долг/ВВП, %*		29	24,37
ВВП за предыдущий год, млрд долл.		431,45	2051
Международная ликвидность, млрд долл.		17,5	514
Уровень инфляции за предыдущий год, %		11	6,6
Темп роста ВВП, %		0,4	3,4
Курс доллара		6 (в рамках валютного коридора 6–9,5)	32,9421 (в рамках коридора бивалютной корзины 32,05–39,05)

Составлено по: [29–33].

*Для сравнения: внешний долг Германии и США в 1997 г. составлял — 57%, в 2013 г. — 66%.

с мощной «подушкой безопасности» — международной ликвидностью в размере 514 млрд долл., выросшей в 29,4 раза; уровень инфляции сократился в 1,66 раза; темп прироста ВВП вырос в 8,5 раза. Ключевыми источниками экономического роста стали благоприятная рыночная конъюнктура на углеводороды и эффективный для экспорта курс рубля к доллару 1:25–32.

В 2013 г. перед Россией остро встал вопрос о новых источниках и условиях экономического роста. Ценовой фактор нефти и газа исчерпан или почти исчерпан, а техническая девальвация рубля невыгодна обрабатывающей промышленности. Международные финансовые рынки нестабильны, поэтому риски высоки (в 1998 г. в структуре внешнего госдолга доля еврооблигаций составляла 27%, а к 2013 г. выросла в 2,6 раза — до 69,1%). Экспортные возможности страны ограничены, внешнеэкономические перспективы будут ухудшаться в свете возможного создания зоны свободной торговли между США и ЕС (наподобие *North America Free Trade Agreement* — *NAFTA*) или Северной Америкой и Европейским союзом (*Trans Atlantic Free Trade Agreement* — *TAFTA*). Поэтому для таких крупных экспортеров, как Китай, Индия, Россия, выход один — ориентация на внутренний рынок и БРИКС. Ключевыми индикаторами роста могут быть доступные «длинные деньги», умеренно-низкая инфляция (одновременно низкой инфляции и высокого роста достичь невозможно), *Private Public Partnership* (PPP) в крупные инфраструктурные проекты национального масштаба и High-tech.

4. Закономерности первых кризисов глобальных финансов

Первые кризисы глобальных финансов в Мексике (1994 г.), ЮВА (1997 г.), России, Чехии, государствах Балтии (1998 г.), Турции (1999 г.), Аргентине, Бразилии (1999–2000 гг.) носили, скорее, региональный, нежели глобальный характер. Вместе с тем это была «проба глобального пера». Коридоры распространения кризисов

были широки и достаточно далеки (волны кризиса 1997 г. стран ЮВА быстро докатились до финансовых рынков России. Слабая банковская система пошатнулась, но устояла). Отрабатывались закономерности глобального кризиса, которые в полной мере проявились в кризисе 2008–2009 гг.

Общие причины кризисов 1990-х годов. Причины носили внутренний характер, внешний фактор (действия ТНК, ТНБ, паевых и инвестиционных фондов) усугублял макроэкономическую ситуацию. На кризис работали инфляционное давление и дефицитность платежных балансов. Искусственное удержание центральными банками курса валют в рамках валютного коридора и привязки к «валютному якорю» не обеспечивали стабильность курса и приводили к девальвации. Непрозрачность финансового сектора, практика рискованного кредитования правительств, кризис доверия к национальным банкам приводили к недооцененности рисков зарубежными инвесторами и рейтинговыми агентствами и переоцененности доходности локальных финансовых активов. В этих условиях «глобальный инвестор», выполняя свои обязательства перед инвесторами и акционерами, вынужден был выводить активы, номинированные в национальной валюте, что обрушивало стабильность ее курса и способствовало девальвации.

Наряду с общими причинами кризисов, в каждой стране были специфические. Так, в России в 1998 г. внутренние слабости банковского сектора — дефицит свободного капитала, низкая ликвидность и надежность, плохое управление активами и пассивами, валютными и процентными рисками привели к краху банковской системы.

5. Глобальный финансово-экономический кризис 2008–2009 гг.

Природа кризиса. Глубинная природа кризиса обусловлена переходом к новому технологическому укладу. Как известно, он основан на информационных, нано-, био-, зеленых, голубых, энергосберегающих технологиях, геной инженерии, альтернативных источниках энергии, других инновационных технологиях, которые являют собой технологический ответ на потребности общества и экономики, актуальные проблемы цивилизации, заключающиеся в обеспечении продовольственной, экологической, ядерной и энергетической безопасности человечества. Мировая экономика утратила прежние источники роста (средние слои населения Запада и развивающиеся рынки). Снижение темпов экономического роста — это конфликт технологий XX и XXI вв. Переход к новой экономике труден, он сопровождается структурными изменениями, переливами капитала. Тонким индикатором изменений являются фондовые индексы.

Подтверждением тому служит статистическая динамика фондовых рынков США в 2000–2009 гг., показывающая корреляцию индексов DJIA и Nasdaq Composite, равную 0,95. Во-первых, это свидетельствует о синхронности движения на всех фазах цикла в различных секторах экономики США; во-вторых, подтверждает тезис о том, что High-tech еще не стал инвестиционно-привлекательным для основного, прежде всего консервативного, инвестора. В-третьих, переход к новому технологическому укладу не получил отражения на фондовом рынке и не является в настоящее время экономически оправданным. Тем не менее разрыв корреляции 0,05 между индексами DJIA и Nasdaq в пользу последнего отражает новые тенденции в струк-

туре экономики, движение капитала и доходности. Направление этих явлений — активное формирование авангардного уклада, а высокотехнологичный индекс регистрирует эти процессы. По сравнению с DJIA и тем более S&P индекс Nasdaq более динамичен при росте и менее — при падении.

Поэтому есть определенные основания утверждать, что природа кризиса носит двойственный характер: во-первых, кризис национальных элементов и мировой финансовой системы; во-вторых, кризис экономики, основанной на технологиях второй половины XX в.

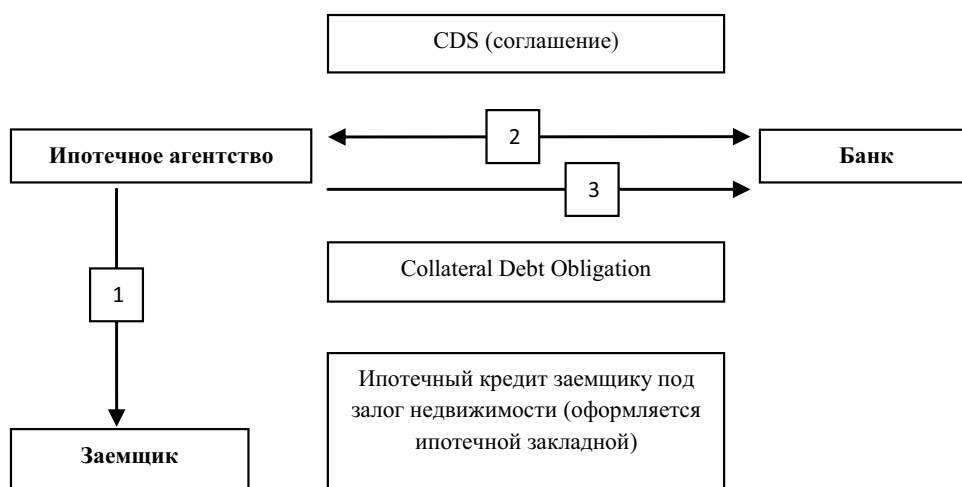
Причины глобального кризиса 2008–2009 гг. Если природа процессов отражает глубинные фундаментальные явления, то причины носят поверхностный характер. Природа и причины могут совпадать по времени и в пространстве. Ипотечный кризис в США, спровоцировавший кризис финансового, строительного и промышленного рынков в США, затем ЕС, Японии, развивающихся стран, стал непосредственной причиной глобального кризиса. Он трагически совпал во времени и пространстве (экономика США наиболее выдвинута к завершению перехода к новому технологическому укладу) с кризисными процессами конфликта старой и новой экономики.

Механизмы и этапы распространения глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. Ипотечный рынок США — колыбель кризиса. 32% плохих долгов ведущих первоклассных ипотечных институтов *Freddie Mac* и *Fannie Mae* от 5,2 трлн долл. совокупной стоимости ипотечного портфеля, составляющего 70% ипотечного рынка США, обрушили финансовую систему страны, а через некоторое время и всего мира.

Секьюритизация активов вызвала кризис ликвидности (30%) облигационеров *Freddie Mac* и *Fannie Mae*: центральных банков и министерств финансов ведущих стран мира, ТНБ (*Citibank, Bank of America, BNP, UBS*), инвестиционных банков (*Merrill Lynch, CSFB, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Nomura Int.*), консервативных инвесторов (*Pension Funds*), страховых компаний (*AIG*). *Произизошло сокращение емкости кредитного портфеля* банков-облигационеров *FF&FM* на 25–30%. В целом секьюритизация ипотечного кредитования в США в 2007 г. составила 25% ВВП [34] (для сравнения: в Японии секьюритизация активов — только 2% от ВВП). Секьюритизация активов — инструмент, который позволил расширить возможности привлечения средств на активные операции банков. Хороший пример эффективной секьюритизации продемонстрировала Индия, профинансировавшая эмиссией производных бумаг крупные инфраструктурные проекты строительства портов, автомобильных и железных дорог.

На ипотечном рынке применяются деривативы Credit Default SWOP (CDS). CDS — кредитный дериватив, соглашение, согласно которому «Покупатель» регулярно выплачивает премию «Эмитенту», принимающему на себя обязательство погасить выданный «Покупателем» кредит третьей стороне в случае ее дефолта (рисунки).

Преимущества CDS заключаются в том, что эти деривативы гарантируют: ипотечной компании — полную выплату по ипотечному договору в случае отказа заемщика обслуживать долг; заемщику — получение необходимых средств. Угрозы и риски CDS связаны с тем, что действующая система оценки рисков по кредитам и методики определения адекватной риску страховки не учитывают реальных рисков



Ипотечное кредитование с использованием CDS и CDO.

банкротства заемщика и дефолта ипотечной компании. Оценка риска производится на момент заключения соглашения и не пересматривается. Активы банка-эмитента CDS должны быть достаточными по выполнению обязательств в случае наступления случая дефолта. Обязательства банка, выпустившего CDS, — это забалансовые обязательства.

Деривативы CDS как инструменты секьюритизации активов позволяют привлечь инвесторов, расширить рынок финансирования ипотечного кредитования, являются одним из доходных и ликвидных активов.

Детонаторами или катализаторами глобального кризиса 2008–2009 гг. стали деривативы? Рынок CDS США был перегрет. Он вырос с 2002 по 2008 г. с 1 трлн до 3,75 трлн долл. [34]. Деривативы CDS позволили привлечь инвесторов, расширить рынок финансирования ипотечного кредитования, стали одним из доходных и ликвидных активов. Вместе с тем несовершенство системы оценки рисков, забалансовое отражение обязательств по CDS, огромный объем рынка (10% мирового рынка деривативов) в условиях банкротства заемщиков и ипотечных компаний усугубили масштабы, глубину и географию кризиса. С точки зрения соотношения причин и природы кризиса CDS является одним из его катализаторов, но не детонатором.

Падение емкости ипотечного рынка США вызвало на 30% спад строительного сектора экономики США; сокращение доходов домашних хозяйств; уменьшение потребительских расходов, продаж, выручки, прибыли в обрабатывающей промышленности. Сокращение рабочих мест привело к росту безработицы, падению фондовых индексов. Падение потребительских ожиданий и инвестиционной привлекательности запустило маховик рецессии национальной экономики. Мировой рынок нефти отреагировал падением цен со 145 долл. за баррель (марки *Brent*) до 40–50 долл. Произошло падение доллара США к основным валютам мира и рост цен на золото (более 1000 долл. за тройскую унцию).

Рецессия экономики США спровоцировала кризис финансового, строительного и промышленного рынков в ЕС, Японии, развивающихся странах (в глобальной эко-

номике национальные экономики являются ее сегментом). Финансовые институты ЕС, Японии, развивающихся рынков, потеряв ликвидность на рынке США, испытали на себе трудности по финансированию национальных рынков. Емкость рынков сократилась, начался рост безработицы (в некоторых странах до 17% от гражданской рабочей силы). Экспортеры ЕС, Японии, развивающихся стран столкнулись с сокращением мировых товарных рынков на 30%. Глобальный инвестор в условиях сокращения емкости и доходности национальных рынков и собственных убытков стал закрывать позиции, выводить активы с рынков США и финансовой периферии. В зоне ЕС, Японии, на развивающихся рынках произошло уменьшение национальных товарных рынков, рынков капитала и труда (в среднем на 25–30%). В фазу рецессии вошли банки, промышленные и торговые компании. Рецессия затронула крупный и малый бизнес. Кризис стал глобальным, финансово-экономическим.

Кризисная реакция глобальной экономики. Глобализированная мировая экономика мгновенно отреагировала на кризисные процессы в экономике США. Произошло сокращение экспорта товаров, с одной стороны, стран БРИК в ЕС и США, с другой — Европейского союза и Японии в Северную Америку. Уменьшился экспорт инвестиционных товаров в Китай и Индию. Произошли потеря ликвидности ведущих финансовых институтов зоны ЕС, Великобритании, Швейцарии, Японии, БРИК в среднем на 10–30%, падение мирового промышленного производства на 10–35% и сокращение ВВП на 1–10%. Во всех странах наблюдался рост безработицы на 6–15% (в среднем 10%). Фондовые индексы отреагировали падением на 10–40%. Государственный внутренний и внешний долг к ВВП вырос от 60% (США, Германия, Канада) до 170% (Япония). Большинство стран не избежали роста дефицита государственного бюджета до 10% ВВП. ТНК и ТНБ приступили к выводу активов с рынков инвестирования. ЦБ, бизнес и рынки осуществили бегство в «долларовую гавань», падали курсы евро, фунта стерлингов, йены, швейцарского франка, юаня, рубля, рупий, реала по отношению к доллару США. И, наконец, на развитых рынках сформировалась опасная тенденция дефляции, а на развивающихся — инфляции.

Антикризисные действия G20 в условиях глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг.: причина солидарных действий, направления антикризисных мер. В глобальной экономике мировой финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. впервые в истории потребовал немедленных, действенных солидарных действий правительств и монетарных властей G20, производящих 90% ВВП мира. Страны — члены МВФ направили на спасение финансового сектора мировой экономики 11,4 трлн долл., в том числе: в виде капитала — 1,56 трлн, гарантий — 4,64 трлн, за счет приобретения активов — 5,21 трлн долл. Развитые страны направили на антикризисные программы 9,2 трлн, развивающиеся — 1,6 трлн долл., G20 — 2% ВВП, в том числе: 4,6 трлн — на государственные гарантии по долговым обязательствам, 2,5 трлн — на поддержание ликвидности национальных банковских систем, 1,9 трлн — на приобретение проблемных активов, 1,1 трлн долл. — на укрепление капитальной базы [35]. Центральные банки G7 (на основе базового соглашения 1985 г.) проводили валютные интервенции на рынке Forex для поддержки доллара США, ибо данная валюта остается в настоящее время безальтернативно резервной в международной ликвидности и ЗВР, а также де-факто основной (44%) в международных расчетах. Точно так же на Саммите министров финансов G7 и Европейского центрбанка (ЕЦБ) 18 марта 2011 г. были согласованы совместные дей-

ствия на международном валютном рынке по поддержке йены после двойной трагедии в Японии — наводнения и аварии на АЭС в Фукусиме [36]. Для монетарных властей финансового центра (в данном случае не имеется в виду некий конкретный финансовый центр, например Лондон, Франкфурт-на-Майне или Цюрих. Мы делим глобальные финансы на «финансовый центр» и «финансовую периферию»: к первому относятся финансовые центры Запада, ко второй — финансовые рынки развивающихся стран) главное в солидарных действиях — обеспечение финансовой и экономической стабильности.

Направления антикризисных мер были согласованы на саммитах G20 в Нью-Йорке и Лондоне и представляли собой комбинацию из кейнсианских и монетаристских рецептов.

Первое направление. Государственные инвестиции в создание и обновление инфраструктуры национальных экономик (строительство и ремонт дорог, жилья, школ), государственная поддержка рынка труда.

Второе направление. Стимулирование потребительского спроса за счет субсидий, налоговых льгот, снижения базовых процентных ставок по кредитам и банковским депозитам (для стимулирования, с одной стороны, трат и покупок, с другой — сокращения сбережений). (На саммитах G20 была достигнута важная договоренность об увеличении ресурсов МВФ от 430 млрд до 739,0 млрд долл. [37] и воздержании от протекционистской политики со стороны государств и сверхбюсов высшим менеджерам в ТНК и ТНБ.)

Третье направление. Помощь финансовым институтам и избранным промышленным компаниям (с большими размерами, долей рынка, весом в национальной экономике, но с проблемами в менеджменте, выявленными в условиях кризиса, и плохими прогнозами на посткризисный период): поддержка ЦБ ликвидности национальных финансовых институтов, включая вхождение государства в капитал; национализация (американские ипотечные компании *Freddie Mac*, *Fannie Mae*, бельгийский банк *Fortis*); продажа банков-банкротов инвестиционного банкира (*Merrill Lynch* покупает *Bank of America*, соответственно: *Wachovia* — *Citigroup*, *Washington Mutual Inc* — *JPMorgan Chase*, *Lehman Brothers* — *Barclays Plc*, *HBOS Plc* — *Loyds Bank*, *Bradford & Bingley* — *Banco Santander*); выкуп государством плохих долгов; государственные субсидии, кредиты промышленным компаниям; приобретение государством пакетов акций промышленных компаний; снижение процентных ставок (Япония до 0,1%, США и Швейцария — 0,25%, Англия — 0,5%, еврозона — 1,3%, Австралия — 3,25%, Россия — 10%) [38–41]; подавление инфляции; проведение опасной, но спасительной для выхода из кризиса дефляционной политики.

Четвертое направление. Стимулирование перехода (за счет специальных программ по авангардным направлениям в науке, технике, технологиям, принятым в США, Франции, Англии, России) к экономике высоких технологий и энергосбережения, способной ускорить выход из кризиса и сформировать новый технологический тип мировой экономики.

Национализация, покупка государством проблемных активов, поддержание занятости и спроса, социальные программы, госрасходы на High-tech — классические кейнсианские рецепты. Налоговые льготы, использование учетных и процентных ставок, недопущение инфляции за счет регулирования денежной массы — это инструменты монетаристской политики.

6. Вялотекущая рецессия: новые явления и новые закономерности глобальных финансов (2010–2013 гг.)

В 2012–2013 гг. мировая экономика еще находилась в тисках последствий глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. Несмотря на беспрецедентное антикризисное регулирование монетарных властей G20, в первом десятилетии XXI в. накопились различные риски и противоречия, которые препятствуют окончательному выходу из кризиса.

Во-первых, в мире сложились крупные дисбалансы между развитыми и развивающимися экономиками, США и остальным миром, субцивилизациями.

США имеют самую эффективную и гибкую с точки зрения диверсификации национальную экономику. ЕС включает в себя страны с более социально ориентированной экономикой, которая представляет собой в меньшей степени эффективную и гибкую систему с высоким налоговым бременем. Китай — менее социально направленная экономика, но эффективная с точки зрения баланса цены рабочей силы, производительности труда и качества продукции.

После Второй мировой войны США широко использовали статус мировой резервной валюты, получая не только эмиссионный доход, но и дополнительный доход. Поскольку Федеральная резервная система (ФРС) и Бюджетный комитет Конгресса США показатель «Доход от эмиссии доллара США» не приводят, то используем другие индикаторы баланса ФРС и различные методики его расчета. В результате значения существенно различаются.

В частности, по расчетам С.Ю.Глазьева, среднегодовой эмиссионный доход США составляет около 500 млрд долл. [42]¹. Если рассчитывать по формуле

$$RS = \Delta M / M_0 \times M_1 / P_1,$$

где RS (real seigniorage, «пошлина на право чеканки монет») — доход от эмиссии денег; ΔM — прирост денежной массы за один год; M_0 — денежная масса в базовом году (например, в 2011); M_1 — денежная масса в i году (например, в 2012); P_1 — дефлятор ВВП в i году (например, в 2012), то эмиссионный доход за 2012 г. составил по M_1 без учета сезонных колебаний 193,9 млрд, а по M_2 — 566,2 млрд долл. [43; 44].

Другая методика учитывает не только показатели денежной массы, но и важные финансовые активы:

$$II = (\Delta M + R) + (A + FCR),$$

где II — Issue income (эмиссионный доход); ΔM — увеличение денежной массы; R — Bank reserves (банковские резервы); A — Interest paid assets (активы, по которым выплачиваются проценты); FCR — Foreign currency reserves (резервы в иностранной валюте).

Эмиссионный доход, рассчитанный по этой методике, составил в 2011 г. 30,6 млрд долл. [45; 46].

¹ С.Ю.Глазьев резюмирует: «Военно-политическая гегемония США во многом держится за счет эмиссии доллара в качестве мировой резервной валюты и присвоения глобального сеньоража, размер которого составляет около полутриллиона долларов в год...» [42].

Пройдем путь от производства банкнот до Forex. Выпуском монет, банкнот и других ценных документов для Правительства США занималось с 1862 г. Бюро гравировки и печати (*Bureau of Engraving and Printing — BEP*). С 1877 г. оно является Департаментом Казначейства США и изготавливает деньги на двух предприятиях в Вашингтоне (*Eastern Currency Facility — ECF*) и Форт Уорсе (Fort Worth), штат Техас (*Western Currency Facility — WCF*). В 2012 г. *BEP* выпустило 8,4 млрд банкнот, выручка составила 736 млн, затраты — 54 млн долл. (в том числе на производство 1000 банкнот — 86,2 долл.), валовая прибыль — 105,3 млн долл. [47, p. 6, 7, 11, 25, 29].

Банкноты и монеты поставляются ФРС. В 2003 г. было выпущено 8,2 млрд, 2004 — 8,7, 2005 — 8,6, 2006 — 8,2, 2007 — 9,1, 2008 — 7,7, 2009 — 6,4, 2010 — 6,4, 2011 — 5,8, 2012 — 8,4 млрд [47, p. 25]. В 2007 г. их выпуск вырос на 11%, что создало условия для перекредитования экономики. В 2008–2011 гг. произошло снижение эмиссии на 36% — с 9,1 млрд до 5,8 млрд долл. Значительное сужение денежной массы было обусловлено глубоким кризисом, сокращением спроса на деньги.

В 2012 г. увеличение выпуска денег отразило, с одной стороны, рост спроса на них и выход из рецессии, с другой — превращение валюты в сильный инструмент регулирования экономики. В балансе ФРС на 14.03.2013 стоимость денег в обращении составляла 1126,7 млрд долл., рост по сравнению с 2011 г. был равен 9% из-за спроса на доллары США в национальной и мировой экономике. Одновременно значительно выросли резервы (с 12 млрд в 2007 г. до 1802 млрд долл. в 2012 г.), казначейские облигации и деривативы под ипотечные облигации (в 2007 г. они составляли 1060 млрд, в 2012 г. — 1770 млрд долл.).

Отмеченный рост обусловлен действием с 2008 г. антикризисной «Программы количественного смягчения» (QE3), согласно которой ФРС ежемесячно покупает казначейские облигации и ипотечные бумаги на сумму 85 млрд долл. В соответствии с этой программой ФРС платит банкам второго уровня за резервы по ставке IROR 0,25%. В условиях низких кредитных ставок банки увеличили резервы в ФРС, а резервная система — ликвидность. Она подготовилась к экономическому росту. 10 июля 2013 г. Комитет открытого рынка ФРС (*Federal open market committee — FOMC*) подтвердил сохранение количественного параметра ежемесячной покупки казначейских облигаций и ипотечных бумаг на сумму 85 млрд долл. с целью выйти на уровень безработицы 7% в середине 2014 г. [48].

Итак, производит банкноты Департамент Казначейства США (*BEP*), приобретает ФРС, а дистрибуцией на валютном рынке занимается Федеральный резервный банк Нью-Йорка (*Federal Reserve Bank of New York — BONY*).

BONY представляет ФРС и Казначейство, операции осуществляет в тесном взаимодействии с ними и согласует с ведущими ЦБ мира. Для стабилизации курса банк обычно проводит мягкие валютные интервенции (*Sterilized intervention*), иногда — жесткие (*Necked intervention*). В резервах ФРС и *BONY* преобладают йена и евро, валютные свопы осуществляются в основном с ЦБ Англии, Швейцарии, Японии, Канады и ЕЦБ. В аудированном *Deloitte & Touche LLP* балансе *BONY* за 2012 г. чистые деноминированные в иностранной валюте активы составляли 8,056 млн, ликвидные свопы с центральными банками — 2,867 млн, а в 2011 г. совокупная стоимость этих валютных договоров была в 10 раз больше — 28 912 млн долл. [49, p. 24]. В табл. 2 представлены данные об эмиссионном доходе.

Таблица 2. Сравнительный финансовый отчет по валютным операциям ФРС и Федерального резервного банка Нью-Йорка в 2011–2012 гг., млн долл.

Кредитные институты	Деноминированные в иностранной валюте чистые активы		Ликвидные свопы центрального банка		Процентные доходы				Непроцентные доходы	
					Деноминированные в иностранной валюте чистые активы		Ликвидные свопы центрального банка		Чистая прибыль (убытки) по конверсионным операциям с иностранной валютой	
	2012 г.	2011 г.	2012 г.	2011 г.	2012 г.	2011 г.	2012 г.	2011 г.	2012 г.	2011 г.
Федеральный резервный Банк Нью-Йорка	8056	7516	2867	28 912	44	72	76	10	(364)	44
ФРС	24 972	25 960	8889	99 823	139	249	241	34	(1,116)	152

Составлено по: [49, p.24, 26, 27; 50, p.101, 346, 347; 51].

В 2012 г. ФРС заключил валютные контракты на 8,9 млрд долл., получив небольшой процентный доход в размере 241 млн долл. Банки ФРС обеспечили обращение 37,4 млрд банкнот и 69,1 млрд монет. По сравнению с 2011 г. монет в обращении выросло на 1,7%, банкнот — на 1,2%. Общая стоимость денег составила 1 126,7 млрд долл. По сравнению с 2011 г. рост был равен 9% [50, p. 94].

Если оттолкнуться от формулы И. Фишера $M \times V = P \times Q$ и скорости обращения векселей (4 оборота в год), то при размере ВВП в 2012 г. 15,7 трлн долл. денежная масса должна составлять 3,93 трлн. Чем покрывается дефицит в 2,8 трлн долл.? Трансферами в США на сумму 2956 млрд долл., состоящими из потока иностранных портфельных и прямых инвестиций 285 млрд, чистого экспорта (минус 560,8 млрд), чистых доходов США за рубежом 240,3 млрд и доходов по межбанковским транзакциям (минус 205,3 млрд). В любом случае текущий счет платежного баланса США с 2005 г. устойчиво отрицательный. В 2012 г. он составил 477,6 млрд долл. [51, p.15]. Этот размер дефицита и есть эффект резервной валюты мировой экономики, позволяющей стране извлекать выгоды и жить в долг.

Таким образом, различные методики расчета показывают, что США системно, ежегодно, в течение 70 последних лет извлекают выгоду от своего доминирования в глобальной экономике. Она выражается в доходах от эмиссии доллара как основной резервной валюты, выпуска казначейских обязательств, корпоративных облигаций и акций (в 2012 г. процентный доход *System of Open Market Accounts (SOMA)* составил 80,86 млн, а в 2011 г. 83,87 млн долл. [50, p.101]). Как крупнейший в мире инвестор, США получают 700–800 млрд долл. процентных и непроцентных доходов от активов за рубежом, а в качестве основного в мире реципиента иностранных инвестиций имеют доходы на внутреннем рынке. Обладатели сильнейшей банковской системы, а также сильной, стабильной валюты, банки ФРС извлекают доход на FOREX, валютных транзакциях и конверсиях. Все это позволяет США использовать доходы для дополнительных выгод населению, обеспечения более высокого качества

жизни по сравнению с остальным миром, несмотря на наличие трех устойчивых дефицитов — торгового, платежного и бюджетного (табл. 3).

Таблица 3. Дефициты макроэкономических балансов США в 2012 г.

Макроэкономические показатели	Величина дефицита	Доля дефицита к ВВП, %
Торговый баланс, млрд долл.	560,8	3,58
Платежный баланс (сальдо текущего счета), млрд долл.	477,6	3,05
Государственный бюджет, трлн долл.	1,089	6,95

Составлено по: [51, р.4,15; 52].

Великобритания, потеряв статус мировой державы в 30-е годы XX в., сумела извлечь выгоды из международного разделения труда, создав в 70–80-е годы XX в. чрезвычайно привлекательный для инвесторов мировой финансовый центр евро-валют, сделок, капитала, и обеспечила тем самым высокие стандарты потребления и качества жизни.

Страны с устойчивым профицитом государственного бюджета (КНР, Индия и нефтедобывающие — Катар, Венесуэла и др.) значительно уступают по уровню жизни США, Великобритании, в целом странам ОЭСР. Так, Китай в 1980–2005 гг. имел среднегодовой доход на душу населения от уровня США — 11,84%, Индия — 8,34, страны Африки — 7,84, Латинской Америки — 20,34, СНГ — 33,34%, для сравнения: Япония — 73%, а ЕС — 68% [53].

Перепотребление развитых стран, не всегда подкрепленное уровнем и ростом производительности труда, и недопотребление развивающихся государств не только подпитывают противоречие и конфликт субцивилизаций, но и препятствуют совокупному экономическому росту мировой экономики, решению острых цивилизационных проблем человечества.

Следующая волна угроз и рисков стала результатом, как этот тезис ни выглядит парадоксальным, антикризисных программ G20 и их эффектом. Для стимулирования экономического роста (предложения со стороны бизнеса и спроса населения) ФРС США провела дополнительную эмиссию доллара, а Казначейство приняло программы фискального стимулирования [45; 54, р.22, 66]. В целом действия монетарных властей G20 впервые в истории были солидарными и одновекторными — поддержание ликвидности системообразующих банков, ведущих товаропроизводителей, совокупного спроса населения, сохранение рабочих мест, недопущение инфляции. Антикризисные программы в 2010 г. дали эффект: острая фаза рецессии была пройдена, падение производства и занятости остановлены. Центральным банкам мира удалось удержать рост инфляции путем дополнительной эмиссии. ЦБ балансировали, находясь на краю пропасти. С одной стороны, надо было предоставить экономике деньги, с другой — нельзя было запустить маховик инфляции и не потерять контроль за ликвидностью банковской системы. Дополнительная эмиссия, как инструмент регулирования денежной массы, опасна именно из-за риска потери контроля за ликвидностью.

ЦБ ведущих экономик мира сумели не допустить роста уровня инфляции в посткризисный период. По итогам 2012 г., инфляция составила: в США — 1,58%, ЕС — около 2, Великобритании — 2,2, Германии — 2,15, Японии — 0,17% [55–59], поскольку сохранился контроль над денежным мультипликатором (ДМ) в диапазоне 6–10% ($MM = M/NR$, где MM — Money Multiplier; M — Money ($M_1 + M_2$); NR — Norms of Reserves (provisions)). В группе БРИКС уровень инфляции был выше: в Индии — 12,98%, России — 6,7, Бразилии — 4,97, Китае — 2,8% [60–63]. Эти экономики менее эффективно создают деньги: в РФ ДМ в лучшие докризисные годы был не выше 3%, в Китае — 6%.

С 2008 г. мировая экономика еще не восстановилась, не вышла на докризисные объемы кредитования. При этом возникла новая проблема — *рынки потеряли рыночные ценовые ориентиры*. Стимулирующие действия правительств исказили картину многих товарных цен, прежде всего по энергоносителям. В мировой экономике скопилась излишняя ликвидность. Глобальный инвестор вкладывает средства в нефть. Но рост цен и удержание их в течение 2012 г. в среднем на уровне 110 долл. за баррель марки *Brent* (в первом квартале 2013 г. диапазон составил 98,38–108,82 долл. за баррель) не являлись следствием роста объемов промышленного производства, а было результатом искусственной поддержки банков, а значит, финансовых рынков со стороны ЦБ мира.

Важным фактором для выхода мировой экономики из рецессии являются преодоление кризиса в США и вступление в фазу роста. В 2013 г. продолжают действовать три антикризисные программы: 1) «Программа количественного смягчения QE3»; 2) «Программа спонсирования предприятий-должников» (Government-sponsored enterprise debt securities); 3) «Спонсирование федеральных агентств и предприятий» путем выкупа ипотечных бумаг (Federal agency and Government-sponsored enterprise mortgage securities). В рамках первой программы ФРС ежемесячно выкупает казначейские облигации и ипотечные бумаги на сумму 85 млрд долл. По второй и третьей программам предоставляются кредиты: предприятиям для погашения кредиторской задолженности в 2012 г. было выделено 80 млрд (в 2011 г. 108 млрд долл.), а для выкупа «плохих долгов» по ипотечным бумагам в 2012 г. — 950 млрд (в 2011 г. 848 млрд долл.) [31, с. 346].

Несмотря на продолжение государственных инъекций в экономику, рынки как регулятор начинают работать. Низкие долгосрочные ставки по 10-летним казначейским облигациям (02.05.2013 — 1,63%) «убили» бычьи настроения инвесторов, сформировали повышательную тенденцию ставок ФРС (11.07.2013 — 2,64%). Рост ставок регулятора — не техническая корректировка рынка, а фундаментальная — сигнал улучшения в экономике. И рынок адекватно отреагировал. С 1 мая по 11 июля 2013 г. все важные индексы-индикаторы рынка выросли: DJIA и S&P — на 4%, Nasdaq — 6%, малого бизнеса Russell 2000 — на 10%. Их рост отражает усиление экономики, подкрепленное исторической статистикой. Существует корреляция роста ставок по 10-летним казначейским облигациям и увеличения годовой прибыли компаний из списка S&P. Так, за период с 1962 по 2003 г. рост ставок на 3,8 процентных пункта создал условия для роста прибыли на 10,8% [63]. За IQ 2013 г. рост ставок составил всего 1,01% пункта, но это означает, что в 7 из 10 случаев через год произойдет рост прибыли.

Итак, будущее посткризисной мировой экономики, вероятность второй волны кризиса зависят от преодоления дисбалансов, сохранения искусственной поддержки мировой экономики со стороны центральных банков G20 и правительств. Международные рынки (прежде всего, финансовые, углеводородов) регулируются основными игроками (ТНК, ТНБ, паевыми и инвестиционными фондами, организацией стран — экспортеров нефти (ОПЕК) и т. д.). Провал рынков не означает их принципиальную, генетическую неспособность выполнять эту функцию. Экономический цикл — естественное состояние рыночной, смешанной, плюральной экономики. Тот факт, что государства направили 2% мирового ВВП на поддержание ликвидности банковского сектора, основных товаропроизводителей, населения, специальные антикризисные программы, с одной стороны, привело к преодолению острой фазы кризиса, с другой — вызвало эффект страха рынков перед возможностью прекращения их поддержки со стороны государств.

Чем быстрее рынки вернут функцию регулятора мировых цен, чем раньше в США, Великобритании, других странах ОЭСР будет осознана необходимость ухода от сверхпотребления на фоне торгового и бюджетного дефицитов, тем быстрее мировая экономика преодолит последствия кризиса, обретет новые источники экономического роста.

7. ЕС — колыбель затянувшейся рецессии и возможной второй волны кризиса

Государственный совокупный долг романских стран еще до кризиса был выше пороговых значений в 60% ВВП. Но эти страны не сократили потребление, а правительства не снизили бюджетные расходы. В результате в 2008–2013 гг. Греция, не справившись с долговым бременем, постоянно находится на пороге финансового банкротства. Перед правительствами юга Европы возникла альтернатива: либо дефолт, финансовый крах, банкротство монетарных властей, либо мягкое, нешоковое преодоление дисбалансов и постепенный выход из кризиса.

Все эти годы рынки со спрэдом 400–3250 базисных пунктов — б. п. (basic points) (какое счастье для эмитентов, что Libor составляет менее 1%, а во время дефолта РФ в 1998 г. он был более 6%) кредитовали Грецию, Испанию, Португалию и Италию. Но кредитные возможности рынков и риски на пределе, поскольку романские страны обслуживать долги на рыночных условиях уже не могут, а способность ФРГ кредитовать Европейский центральный банк (ЕЦБ) также ограничена.

Поскольку рынки исчерпали свой ресурсный потенциал, то монетарные власти ЕС сделали четыре беспрецедентных шага, используя по нарастающей различные финансовые инструменты.

Первый шаг был сделан в 2008 г. на рынке денег. Романским странам были предоставлены кредиты на общую сумму 1,2 трлн евро. Эффект был отрицательный. Рынки отреагировали ростом спрэдов с 55 б. п. (январь 2008), 85 (июль) до 120 (октябрь) [64].

Второй шаг был предпринят, прежде всего, усилиями центральных банков ЕС на рынке государственных долговых обязательств. Хронология антикризисных действий монетарных властей ЕС: 4 июля 2009 г. начала действовать программа покупки государственных облигаций проблемных стран; 10 мая 2010 г. центральные банки ЕС приступили к покупке ценных бумаг в рамках Программы рынка ценных бумаг

(SMP); 6 октября 2011 г. стартовала новая программа покупки облигаций (CBPP2). Реакция рынков снова была негативной (табл. 4).

Таблица 4. Спрэды по суверенным долгам стран ЕС в 2011–2013 гг.*

Страны	2011 г.				2012 г.				2013 г.
	Январь	Апрель	Июль	Октябрь	Январь	Апрель	Июль	Октябрь	Июль
Бельгия	100	100	100	150	300	350	200	NA	255
Франция	80	80	80	90	200	220	200	NA	226
Испания	400	480	800	900	1100	980	900	NA	484
Италия	200	180	250	380	500	400	420	NA	446
Португалия	400	500	800	1000	1200	850	900	NA	678
Греция	900	850	1300	2100	3250	2000	2800	NA	1115

*Спрэды по суверенным облигациям, срок погашения — 10 лет, Index — доходность суверенных облигаций Германии, б. п.

Составлено по: [64–67; 68, р. 23].

Третий шаг — в «бой» брошен резерв ЕС — кредитор последней инстанции ЕЦБ. Осенью 2012 г. ЕЦБ приступил к покупке государственных облигаций проблемных стран. Теперь ликвидность этих бумаг стала зависеть от ЕЦБ, а не от рынков и национальных центральных банков. Инвесторы и рейтинговые агентства позитивно восприняли эти действия регулятора ЕС. Доходность по суверенным долгам стабилизировалась и дифференцировалась по сегментам глобального финансового рынка: Германия, Франция, Бельгия, Великобритания, США, Япония (диапазон 0–2% годовых); Испания, Бразилия, Китай (3–5% годовых), Португалия, Россия (5–10% годовых), наконец, Греция — 15% и более (табл. 5).

Представленная дифференциация обусловлена множеством макроэкономических факторов: темпами роста ВВП, уровнем инфляции и безработицы, дефицитом/профицитом торгового баланса, платежного баланса, госбюджета, отношением госдолга/ВВП, в конечном итоге — суверенным кредитным рейтингом и т. д.

Четвертый шаг был сделан на рубеже 2012–2013 гг.: в сентябре 2012 г. вице-президент ЕЦБ предложил создать Единый банковский союз. Речь идет, конечно, не о союзе 6000 существующих кредитных институтов, а о системообразующих банках, что предполагает единые нормативы ЕЦБ, процедуры контроля, страховые фонды на 60 млрд евро и российский аналог 1998 г. АРКО. В декабре идею поддержал Исполком ЕЦБ, а в феврале 2013 г. был согласован план поэтапного формирования Банковского союза и фонда [70]. Однако в Европейской комиссии план столкнулся с серьезными юридическими проблемами [71–73]. Для окончательного спасения ЕС и евро нужен и пятый шаг — создание единого бюджета стран еврозоны. Но это вопрос потери странами — членами ЕС финансового суверенитета.

Каким ресурсным потенциалом обладает ЕЦБ? Это зависит, прежде всего, от способности ФРГ и Франции обеспечивать кредитные возможности ЕЦБ. Если Испания, Португалия и Италия через 3–4 года смогут перейти к выплате долгов, то усилия ЕЦБ и локомотивов ЕС будут не напрасны. Для этого рост ВВП указанных проблемных стран должен быть выше темпов роста госдолга.

Таблица 5. Макроэкономические показатели, доходность суверенных десятилетних облигаций, процент годовых и суверенный кредитный рейтинг по состоянию на март 2013 г.

Страны	Доходность, диапазон сегмента глобального рынка	Безработица	Инфляция	Суверенный кредитный рейтинг		
				Moody's	S&P	Fitch
Германия	0–3	6,9	1,5	Aaa	AAA	AA
Бельгия	0–3	7,4	1,2	Aa3	AA	AA
Франция	0–3	10,2	1,2	Aa1	AA+	AAA
Испания	3–5	26,2	2,7	Baa3	BBB-	BBB
Португалия	5–10	17,6	0,2	Ba3	BB	–
Италия	3–5	11,7	1,9	Baa2	BBB+	BBB+
Греция	15 и более	26,4	0,1	C	B-	CCC
Великобритания	0–3	7,8	2,7	Aa1	AAA	AAA
США	0–3	7,7	1,6	Aaa	AA+	AAA
Япония	0–3	4,2	(0,9)	Aa3	AA-	A+
Бразилия	3–5	5,4	6,3	Baa2	BBB	BBB
Россия	5–10	6,0	7,3	Baa1	BBB	BBB
Китай	3–5	4,1	3,2	Aa3	AA-	A+

Составлено по: [68, p.10].

Итак, будущее ЕС и евро зависит от темпов экономического роста. Но ЕС все еще находится в рецессии. По итогам 2012 г., рост ВВП ЕС составил всего 0,3% при росте мировой экономики 3,5%. Проблемы экономического роста ЕС не решены не из-за госдолга романских стран. Последнее обстоятельство — поверхностные причины кризисы. Его природа обусловлена двумя обстоятельствами.

Во-первых, существуют трудности перехода европейской экономики на рельсы нового технологического уклада, новой экономики XXI в. ФРГ и Франция, обремененные проблемами спасения еврозоны и евро, не выполняют роль лидера «новой технологической волны». С этой точки зрения европейская экономика может стать лишь пятой после США, Китая, Японии, Юж. Кореи в XXI в.

Во-вторых, в ЕС не преодолен разрыв по качеству жизни между югом и севером Европы. Его основа составляет существенные различия в уровне производительности труда, менеджмента, квалификации рабочей силы, профессиональном образовании. Это подрывает стоимость евро, созданных на юге и севере, провоцирует политиков и профсоюзы стран юга Европы к лозунгу установления единой часовой оплаты и одинаковой системы социального вспомоществования.

Греция не имеет стимулов к экономическому росту и к тому, чтобы оставаться в рамках ЕС. Курс евро не отражает эффективность греческой экономики. МВФ ожидает пика греческих долгов на уровне 176% в 2013 г. и 124% в 2020 г. [72].

Ситуация развивается таким образом, что из еврозоны могут выйти Греция, Италия, Испания, Португалия [69]² и даже Великобритания. Такой сценарий даст

² Португалия была прокредитована на сумму 200 млрд евро МВФ, ЕЦБ, ФРГ (их доля в кредитном теле составила 43%), национальными банками (35%) и иностранными инвесторами (22%) до мая 2014 г. под план снижения бюджетного дефицита и выпуска облигаций для погашения долга [74]. МВФ

романским странам шанс на выход из кризиса, но со своими более слабыми «мини-евро», региональной эффективностью производства, производительностью труда, менеджмента, стандартов и качества жизни. ФРГ и Северная Европа получают возможность сфокусироваться на переходе на новый технологический уклад. Великобритания дистанцируется от проблем континентальной Европы, опасаясь обременения своей экономики обязательствами перед ЕС и надеясь на большую результативность связки «США—Англия».

С точки зрения квазиэкономического (рационального, прагматического) подхода распад ЕС пойдет на пользу Германии, Северной Европы и Великобритании. Даже романские страны, сбросив «пояс верности» Европейскому союзу относительно жесткого соблюдения пороговых значений по дефицитам, суверенным долгам, налоговым сборам, достаточности банковского капитала и прочим регулятивным мерам Брюсселя, могут возродиться в мини-ЕС со своим более слабым мини-евро.

Но такой сценарий с точки зрения европейской истории, геополитики таит в себе отдаленные угрозы. В XX в. две мировые войны вспыхнули как результат разрешения противоречий в разъединенной Европе. Перед лицом глобальных противоречий субцивилизаций Европа обязана быть единой. Интересы геоэкономики должны быть вторичными ради земной цивилизации.

8. Заключение

Первые кризисы глобальной экономики (1997–2003 гг.) обогатили ее теорию и практику новыми явлениями и закономерностями. Выделим некоторые из них.

1. Колыбель кризисных процессов находилась в *i* национальной экономике. На кризис работали инфляционный пресс, дефицитность платежных балансов, привязка к «валютному якорю», недостаточность международной ликвидности ЦБ, слабость банковской системы. Глобальные инвесторы усугубляли экономическую ситуацию.

2. Мировой кризис 2008–2009 гг. впервые продемонстрировал поистине глобальные масштабы, солидарные и одновекторные антикризисные действия G20. Кризис остро поставил вопросы новой архитектуры глобальных финансов и источников роста мировой экономики. Их решение лежит на двух уровнях анализа: поверхностные причины кризиса (ипотечный крах в США) и его глубинная природа (переход к новому технологическому укладу).

3. Вялотекущая рецессия развитых экономик 2009–2013 гг. выявила крупные диспропорции в мировой экономике и позволила отточить тактические инструменты антикризисных действий монетарных властей. В 2012 г. ФРС и ЕЦБ применили мощнейшие инструменты — дополнительную эмиссию доллара и приобретение госдолга проблемных экономик ЕС. Впервые стало очевидно, что антикризисные программы регуляторов могут дезориентировать рынки. Кроме того, к национальным экономическим дисбалансам (торговый, бюджетный, платежный дефициты) доба-

ожидает пика суверенного долга ВВП в 124% в середине 2014 г. Инвесторы из-за политического хаоса и нежелания национальных банков инвестировать в этот рискованный инструмент более пессимистичны: их прогноз — 134% в 2015 г. Инвесторы усматривают и внешние риски в связи с предстоящими выборами в ФРГ (см. [75]).

вились внутрирегиональные (внутри зоны ЕС) и глобальные (между США, странами ОЭСР и остальным миром, субцивилизациями).

4. На рубеже веков необходимы решение цивилизационных проблем человечества (экологических, продовольственной, питьевой воды, альтернативных источников энергии, бедности) и осуществление перехода к новому технологическому типу производства, основанному на генной инженерии, информационных, нано- и прочих зеленых, голубых технологиях. С этим связано нахождение новых источников развития мировой экономики.

Литература

1. *Осокина Н.* Мексиканский экономический кризис 1994 г. // *Обозреватель — Observer*. 1998. № 10 (105). URL: www.rau.ru/observer/N%10_98/10_13 HTML (дата обращения: 27.01.2013).
2. *Obstfeld M.* The Logic of Currency Crises // *Cahiers Economiques et Monetaires*. 1994. N 43. P. 189–213.
3. *Ozkan F.G., Sutherland A.* Policy Measures to Avoid a Currency Crises // *Economic Journal*. 1995. N 105. P. 510–519.
4. *Меньшиков С.* Азиатский финансовый кризис и мировая экономика // *Проблемы теории и практики управления*. 1998. № 2. С. 40–44.
5. *Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo S.* Prospective Deficits and Asian Currency Crisis // *World Bank Working Paper*. 2000. N 2174 (in the Agriculture Land, Commodity prices, Market series).
6. *Шавишук В. М.* Формирование российского сегмента глобальных финансов. СПб., 2001. 368 с.
7. *Allen F., Gale F.* Bubbles and Crises // *Economic Journal*. 2000. N 110. P. 236–255.
8. *Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo S.* Prospective Deficits and Asian Currency Crisis // *World Bank Working Paper*. 2000. N 2174 (in the Agriculture Land, Commodity prices, Market series).
9. *Demirguc-Kunt, Detragiache, Asly & Enrica.* The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries // *IMF Staff Papers*. 1998. Vol. 45, N 1. P. 81–109.
10. *Hunter W., Kaufman G., Kruger T.* The Asian Financial Crises, Origins, Implications and Solutions. Boston: Glumer Academic, 1999.
11. *Krugman P.* What Happened in Asia? URL: <http://www.hartford-hwp.com/archives/50/010.html> (дата обращения: 27.06.2013).
12. *Гайдар Е. Т., Чубайс А. Б.* Развилка Новейшей истории России. СПб.: Норма, 2011. 168 с.
13. Заключение временной комиссии Совета Федерации по расследованию причин, обстоятельств и последствий дефолта 1998 г. URL: www.glazev.ru (дата обращения: 27.01.2013).
14. *Лунтовский Г. А., Зайцева З. 3.* Процедурные проблемы банкротства российских коммерческих банков // *Экономические науки*. 1999. №1. С. 76–77.
15. *Шохин А. Н., Журавлев С. Н.* Финансово-экономический кризис, причины и меры по выходу // *Экономические науки*. 1999. № 1. С. 15–26.
16. *Аттали Ж.* Мировой экономический кризис... А что дальше? СПб.: Питер, 2009. 176 с.
17. Кризис альтернативы будущего: Антология / под ред. А. Бузгалина, П. Линке. М.: Культурная Революция, 2010. 368 с.
18. *Льюис М.* Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы. М.: Альпина Паблишер, 2011. 288 с.
19. Мировой финансовой кризис и экономическая безопасность России: анализ, проблемы и перспективы. М.: Экономика, 2010. 208 с.
20. Мировая финансовая система после кризиса: оценка и прогнозы. М.: Маросейка, 2009. 220 с.
21. *Сорос Дж.* Первая волна мирового финансового кризиса: промежуточные итоги. Новая парадигма финансовых рынков. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2010. 272 с.
22. *Роговский Е. А., Васильев В. С.* Глобальная экономика и фактор Гринспена // *США и Канада: экономика, политика, культура*. 2008. № 11.
23. *Berg A., Borenstein G.-M., Millesi-Feretti P. C.* Anticipating Balance of Payment Crises — the Role of Early Warning Systems // *IMF Occasional paper*, 186.
24. *Blustein P.* Chasteuing: Inside the Crises that Rocked the Global Financial System and Humbled the IMF. Maharastra: Public Affairs, 2001. 448 p.

25. *Edison H.* Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of Early Warning System // Board of Governors of the FRS International Finance Discussion. 2000. 675 p.
26. *Kaminsky G., Lizondo S., Reinhard C. M.* Leading Indicators of Currency Crises // IMF. Staff Papers. 1998. Vol. 45, March (1). P. 1–48.
27. World bank. Annual Report 2012. URL: http://databank.worldbank.org./data/download/WDI_exsel.zip (дата обращения: 13.03.2013).
28. Financial Times. September—November 1997. Issuers working days. Market Data. P. 12–15.
29. Russia's Black August: 15 years on. Ruble much reduced. URL: www.rt.com/business/risks/Russia/ (дата обращения: 18.08.2013).
30. Нефть России. URL: www.oil.capital.ru/com/ (дата обращения: 18.08.2013).
31. *Ведев А., Шарунова Е.* Проблемы управления внешним долгом. URL: www.vedi.ru/s_sr/cr01/ (дата обращения: 18.08.2013).
32. URL: www.minfin.ru/debt/php/ (дата обращения: 18.08.2013).
33. Date Temple on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Russia, \$mln, June 2013. URL: <http://www.cbr.ru/end/statistics/> (дата обращения: 18.08.2013).
34. The Economist. Special Report. International Banking. 2011. May 14. P. 7.
35. Всемирная расплата за кризис // Финмаркет. 03.09.2009. URL: www.finmarket.ru/z/nws/hotnews.asp?id=1241109&rid=1; www.hm-treasurygov.uk/int-g7-intervention.htm (дата обращения: 27.01.2013).
36. Treasury of UK. URL: www.hm-treasurygov.uk/int-g7-intervention.htm (дата обращения: 27.06.2013).
37. IMF. Annual Report 2012. P. 20. URL: www.IMF.org/externak/russian/pubs/ft/2012/ar12rus.pdf (дата обращения: 27.06.2013).
38. ECB. URL: <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html> (дата обращения: 27.06.2013).
39. Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/current/default/htm> (дата обращения: 27.01.2013).
40. ECB. Central Bank Exit Strategies. The Process Begins. URL: http://www.ecb.int/paym/groups/pdf/fxcg/exit_strat_march_2010_botm.pdf?8a4d02aada243b0bcd47cb2cae62ac57 (дата обращения: 27.01.2013).
41. URL: <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120907.en.html>; http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp121008_1.en.html; <http://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130212.en.html> (дата обращения: 27.01.2013).
42. *С. Ю. Глазьев:* Военно-политическая гегемония США во многом держится за счет эмиссии доллара в качестве мировой резервной валюты и присвоения глобального сеньоража, размер которого составляет около полутриллиона долларов в год... URL: http://www.glazev.ru/econom_polit/25/ (дата обращения: 27.01.2013).
43. Board of Governors of the Federal Reserve System. Financial Statement, 2011 and Auditors Report. URL: http://www.federalreserve.gov/oig/files/2011_BOG_final_REPORT_FOR_ISSUANCE.pdf (дата обращения: 27.01.2013).
44. US Trade. URL: <http://www.census.gov/indicator/www/ustrade.html> (дата обращения: 27.06.2013).
45. Board of Governors of the Federal Reserve System. Financial Statement, 2011 and Auditors Report. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/current/h6.htm> (дата обращения: 27.06.2013).
46. Board of Governors of the Federal Reserve System. Releases. URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/current/default/htm> (дата обращения: 27.01.2013).
47. United States Department of the Treasury. Bureau of Engraving and Printing. Chief Financial Officer Performance and Accountability Report. Washington, DC., 2012. 54 p.
48. *Yarding R.* Slowing of Fed's QE3 Remains in Balance // Financial Times. 2013. July 11. P. 1.
49. Annual Report of the Federal Reserve Bank of New York for the year ended Dec.31, 2012. URL: Newyorkfed.org/about_the_fed/annual/annual_2012/infro.pdf (дата обращения: 26.07.2013).
50. Annual Report 99th of Board of Directors of the Federal Reserve System. Washington, DC, May 2013. 450 p. URL: www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2012_-_annual_report.pdf (дата обращения: 25.07.2013).
51. Flow of Funds Accounts of the United States 2005–2012. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, DC, 2013. P. 15. URL : www.federalreserve.gov/releases/21/20130307/accounts/2005-2012.pdf (дата обращения: 15.07.2013).
52. РИА Новости. 09.02.2013. URL: www.ria.ru/economy/20121013/772923344.html (дата обращения: 27.01.2013).
53. Обзор мирового экономического и социального положения, 2010. ООН, Нью-Йорк, 2010. URL: www.un.org/ru/development/surveys/docs/wess2010/pdf (дата обращения: 27.01.2013).

54. Fiscal Year 2013. Mid-session Review. Budget of United States Government. URL: <http://www.omb.gov>. (дата обращения: 27.06.2013).
55. Bank of England. Main Publications. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/PublishingImages/inflationreport/cpimktfeb13large.gif>; <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/main/default.aspx> (дата обращения: 27.01.2013).
56. Board of Governors of the Federal Reserve System (trends and forecast). URL: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20121212ep.htm> (дата обращение: 27.01.2013).
57. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/fomcminutes20121212.pdf> (дата обращения: 27.01.2013).
58. United States Department of the Treasury. URL: <http://treasury.gov/resource-center/data-chart-center/monitoring-the-economy/Documents/monthly%20ECONOMIC%20DATA%TABLES.pdf> (дата обращения: 27.06.2013).
59. International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2012. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/download.aspx> (дата обращения: 27.06.2013).
60. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2013–2015 годы. URL: http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20121214_02 (дата обращения: 27.01.2013).
61. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2013–2015 годы. URL: http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/doc20121214_02 (дата обращения: 27.01.2013).
62. Макроэкономические данные Китая. URL: <http://news.xinhua08.com/zt/jjsj/201302/f-0382> (дата обращения: 27.06.2013).
63. Министерство финансов Индии. URL: http://finmin.nic.in/stats_data/nsdp_sdds/index.html (дата обращения: 27.01.2013).
64. USA Today. 07.11.2013. P. 6A–7A.
65. ECB: Financial Stability Review. URL: <http://www.ecb.int/pub/fsr/shared/pdf/iii3financialstabilityreview201206en.pdf?2c9941d09e56638c0669816c854ad384> (дата обращения: 27.01.2013).
66. ECB. Central Bank Exit Strategies. The Process Begins. URL: http://www.ecb.int/paym/groups/pdf/fxcg/exit_strat_march_2010_botm.pdf?8a4d02aada243b0bcd47cb2cae62ac57 (дата обращения: 27.01.2013).
67. European Commission on Enterprise and Industry and Finance. URL: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/enterprise-finance-index/access-to-finance-indicators/loans/index_en.htm (дата обращения: 27.01.2013).
68. ECB: Financial Markets and Global Financial Institutions. URL: <http://www.ecb.int/pub/fsr/shared/pdf/3financialstabilityreview201212en.pdf?a9a4207de2e406c98f944fbd4a842268> (дата обращения: 27.01.2013).
69. Financial Times. 2013. July 11. P. 23.
70. География кризиса // Коммерсантъ. 2013. 12 марта. С. 10.
71. ECB. URL: <http://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130212.en.html> (дата обращения: 27.01.2013).
72. ECB. URL: http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp121008_1.en.html (дата обращения: 27.01.2013).
73. ECB. URL: <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120907.en.html> (дата обращения: 27.01.2013).
74. *Wigglesworth R.* Portugal Political Chaos Raises Debt Risk // Financial Times. 2013. July 11. P. 24.
75. *Peel Q., Barker A.* Berlin Hits at Banking Union Plan // Financial Times. 2013. July 11. P. 2.

Статья поступила в редакцию 30 сентября 2013 г.