

Особенности механизма развития современного глобального кризиса

© 2009 З.А. Пилипенко

докторант

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова

В статье идет речь о механизмах развития глобального финансового кризиса 2008-2009 гг., специфика которого заключалась в том, что он начался как финансовый, но постепенно охватил все сферы национальных и глобальной экономических систем, а в завершении поставил вопрос о неадекватности существующей структуры вертикальных взаимосвязей на глобальном экономическом пространстве. Именно эти обстоятельства позволяют сравнивать современный глобальный финансовый кризис с кризисом 1929-1933 г. по их разрушительной силе. В основе механизма современного глобального кризиса лежит нарушение нормального взаимодействия между финансовыми потоками и материальными активами.

Ключевые слова: финансовые рынки, финансовые посредники, стратегические инвесторы, глобальная экономика, глобальные финансы, “открытые” экономические системы, транснациональная воспроизводственная структура, трансграничные финансовые потоки, реальный эффективный обменный курс, глобальная финансовая устойчивость.

За последние три десятилетия финансовые рынки претерпели глубокие изменения: резко возросли трансграничные потоки капитала, на рынках появились новые сложные финансовые инструменты, сильно повысились скорость и простота проведения финансовых операций.

В целом, указанные изменения носили позитивный характер, повышая эффективность перераспределения капитала в рамках мировой экономики. Однако они вызвали ряд негативных последствий, к которым, в первую очередь, следует отнести финансовые шоки, проявившиеся в нарушениях работы финансовых посредников на глобальном экономическом пространстве: резкая корректировка цен на фондовых рынках США в 1987 г. (“черный понедельник”) и в 1997 г.; колебания на рынках облигаций в странах Группы десяти в 1994 г. и в США в 1996 г.; валютные кризисы в Мексике (1994-1995), в Азии (1997) и в России (1998); крушение хеджевого фонда “Long-Term Capital Management” в 1998 г.; колебания на глобальных фондовых биржах в 2000-2001 гг. В 2008 г. глобализация сыграла негативную роль, распространив кризисные явления, которые начались в американском финансовом секторе, на национальные банковские системы и фондовые рынки.

Национальные экономические системы, будучи многофункционально включенными в системы глобальной экономики и финансов, оказались неготовыми нейтрализовать разрушительное влияние финансовых шоков 2008 г. Негативное воздействие глобального финансового кризиса на все сегменты мировой экономики усиливалось наличием серьезных структурных

факторов, непосредственно не связанных с проявлениями мирового финансового кризиса. Среди них доминирование спекулянтов над стратегическими инвесторами, зависимость национальных банков и нефинансовых компаний от внешних заимствований при значительном объеме накопленных обязательств перед иностранными кредиторами, подверженность национальных финансовых рынков влиянию конъюнктуры мировых финансовых и сырьевых рынков.

В целом, стремительное развитие глобального финансового кризиса и перерастание его в экономический и структурный поставили под сомнение многие апробированные теоретические подходы и эмпирические решения, которые могли быстро купировать разрастание кризисных явлений образца XX в.¹

Это обусловлено тем, что многократное расширение и углубление трансграничных экономических и финансовых связей предопределили появление нового их качества: они генерировали структуры новых системных образований – глобальной экономики и глобальных финансов, выступавших в виде целостности, которая до самого последнего времени была характерна только для национальных экономик. Имея в своей основе транснациональную воспроизводственную структуру, система глобальной экономики в процессе своего развития обусловила дифференциацию денежных потоков, ее обслуживающих, на две постепенно обособливающиеся подсистемы.

¹ Гринин Л.Е., Коротяев А.В. Глобальный кризис в ретроспективе: Краткая история подъемов и кризисов: от Ликурга до Гринспена / отв. ред. С.Ю. Малков. М., 2010.

Одна из них стала на эквивалентной основе обслуживать движение материальных ценностей и воплотилась в форму денежно-кредитных отношений на глобальном экономическом пространстве. А вторая составляющая денежных потоков в глобальной экономике постепенно обособливается от воспроизводственной подсистемы и сосредоточивается на обслуживании движения нематериальных активов: фондовых ценностей, производных финансовых и товарных инструментов. Достигнув определенных количественных и качественных параметров, связанных с растущей долей валового транснационального продукта, реализуемой на финансовых рынках, эти денежные отношения - финансовые по сути и имеющие долговой характер - постепенно становятся системообразующими в глобальной экономике².

В результате, говоря о механизме современной макроэкономической динамики, следует признать кардинальную трансформацию на рубеже веков сущностных характеристик глобальной экономики как результата реализации диалектического принципа перехода количественных изменений в качественные. В их центре - глобальная финансовая система, которая изначально возникла для инвестиционного обеспечения реального сектора экономики путем аккумуляции временно свободных ресурсов, а по мере своего развития превратилась из подчиненной воспроизводственному процессу в доминирующую над ним на глобальном экономическом пространстве. Так, глобальная финансовая система приобрела новое качество доминанты, предопределяющей вектор изменения воспроизводственной системы как на национальных, так и на глобальном уровнях.

В результате многократно увеличилась значимость внешних факторов экономического развития "открытых" национальных хозяйственных систем в сравнении с внутренними. Не будучи в состоянии их контролировать, страны мира вынуждены адаптироваться к условиям глобальной экономики и финансов, либо получая колоссальные преимущества от участия в международном разделении труда по сравнению с закрытыми или менее "открытыми" экономиками, либо безвозвратно отставая от лидеров научно-технической "гонки"³.

В новых условиях трансграничные финансовые потоки превращаются, с одной стороны, в эффективный механизм, восстанавливающий

равновесие хозяйственных структур на национальных и глобальном уровнях на повышательном тренде макроэкономической динамики, а с другой стороны, в механизм колоссальной разрушительной силы на стадиях кризиса и депрессии, дестабилизирующий практически все "открытые" национальные экономики и финансы, а также органическую систему сложившихся транснациональных взаимодействий на глобальном экономическом пространстве.

Другими словами, в связи с превращением финансовой системы из подчиненной целям развития процессов воспроизводства в определяющую вектор его изменения она стала центральным элементом механизма макроэкономической динамики, определяющего периодичность локальных и глобальных финансовых кризисов, специфику их цикличности, глубину спада и временной горизонт стадий роста. При этом из всех финансовых посредников именно кредитные институты оказались в центре формирования финансовой турбулентности и ее трансмиссии на глобальном экономическом пространстве.

В результате образовался разрыв между потоками финансовых ресурсов и их материальными носителями (реальными активами). В таких условиях сформировался механизм трансмиссии кризисных явлений на глобальном экономическом пространстве, действие которого осуществляется следующим образом⁴. На стадии роста действует эффект эндогенного увеличения денежной массы, позитивный с точки зрения расширения инвестиционной деятельности в национальном хозяйстве, поскольку он приводит к изменению долговой структуры в экономике. Итогом расширения кредитования и сопровождающего его роста ставок становится доминирование "спекулятивных" единиц, резкое повышение рисков заемщиков и работодателей в экономике⁵. Тогда, с одной стороны, начинает сокращаться объем заимствований, а с другой - все большая часть обязательств погашается путем продажи активов. Вследствие этого сначала снижается стоимость финансовых и капитальных активов, а затем растет количество банкротств в экономике. Резко падает объем текущих инвестиций, обуславливая сокращение совокупного дохода и переход экономики из фазы бума в фазу спада. Параллельно этим процессам происходит кардинальная переоценка ожиданий и рисков финансирования.

В 2008 г. данная несбалансированность была быстро растиражирована по странам мира в свя-

² Гэлбрейт Дж.К. Великий крах 1929 года / пер. с англ. С.Э. Борич. Минск, 2009.

³ Кризис есть кризис: лидеры российской и мировой экономики о путях выхода из кризиса / сост. В. Дорофеев, В. Башкирова. М., 2009.

⁴ Гэлбрейт Дж.К. Указ. соч.

⁵ Minsky H.P. Stabilizing an Unstable Economy. McGraw Hill, 2008.

зи с новым качеством мировой экономики, в центре структурных связей которой оказались исключительно мобильные финансовые потоки, оторванные от их материальных носителей. В новых условиях растущей макроэкономической несбалансированности система глобальных финансов продемонстрировала неспособность восстанавливать равновесие. Другими словами, механизм самоорганизации, представленный глобальной финансовой системой, который достаточно эффективно возвращал мировую экономику в равновесное состояние в период выделения из ее структуры глобальных финансов в качестве самостоятельной подсистемы, перестал функционировать.

Анализ динамики статистических показателей доказывает определяющую роль американской экономики в циклическом развитии мировой экономики во второй половине XX в. Так, начиная с 1950 г. экономика США находилась в состоянии рецессии в 1954, 1958, 1970, 1974-1975, 1980-1982, 1990-1991, 2001 гг., которая носила временный и локальный характер, не перерастая в глобальные по масштабам дисбалансы⁶. В 2000-х гг. проблемы, возникающие в одном из крупных национальных сегментов мировой экономики, стали значительно быстрее и масштабнее распространяться на глобальном экономическом пространстве. Так, по данным МВФ, в 1980-х гг. отношение совокупных объемов дефицитов национальных

Следуя логике изложения рассуждения, рассмотрим эмпирический материал, позволяющий продемонстрировать влияние мировой экономики в качестве важнейшего внешнего фактора экономического развития на примере влияния ипотечного кризиса в США на состояние экономики и финансов стран Европы (развитые страны и страны с формирующимися рынками). На рис. 1 показано влияние падения темпов экономического роста в США на экономическую динамику в европейских странах. Эта тенденция во многом обусловлена усилением зависимости европейских стран от транснационального движения капитала.

Действительно, американская экономика - один из крупнейших торговых партнеров многих стран Европы. Так, на долю Израиля, Ирландии и Великобритании приходится примерно 15 % спроса зоны евро на экспорт. В результате даже небольшое снижение квартальных темпов роста в США в 2008 г. сказывается негативно на состоянии национальных финансов и экономики в Европе.

Данную зависимость подтверждает анализ векторной авторегрессии на основе квартальных данных в 2000-е гг. Так, временное замедление темпов роста в США на 1 процентный пункт однозначно приводит к снижению роста в европейских странах с развитой экономикой и с формирующимися рынками примерно на 1/2 процентного пункта за два квартала. Что касается

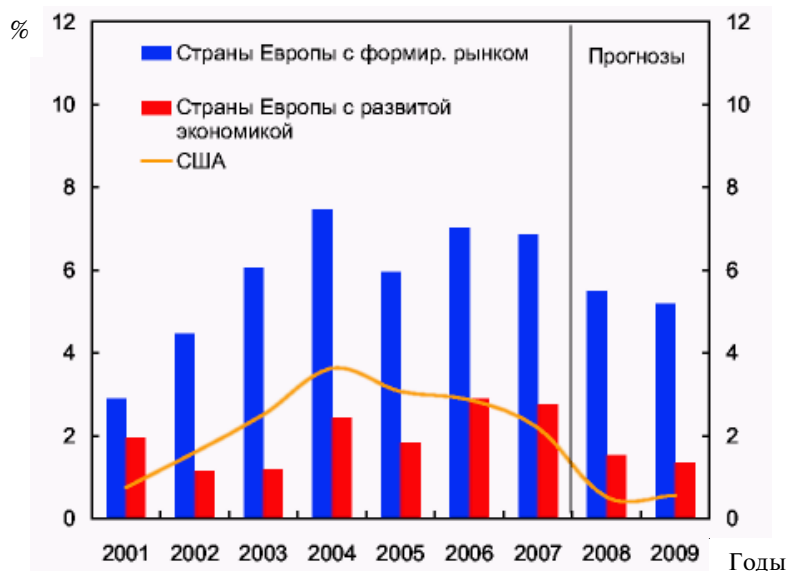


Рис. 1. Европа и США. Рост реального ВВП

Источник. Составлено автором на основе данных: IMF, *World Economic Outlook*. April, 2008.

платежных балансов к ВВП мира составляло 2-2,5%, а в 2000-х гг. - возросло до 5,5-6%⁷.

⁶ Мир после кризиса. Глобальные тенденции - 2025: меняющийся мир: докл. Национального разведывательного совета США. М., 2009.

⁷ World Economic and Financial Surveys. Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging Macroeconomic Implications and Policy. Washington, 2008.

вторичного эффекта, то снижение темпов роста в развитых странах Европы, в свою очередь, тормозит экономический рост в европейских странах с формирующимся рынком еще на 1/4 процентного пункта⁸.

⁸ Рассчитано автором на основе данных IMF, *World Economic Outlook*. April, 2008.



Рис. 2. Показатели обменного курса евро

Источник. Составлено автором на основе данных: IMF, Global Data Sources.

Немалую роль в понижательной макроэкономической динамике играет повышение реального эффективного обменного курса евро, что усугубляет негативные последствия для торговли зоны евро и ухудшает перспективы их выхода из кризиса (рис. 2).

По оценкам МВФ, и курс евро, и курс доллара США являются завышенным по сравнению с валютами стран, имеющих профицит счета текущих операций платежных балансов, таких как страны - производители нефти и некоторые страны Азии⁹. В целом, это свидетельствует об ухудшении условий внешней торговли европейских стран, что в условиях «открытых» экономических систем является фактором, негативно влияющим на перспективы их макроэкономической динамики.

Эмпирический анализ зависимости национального экономического развития от внешнего фактора на примере США и стран Европы подтверждает факт превращения мировой экономики в важнейший внешний фактор развития стран мира.

Для доказательства концептуального положения о структурном обособлении глобальных финансов в рамках геоэкономики и о превращении их в механизм трансмиссии позитивных и негативных импульсов экономического развития¹⁰ был использован эмпирический материал, описывающий взаимовлияние более сотни финан-

совых и экономических кризисов в 17 развитых странах мира за последние 30 лет.

Анализ статистических данных, приведенных в табл. 1, свидетельствует о том, что 1/3 всех финансовых стрессов обусловила снижение экономической активности в странах мира, другая их треть закончилась экономической рецессией. При этом в 2/3 рассматриваемых случаев именно коммерческие банки были причиной финансовых кризисов, которые в среднем были продолжительнее как в фазе финансового стресса, так и в стадии снижения экономической активности и рецессии.

Что касается замедления темпов экономического роста, то в случае финансовой рецессии, инициированной банковским сектором, сокращение производства было больше ВВП как по общим показателям, так и по отношению к их средним значениям. В последнем случае это превышение достигало 11,6 раза в случае спада экономической активности вследствие банковской природы финансового кризиса и 13,2 раза в условиях экономической рецессии, вызванной банковскими шоками.

В случае, когда фазы экономической рецессии следовали непосредственно за финансовыми кризисами (т.е. были обусловлены ими), экономические шоки были более глубокими и продолжительными, сопровождаясь значительным падением хозяйственной активности в стране, нежели в условиях отсутствия финансовых шоков. При этом медиана совокупного сокращения производства (относительно тренда или до подъема) составляла около 3% ВВП для фаз снижения активности после финансового стресса и примерно 4,5% ВВП для рецессии после финансового стресса. Эти

⁹ Восстановление финансовой системы / Бартон Д. [и др.] // The McKinsey Quarterly. 2009. № 4.

¹⁰ Reinhart C.M., Rogoff K.S. Is US Subprime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison, Harvard University and NBER, 8 Jan. 2008.

Таблица 1. Описательные статистики по эпизодам финансовых стрессов в странах мира в 1980-х - 2000-х гг.

Показатели	Число эпизодов*					Продолжительность эпизодов (средняя, в кварталах)
	Всего	1980-е	1990-е	2000-е	Текущий	
Финансовый стресс	113	37	42	34	16	2,4
<i>В том числе, связанные:</i>						
с банками	43	12	19	12	4	2,4
с рынком ценных бумаг	50	19	12	19	11	2,4
с валютным рынком	20	6	11	3	1	2,4
<i>Для справки:</i>						
Связанные с банками	60	16	25	19	10	2,6
<i>В том числе:</i>						
медианы продолжительности для систем, основанных на независимости сторон	31	9	13	9	4	2,4
ниже медианы продолжительности для систем, основанных на независимости сторон	27	7	11	9	5	2,9

* Включены следующие страны: Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Япония.

Источник. Составлено автором по Naver Analytics; аналитическим исследованиям ОЭСР; OECD, Economic Outlook (2008); данным МВФ.

показатели значительно выше оценок падения экономической активности и рецессии, которым не предшествовал финансовый стресс (соответственно, около 1,5% и 2,25%) (см. табл. 2).

Результаты корреляционно-регрессионного анализа позволяют установить взаимосвязь между совокупными потерями производства после

финансовых стрессов и такими показателями, как увеличение кредита и цен на активы до начала финансового стресса, динамика коэффициентов чистых заимствований фирм и домашних хозяйств в начале финансового стресса, а также параметры оценки глубины финансового шока (продолжительность эпизода стресса).

Таблица 2. Некоторые особенности развития финансовых кризисов развитых странах мира за период 1980-е - 2000-е гг.

Показатели	N	Продолжительность (средняя; в кварталах)		Потери производства (средние; в процентах ВВП)		Лag о спада*** (средний; кварталы)
		Финансовый стресс	снижение активности или рецессия*	Совокупные**	Средние	
Финансовый стресс	113	2,4				
<i>В том числе:</i>						
с послед. снижением	29	2,7	7,6	-7,6	-0,7	2,4
связанные с банками	18	3,2	8,4	-9,3	-0,8	1,8
с послед. рецессией	29	3,0	6,8	-13,8	-1,2	2,3
связанные с банками	17	4,0	7,6	-19,8	-1,5	2,0
Прочие	55	2,0				
Снижение без предшеств. финансового стресса****	109		5,1'	-4,1'	-0,6	
Рецессия без предшеств. финансового стресса****	31		3,1'	-5,4'	-0,9	

* Продолжительность снижения активности: число кварталов, в течение которых ВВП ниже тренда; продолжительность рецессии: число кварталов до того, как ВВП достигнет пикового уровня или превысит его.

** Потери во время снижения активности: совокупные потери производства ниже тренда; потери во время рецессии: совокупные потери производства до наступления подъема.

*** Число кварталов от начала финансового стресса до снижения активности или рецессии.

**** Штрихи обозначают разницу с периодами снижения экономической активности, которым предшествовал финансовый стресс, величина ее значима на уровне 10% или выше.

Ëñðî÷èé. Расчеты автора на основе данных МВФ.

Таблица 3. Показатели глобальной финансовой устойчивости

Основные показатели	
Депозитные учреждения	
Достаточность капитала	Отношение нормативного капитала к взвешенным по риску активам. Отношение нормативного капитала уровня 1 к взвешенным по риску активам Отношение необслуживаемых кредитов за вычетом отчислений в резервы к капиталу
Качество активов	Отношение необслуживаемых кредитов ко всем валовым кредитам. Отношение распределения кредитов по отраслям ко всем кредитам
Доходы и прибыльность	Прибыль на активы Прибыль на акционерный капитал Отношение процентной маржи к валовому доходу Отношение непроцентных расходов к валовому доходу
Ликвидность	Отношение ликвидных активов ко всем активам Отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам
Чувствительность к рыночному риску	Отношение чистой открытой позиции в иностранной валюте к капиталу
Рекомендуемые показатели	
Депозитные учреждения	Отношение капитала к активам Отношение крупных открытых позиций к капиталу Отношение географического распределения кредитов ко всем кредитам Отношение позиции по валовым активам в производных финансовых инструментах к капиталу Отношение позиции по валовым обязательствам в производных финансовых инструментах к капиталу Отношение дохода от торговых операций к общему доходу Отношение расходов на персонал к непроцентным расходам Спред между справочными ссудными и депозитными ставками Спред между максимальной и минимальной межбанковскими ставками. Отношение депозитов клиентов ко всем (немежбанковским) кредитам. Отношение кредитов, выраженных в иностранной валюте, ко всем кредитам Отношение обязательств, выраженных в иностранной валюте, ко всем обязательствам Отношение чистых открытых позиций в акциях к капиталу
Другие финансовые корпорации	Отношение активов ко всем активам финансовой системы Отношение активов к ВВП
Нефинансовые корпорации	Отношение общего долга к акционерному капиталу Прибыль на акционерный капитал Отношение доходов к расходам на выплату процентов и погашение долга. Отношение чистой открытой позиции в иностранной валюте к акционерному капиталу Количество исков о защите от кредиторов
Домашние хозяйства	Отношение долга домашних хозяйств к ВВП Отношение платежей по обслуживанию и погашению долга домашних хозяйств к их доходам
Ликвидность рынка	Средняя разница между ценами продавца и покупателя на рынке ценных бумаг* Средний коэффициент суточного оборота на рынке ценных бумаг*
Рынки недвижимости	Цены на недвижимость Отношение кредитов на жилую недвижимость ко всем кредитам Отношение кредитов на коммерческую недвижимость ко всем кредитам

* Или на других рынках, являющихся наиболее показательными для ликвидности банков, например, на валютном рынке.

Источник. Составлено автором по отчетам финансовой стабильности Банка России и ФРС США, центральных банков Германии и Великобритании.

Таким образом, эмпирические данные не только доказали правоту теоретического положения авторской концепции о приоритетности финансового сектора в системе мировой экономики, но и позволили выделить главный элемент механизма трансмиссии кризисных явлений из финансовой сферы в экономическую на глобальном экономическом пространстве. Речь идет о деятельности коммерческих банков, которые, судя по эмпирическим данным, и опреде-

ляют специфику воздействия финансовых стрессов на экономические циклы. Именно такого рода взаимосвязи в рамках глобальной экономики предопределяют вектор развития циклов макроэкономической динамики.

Дальнейшее развитие логики рассуждений в рамках обозначенного выше подхода позволяет утверждать, что кризис 2008 г. впервые продемонстрировал неспособность глобальных финансовых рынков купировать кризисные явле-

ния, и обозначить причину этого - нарушение механизма взаимодействия сегмента банковского кредитования и рынка капиталов. В новых условиях они перестали компенсировать проблемы, возникающие на каждом из их сегментов, и отреагировали совершенно идентично: ужесточение условий банковского кредитования привело к сокращению доступа к финансовым ресурсам за счет выпуска облигаций и акций.

В условиях, когда финансовая система перестала восстанавливать временно или частично нарушенное равновесие, целесообразно выделить факторы, которые однозначно его нарушают. Это позволит строить систему регулирования финансовых и материальных потоков на глобальном экономическом пространстве в посткризисный период, ориентируясь на показатели (см. табл. 3), мониторинг которых предотвратит цепную реакцию кризисных явлений на глобальном экономическом пространстве.

Таким образом, в результате эмпирического доказательства правоты основных составляющих теоретической концепции автора стало возможным вывести возможный сценарий реструктуризации глобальной экономики в совокупности всех ее структурных связей, включая те, которые опосредованы рынком банковских кредитов и рынком

капитала. Логика строилась на том, что любая системная целостность по мере усложнения ее структуры имеет в разных соотношениях два взаимосвязанных механизма своего развития¹¹.

На стадиях становления организационных целостностей приоритет остается за механизмами самоорганизации, а в условиях многократного усложнения структурных связей глобальной экономики и финансов на первое место выходит механизм организации - регулирующее начало. В случае мировой экономики это качественное изменение связано с тем, что ее самоорганизующее начало, представленное глобальными финансами, перестало адекватно выполнять свои функции поддержания макроэкономического равновесия. В этих условиях на первое место выходит проблема формирования эффективного организационного механизма регулирования мировой экономики, т.е. системы соответствующих институтов, которые и должны взять на себя миссию восстановления и поддержания сбалансированности как в системе глобальных финансов, так и во всей мировой экономике. Подтверждением правоты этого вывода является констатация западными и российскими учеными и практиками факта превращения глобального финансового кризиса в кризис структурный.

Поступила в редакцию 01.11.2009 г.

¹¹ IMF. Global Financial Report, 2008. IMF, 2009.