

ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РФ

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОКЛАД

**“РИСКИ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА В РОССИИ:
ФАКТОРЫ, СЦЕНАРИИ И ПОЛИТИКА
ПРОТИВОДЕЙСТВИЯ”**

Москва – 2008

Содержание

Введение

- 1 Введение в финансовые кризисы
 - 1.1 Финансовый кризис: понятийный аппарат
 - 1.2 Финансовый кризис как реализация системного риска
 - 1.3 Механизм финансового кризиса: от частных кризисов к общему
 - 1.4 Глубина финансового кризиса
- 2 Возможные сценарии финансового кризиса в России
 - 2.1 Первый сценарий: импортированный кризис (“финансовая инфекция”)
 - 2.2 Второй сценарий: спекулятивная атака при позитивной экономической динамике и либерализации счета капиталов
 - 2.3 Третий сценарий: перегрев одного из сегментов внутреннего финансового рынка (излишняя концентрация рыночного, кредитного, процентного рисков), эффект “домино”
 - 2.4 Четвертый сценарий: падение экспортных цен
 - 2.5 Пятый сценарий: политический риск
- 3 Факторы, формирующие риски финансового кризиса в России
 - 3.1 Классификация факторов
 - 3.2 Накопленные концентрации рисков в российской экономике
 - 3.2.1 Виды концентрации рисков
 - 3.2.2 Кредитный и процентный риски
 - 3.2.3 Рыночный риск
 - 3.2.4 Валютный риск
 - 3.3. Долгосрочная цикличность и риски финансового кризиса в России

- 3.3.1 Экономические циклы в накоплении и реализации системных рисков
- 3.3.2 Близость к критическим параметрам – сценарий падения глобальных финансовых рынков в понижательной фазе длинного экономического цикла
- 3.4. Глобализация и взаимозависимость финансовых рынков: связь с рисками финансового кризиса в России
- 3.5. Принадлежность к формирующимся рынкам и рост рисков финансового кризиса
- 3.6. Особенности национальной экономики, усиливающие ее предрасположенность к финансовым кризисам
- 3.7. Деформации российского финансового рынка и риски финансового кризиса
- 3.8. Проблемные стороны финансовой политики государства
- 4 Возможные последствия финансового кризиса в России
- 5 Степень близости к критическим параметрам
- 6 Противодействие рискам финансового кризиса в России
 - 6.1 Воздействие на глубину кризиса
 - 6.2 Антикризисная политика государства

Заключение

Список использованных источников

- Приложение 1 Определения и классификации
- Приложение 2 Механизм финансового кризиса и посткризисные последствия в России 1997 – 1998 гг.
- Приложение 3 Финансовые кризисы: типичные ситуации, причинно-следственные связи (1970-е – 2000-е гг.)

Введение

Отечественный финансовый рынок, созданный в считанные годы, имеющий единую инфраструктуру в одиннадцати часовых поясах и не уступающий по технологиям другим рынкам, является **национальным достоянием**, формирует финансовую базу экономического роста наравне с экспортным сектором экономики. Это - рынок, приобретающий зрелость, всё большую конкурентоспособность, хотя и сохраняющий черты рискованного и проблемного **формирующегося рынка (emerging market)**.

Вместе с тем **российский финансовый рынок**, как один из семейства формирующихся рынков, является **одним из самых рискованных в мире**. Он успел создать за 15 лет своего существования (после 75-летнего перерыва) собственную историю финансовых кризисов, которые привели к потерям существенной части национальных активов.

В этой связи **этической задачей** отечественной **научной школы в области финансов** является **противодействие финансовым кризисам в России, их прогнозирование, предупреждение политических и социальных рисков, связанных с ними, предложение решений в области макроэкономической политики государства, имеющих антикризисную направленность** (при сохранении условий для устойчивого роста экономики).

Национальный доклад призван найти **ответы на эти вызовы**, создать почву для открытых дискуссий и действий государства, направленных на ослабление рисков финансовых кризисов.

Мы обязаны извлечь уроки из современной финансовой истории, из собственного прошлого XX века, связанного с утратой семейных активов в каждом поколении российского народа.

Доклад подготовлен директором исследовательского Института финансовых рынков и прикладной экономики Финансовой академии при Правительстве РФ, д.э.н., проф. Я.М.Миркиным.

Список сокращений

Американские депозитарные расписки	АДР
Валовой внутренний продукт	ВВП
Глобальные депозитарные расписки	ГДР
Межбанковские кредиты	МБК
Международный валютный фонд	МВФ
Московская межбанковская валютная биржа	ММВБ
Российская торговая система	РТС
Бразилия (Brazil), Россия (Russia), Индия (India), Китай (China)	BRIC
Бразилия (Brazil), Россия (Russia), Индия (India), Китай (China), Мексика (Mexico)	BRICM

1. Введение в финансовые кризисы

В 1970-х – 2000-е гг. финансовые кризисы в десятках стран привели к утрате до 10 – 30% национальных финансовых активов. МВФ зарегистрировал в 1975 – 1997 гг. более 150 валютных и 54 долговых / банковских кризисов в более чем 50 странах.¹ На формирующихся рынках (emerging markets),² к которым принадлежит и Россия, временные периоды, отделяющие один кризис от другого, обычно составляют 5 – 10 лет.

Финансовый кризис – время социальной напряженности, политических рисков, потери темпов экономического роста. Предупреждение и урегулирование рисков финансового кризиса – важнейшая задача государства в его деятельности по созданию условий для устойчивого развития экономики и сбережения – из поколения в поколение - активов населения.

Терминологические определения и классификации, на которых основывается настоящий доклад, приведены в **приложении 1**.

1.1. Финансовый кризис: понятийный аппарат

Финансовый кризис – кризис, системно охватывающий финансовые рынки и институты финансового сектора, денежное обращение и кредит, международные финансы (страновой сегмент), государственные, муниципальные и корпоративные финансы;

-оказывающий средне- и долгосрочное негативное воздействие на экономическую активность в стране и на динамику благосостояния населения;

-проявляющийся:

-в финансовом секторе и на финансовых рынках – резкий **рост процента**, все **повышающаяся доля проблемных банков** и небанковских финансовых институтов, **проблемных долгов**, существенное **сокращение кредитов**, предоставляемых экономике и домашним хозяйствам, **ценные банкротства**, переход к **убыточной модели** банковской и другой финансовой деятельности, **преобладание спекулятивной над инвестиционной** финансовой деятельностью, масштабное **падение курсов ценных бумаг**, задержки

¹ Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability. – Wash.: International Monetary Fund, 1998

расчетов с нарастающим **коллапсом платежной системы**, возникновение **массовых убытков на рынке деривативов**, **прекращение ликвидности финансовых рынков** и финансовых институтов с эффектом “домино”, банковская паника;

-в **международных финансах** - неконтролируемое **падение курса национальной валюты**, **массовая утечка капиталов** из страны, **неуправляемое нарастание внешнего долга** и просроченных платежей государства и коммерческих организаций, **передача системного риска** на международный рынок и финансовые рынки других стран;

-в **области денежного обращения** – резкий **неуправляемый рост цен** с переходом в **хроническую инфляцию**, бегство от национальной валюты, стремительное внедрение во внутреннее твердой иностранной валюты, массовое появление суррогатов денег;

-в **области государственных финансов** – резкое **падение величины золотовалютных резервов и государственных стабилизационных фондов**, возникновение **дефицита** или обострение дефицитности **бюджета**, привнесенной кризисом, быстрое сокращение собираемости налогов, падение бюджетного финансирования государственных расходов, **неуправляемое нарастание внутреннего государственного долга**.

1.2. Финансовый кризис как реализация системного риска

В финансовом кризисе реализуется системный риск³ - риск потерь, связанных с неблагоприятными изменениями на рынке в целом, вызванных:

-“**эффектом домино**” на финансовом рынке,

-в случае, если кризис одного или группы финансовых институтов / компаний реального сектора, кризис сегмента рынка или системы расчетов передается в расширяющемся объеме, через пересекающиеся обязательства, на другие группы финансовых институтов / компаний

²В соответствии с международной классификацией российский рынок капиталов относят к категории формирующихся (развивающихся) рынков в отличие от развитых рынков (developed markets) индустриальных стран (по критериям международных финансовых организаций)

³ Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998

реального сектора, сегменты рынка и системы расчетов, постепенно охватывая всё расширяющуюся область рынка;

-в случае, если кризис финансового рынка одной страны или группы стран передается на другую страну (РФ);

-**кризисом доверия** среди инвесторов, создающим ситуацию общей неликвидности на рынке.

1.3. Механизм финансового кризиса: от частных кризисов к общему

Системные риски, возникая в одном звене финансового рынка (**частные кризисы**), распространяются затем на **другие его звенья**, запуская **механизм системного риска** и вызывая – в наиболее острых ситуациях эффекта “домино” – **коллапс всей финансово-кредитной системы**. К числу **частных кризисов** относятся:

-**фондовые кризисы** - **рыночные шоки на рынке ценных бумаг** (масштабные падения курсов ценных бумаг, перерывы ликвидности рынка, резкий рост процента), приводящие к дальнейшему **разрастанию кризисных явлений в полномасштабный финансовый кризис**. Могут быть связаны с “**мыльными пузырями**”, спекулятивной игрой на повышение – понижение, с движением цен на фондовые ценности за пределы, установленные рыночной стоимостью бизнеса, которую они выражают. Могут возникать в связи со **спекулятивными атаками на параллельных рынках** базисных и производных финансовых инструментов;

- **долговые кризисы**, являющиеся **начальной причиной финансовых кризисов** (финансовая ситуация, при которой группа крупнейших заемщиков (например, стран, если речь идет о международном долговом кризисе, или крупнейших коммерческих и инвестиционных банков), оказывается не в состоянии платить по долгам и / или формирует убытки, приводящие их на грань дефолтов; крупнейший международный кризис задолженности разразился в 80-х гг. XX века (долговая несостоятельность большой группы развивающихся стран в погашении кредитов, полученных из стран с высоким уровнем доходов);

-**валютные кризисы**, формирующие нарастающие кризисные явления на других сегментах финансового рынка (резкие изменения курса одной валюты по отношению к другим, ведущие к значимому реструктурированию системы экономических интересов в

международных финансах и во внутренней экономике и сфере финансов стран, затронутых валютных кризисом, кризисы платежного баланса);

-банковские кризисы (кризисы банковского сектора, основанные на эффекте “домино”, при которых накопление проблемных активов в ограниченном числе банков и прекращение их платежеспособности приводит к банковской панике, к массовому изъятию вкладов, к резкому сокращению кредитования банками друг друга и т.п. и – на фоне развивающегося кризиса недоверия – начинается массовая приостановка платежей банками с последующим коллапсом платежной системы и финансовых рынков);

-кризисы ликвидности (острая, наступающая в короткое время неспособность производить платежи в связи с наступлением риска ликвидности, отрицательным финансовым состоянием. На макроэкономическом уровне — расстройство платежной системы, наступление состояния неликвидности у банков, составляющих ее основу, острая нехватка денежных средств в экономике для поддержания бесперебойных расчетов в хозяйстве).

Каждый из этих кризисов, который может произойти на фоне относительно благополучного состояния других сегментов сферы финансов, денег и кредита, может стать “спусковым механизмом”, переводящим локальные кризисные явления в масштабный финансовый кризис. “Валютные кризисы могут вызывать банковские. Быстрое истощение валютных резервов в рамках режима фиксированного валютного курса может подвигать центральный банк к сокращению денежной массы, к сокращению денежных агрегатов, с инициацией тем самым банковского кризиса... Банковские кризисы могут становиться причиной валютных. Когда инвесторы становятся уверены в неизбежности банковского кризиса, это заставляет их пересматривать свои портфели, заменяя активы в национальной валюте на иностранные активы. Когда центральные банки передают ликвидность в банковскую систему, чтобы поддержать на плаву проблемные банки, созданные излишние деньги могут иницировать валютную спекуляцию и оказать давление на валютные резервы”⁴.

1.4. Глубина финансового кризиса

Прогнозируемые последствия кризиса (основанные на анализе практики многих стран (см. приложения 2 -3) - падение объемов реального ВВП, сокращение

⁴ Kawai Masahiro, Newfarmer Richard, Schmukler Sergio. Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons. - World Bank, 2003. – P.3

расходов домашних хозяйств и вложений в формирование основного капитала, продолжающееся от одного до трех лет и достигающее от 3-5 до 15 – 20% от предкризисных значений (в части основного капитала – еще выше).

В финансово-кредитной сфере выражаются в смене направления движения иностранного капитала (вместо притока – отток), в массивном оттоке (бегстве) капитала из страны в течение одного – трех лет, достигающем десятки миллиардов долл. США. Достигает экстремумов падение курса национальной валюты по отношению к твердым конвертируемым валютам индустриальных стран (до десятков процентов ежегодно). Вспышка инфляции находит свое проявление в неконтролируемом росте цен, достигающем десятки, а в отдельных случаях – сотни процентов в год. Сокращение капитализации рынка акций и рыночной стоимости облигаций может достигать 70 – 90% от уровней, предшествующих реализации системного риска.

Финансовый кризис на типичном формирующемся рынке (каким является Россия), по оценке, характеризуется **следующими параметрами** (при условии, что одновременно и взаимосвязанно достигают своих значений в течение 2 – 4-х месяцев не менее **3-х параметров** из приведенных ниже):

- снижение капитализации рынка акций – не менее 20%;
- сокращение долговой массы облигаций на внутреннем и внешнем рынке по рыночной стоимости - не менее 15%;
- рыночный уровень процента - не менее 20%;
- инфляция в годовом измерении – не менее 20%;
- рост оттока капитала за рубеж – не менее 30%;
- падение курса национальной валюты – не менее 15%;
- падение золотовалютных резервов центрального банка – не менее 20%;
- сокращение депозитной базы в банковском секторе – не менее 10%;
- сокращение размеров внутреннего кредита (Domestic Credit)– не менее 10%;
- объявление дефолтов по обязательствам / финансовыми институтами с активами, составляющим (и) не менее 10% от их общего объема по стране.

В части **государственных финансов** прогнозируются:

-падение реальных доходов и расходов бюджета на 5 – 20% от их предкризисной величины (при значимой вероятности уменьшения государственных доходов и расходов в номинальном выражении);

-демонстрация **неэластичности государственных расходов** к отрицательной экономической динамике, их сокращение в реальном выражении в существенно меньшей степени по сравнению с уменьшением доходов бюджета;

-**переход бюджета из профицитной в дефицитную зону**, возникновение **пиковых значений дефицита бюджета** в сравнении с уровнями, достигнутыми перед кризисом (если бюджет станет дефицитным в среднесрочном периоде);

-**рост государственного долга** на десятки процентов и **стоимости государственных заимствований** до 2 – 3 раз.

2. Возможные сценарии финансового кризиса в России

2.1. Первый сценарий: импортированный кризис (“финансовая инфекция”)⁵

Обрушение одного из крупных формирующихся рынков (emerging markets) с высокой вероятностью вызовет **цепную реакцию ухода инвесторов из ценных бумаг, выпущенных эмитентами третьего мира**. Аналогии – долговой кризис развивающихся стран в начале 1980-х гг., азиатский кризис 1997 г., падение рынка Бразилии вслед за августовским кризисом 1998 г. в России, синхронное движение рынков Латинской Америки в 2000 – 2002 гг. как следствие финансовых потрясений в Аргентине и в Бразилии.

Синхронность вызвана тем, что **на формирующихся рынках** работают одни и те же **международные инвесторы**, которые при возмущениях на одном рынке автоматически начинают уходить с **других рынков – аналогов**, закрывая позиции со схожими высокими рисками, перебрасывая деньги в более стабильные регионы или в менее рискованные финансовые инструменты западных стран. Тем самым, предвосхищаются – и вызываются - кризисные явления во все новых и новых странах – формирующихся рынках.

Детализированный механизм импортированного кризиса

Формирующиеся рынки имеют высокую взаимосвязь (коэффициенты корреляции за длительный период более 0,8 – 0,9), международные инвесторы вкладывают свои средства

в группы стран (emerging markets), сопоставимых по уровню риска или объединенных по региональному принципу (Центральная и Восточная Европа, Латинская Америка, Юго-Восточная Азия и т.п.). Указанные группы стран рассматриваются глобальными инвесторами как однородные группы финансовых активов со схожими параметрами финансового риска, доходности и ликвидности.

При финансовых потрясениях в одной стране инвесторы автоматически начинают изымать капиталы из других стран, входящих в ту же группу, предполагая тот же уровень рисков кризиса, неизбежность цепной реакции потрясений.

Как следствие, сброс финансовых активов международными инвесторами и их действия по ускоренной репатриации, бегство капиталов из страны приводят к резкому снижению курса национальной валюты, вспышке инфляции, разрастанию экономического, финансового и социально-политического кризисов. Частью механизма финансовой инфекции являются международные рынки депозитарных расписок и еврооблигаций в США, Великобритании, Германии и др., на которых международные инвесторы могут свободно переходить из ценных бумаг одной группы стран в другие.

Поскольку **более 80 формирующихся рынков** составляют **не более 10% мировой капитализации**, а цены на их финансовые активы определяются (через депозитарные расписки на акции и еврооблигации) **в мировых финансовых центрах** (Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт и др.), то **скорости цепных реакций крайне высоки**.

Особенно острыми становятся кризисы, если развивающиеся страны открывают счета капиталов (свободный доступ нерезидентов на внутренний финансовый рынок), одновременно фиксируя или укрепляя курсы своих валют и формируя при этом на внутреннем рынке доходность на финансовые активы, являющуюся сверхвысокой в сравнении с внешним миром (азиатские страны в 1997 г., Россия в 1998 г. и 2006 – 2007 гг.).

Сценарий импорта финансового кризиса в Россию

⁵ Финансовая инфекция (financial contagion) - цепная реакция передачи финансовых потрясений из одной страны в другую, согласованные падения финансовых рынков один за другим, причиной которых являются действия крупных международных инвесторов, одновременно действующих на ряде национальных рынков.

Возможный сценарий импортированного кризиса в России вслед за кризисами на рынках **BRICM**, в региональных группах рынков Латинской Америки и Азии:

. **-падение цен на АДР / ГДР** на российские акции, обращающиеся в Великобритании, США, Германии, **снижение курсов российских еврооблигаций и евроног** с увеличением их доходности и быстрым расширением спредов по отношению к долговым ценным бумагам индустриальных стран, считающимся безрисковыми, **возникновение значительных затруднений доступа российских эмитентов** к любым источникам ликвидности (ценные бумаги, кредиты, срочные сделки) на международных рынках капитала;

-одновременно или, как следствие, **падение цен на российские акции в Российской торговой системе** (“классический биржевой рынок” с расчетами в долларах за границами РФ) – и **цепная реакция** снижения курсов на **рублевых рынках акций РТС и ММВБ**, падение стоимости и волатильность на рынке государственных ценных бумаг и корпоративных облигаций ММВБ и РТС; **одновременная игра на понижение на рынке производных финансовых инструментов** (внебиржевом, рынках деривативов РТС и ММВБ), усиливающая понижательное давление на курсы рублевых финансовых активов;

-стремление внутренних инвесторов **избавиться** от российских акций, корпоративных облигаций и государственных ценных бумаг; массовые продажи ценных бумаг нерезидентами (на рынке РТС их доля достигает, по оценке, 50 – 60%, на рублевом рынке ММВБ – более 30% в конце 2007 г.); **высвобождение** рублевой ликвидности, **давление на валютный рынок** (внебиржевой и рынок ММВБ), возникновение краткосрочных шоков бегства капитала с российского рынка, падение курса рубля, массовые потери розничных инвесторов, вошедших на рынок акций и паев инвестиционных фондов;

-как следствие, **сокращение денежной ликвидности, рост процента** на внутреннем рынке, резкое ограничение сделок на фондовом рынке с использованием заемных средств (маржинальных сделок, сделок на рынке репо, кредитования ценными бумагами); быстрое сокращение объемов и ухудшение условий сделок на финансовых рынках, обеспечивающих взаимное кредитование и поддержку ликвидности финансовых институтов (рынок МБК и рынок репо);

-возникновение **цепных реакций** на рынке **недвижимости и кредитов**, **падение цен на недвижимость** в качестве финансового актива, быстрое **нарастание доли проблемных кредитов**; быстрое **увеличение проблемных обязательств** российского финансового сектора в части **деривативов** в валюте (“утяжеление” обязательств в связи с падением курса рубля при одновременной утрате части активов, которые генерируют доходы);

-**распространение потерь** и убытков на российские банки и внутренних институциональных инвесторов с ущербом, величина которого будет зависеть от масштабов паники, вовлеченности российских финансовых институтов в спекулятивную игру и в кредитование спекуляций с акциями;

- **объемное сужение ликвидности российских банков**, если не будет оказана поддержка монетарных властей (утрата части активов, “утяжеление” валютных обязательств, отток депозитов, масштабное ограничение доступа к денежным ресурсам (МБК, репо, срочные сделки, рублевые ценные бумаги, внешние заимствования) при слабой капитальной базе), распространение информации о неплатежеспособности банков;

-распространение системных рисков на **систему безналичных расчетов**, **приостановление платежей**, возможное возникновение **банковской паники**, быстрый рост всех видов просроченной задолженности в экономике;

-**вспышка инфляции**, значительное сокращение доходов бюджета при необходимости поддерживать неэластичные государственные расходы, переход экономику в зону отрицательных значений экономического роста;

-**сокращение реальных доходов населения**, утрата населением значительной части своих финансовых активов, увеличение потенциала социальных и политических рисков.

2.2. Второй сценарий: спекулятивная атака при позитивной экономической динамике и либерализации счета капиталов

Манипулятивная игра на понижение при относительно небольших объемах финансового рынка (например, на рынке акций, на рынке деривативов, базисным активом которых являются акции, на валютном рынке) способна – при либерализованном счете капиталов – **вызвать массовый выход иностранных инвесторов из рублевых финансовых активов** с тем, чтобы обеспечить вывод капиталов из страны, что может привести к последующему резкое снижению курса рубля, вспышке инфляции и быстрому

нарастанию угрозы дестабилизации финансового положения коммерческих банков и, соответственно, нарушений устойчивости платежной системы страны (**по сценарию**, приведенному выше в **пункте 2.1**).

Хронология финансовых кризисов 1970 – 2007 гг., спровоцированных спекулятивными атаками на валютных рынках: Мексика (1973 – 1982), Аргентина (1978 – 1981), Европа (1992 г.), Мексика (1994 – 1995 гг.), Азия (Таиланд, Индонезия, Малайзия, Филиппины, Корея, Гонконг и др.) (1997 – 1998 гг.), Бразилия (1998 – 1999 гг.).⁶

Предпосылки спекулятивных атак

Предпосылками спекулятивных атак являются: **глобализация, открытость счетов капитала, рост числа глобальных инвесторов**, в т.ч. “...хедж-фондов, работающих с высоким кредитным рычагом по отношению к собственному капиталу и принимающих высокий риск при поиске слабых мест в валютных режимах.

Особенностью **формирующихся рынков** (emerging markets) (к которым относится и Россия) является **зависимость от иностранных портфельных инвестиций**, которые на открытом рынке носят преимущественно краткосрочный спекулятивный характер (“горячие деньги”) и являются, как правило, концентрированными вокруг **группы крупных институциональных инвесторов**, осуществляющих операции с **высоким кредитным рычагом** (т.е. с высоким отношением заемных средств к собственному капиталу).

В 1993 г. активы хедж-фондов составляли 53 млрд. долл. США, в 2003 г. – около 600 млрд. долл. США,⁷ в настоящее время действуют почти 10 тысяч действующих хедж-фондов с активами примерно 2 трлн. долл. США, по данным Ассоциации хедж-фондов (Hedge Fund Association, www.thehfa.org). В соответствии с данными исследовательской организации Hedge Fund Intelligence к июлю 2007 г. активы хедж-фондов выросли до 2,5 трлн. долл. США.

Глобальные инвесторы имеют возможности принимать на себя **объемные короткие позиции в ослабленной валюте**, используя рынки сделок спот, форвард и валютных опционов, а также быстро растущие рынки структурированных финансовых

⁶ Leblang D., Bernhard W. The Politics of Speculative Attacks in Industrial Democracies. – Chicago, Annual Meeting of the Midwest Political Science Association, 1999.

⁷ Implications of the Growth of Hedge Funds. – Wash.: Staff Report to the US Securities and Exchange Commission, September 2003. – P.1

продуктов”.⁸ Исследования подтверждают **факты** занятия глобальными фондами значительных коротких позиций по валюте в преддверии валютного кризиса (Таиланд в 1997 г.).⁹ “Время от времени институты с высоким кредитным рычагом могут занимать объемные и концентрированные позиции на финансовых рынках среднего размера. В этом случае они могут материально влиять на динамику рынка... Выражается озабоченность возможным эффектом на рыночную динамику агрессивных практик, использованных... в 1998 г.”.¹⁰

“Поскольку короткие позиции при валютной атаке связаны со значительными процентными издержками, конкретный портфельный управляющий атакует страну только если i) будет уверен, что другие портфельные управляющие атакуют страну, ii)полагает, что местная валюта подвергнется значительной девальвации”.¹¹

Наиболее **подверженными спекулятивным атакам являются формирующиеся рынки**, относительно **небольшие** по сравнению с фондовыми рынками индустриальных стран, с узким кругом финансовых инструментов, с ограниченным внутренним спросом на финансовые инструменты, не способным удержать рынок в его кризисных реакциях, с либерализованным счетом капитала и обеспечением свободной конвертируемости национальной валюты при закреплении (фиксации) ее валютного курса.

Как показывает практика, **спекулятивные атаки происходят не только в экономиках с дефицитным бюджетом и платежным балансом при переоцененной национальной валюте и закреплённом валютном курсе, но и в экономиках, в которых фундаментальные факторы являются сильными.**

Механизм спекулятивных атак, вызывающих финансовые кризисы

Олигополия в структуре инвесторов, их базовый интерес к спекулятивным краткосрочным вложениям и способность концентрировать объемные средства, сопоставимые с размерами рынка, **означают возможность прямо воздействовать на**

⁸ Capital Flow Sustainability and Speculative Currency Attacks. – Wash.: IMF Finance & Development. – December 1997

⁹ Corsetti G., Pesenti P., Roubini N. The Role of Large Players in Currency Crises. – National Bureau of Economic Research, Working Paper 8303, May 2001

¹⁰ Report on the Working Group on Highly Leveraged Institutions. – Financial Stability Forum, April 2000. – P.125 - 126

¹¹ Tornell A. Common Fundamentals in the Tequila and Asian Crises. – NBER Working Paper No. 7139. – 1999. – P.5

ценовую динамику и объемы финансового рынка, разогревая его, фиксируя прибыль при игре на повышение, а затем активно играя на понижение, получая прибыль от шоков, связанных с краткосрочным падением стоимости финансовых активов на местном рынке.

По оказываемому эффекту и способу организации такие действия подобны **механизму торговых пулов (trading pools) или опционных пулов (option pools)**, хорошо известных как **формы запрещенного манипулирования** на фондовых рынках индустриальных стран. В этих целях могут использоваться **агрессивные торговые практики** (серии сделок с понижающимися котировками и со всё более широкими спредами, операции во внебиржевые часы на малоликвидных внебиржевых рынках, в т.ч. находящихся за рубежом, сделки за лидером и т.п.).

До тех пор, пока мировая экономика находится **на повышательном тренде долгосрочного цикла** и/или фундаментальные составляющие в стране (формирующемся рынке) являются устойчиво позитивными, преобладающей стратегией крупных портфельных инвесторов – нерезидентов является спекулятивная игра на повышение, относящаяся ко всему формирующемся рынку как активу с повышенными финансовыми рисками и сверхвысокой доходностью.

При появлении **признаков среднесрочной деформации** какой-либо из фундаментальных макросоставляющих (снижение темпов роста экономики, падение ВВП, дефицитность бюджета, чрезмерный рост государственного долга, опережающий рост импорта над экспортом, формирование отрицательного торгового счета, счета текущих операций платежного баланса, рост инфляции и уровня процента, мыльные пузыри на отдельных сегментах финансового рынка и т.п.), при возникновении **убежденности рынка в переоцененности национальной валюты**, эксцессивности долгов и перегретости рынка акций, приток капитала постепенно прекращается, **нерезиденты фиксируют прибыли**, начиная постепенно выводить капитал из страны (с ростом давления на валютный курс).

При этом – через **спекулятивную атаку** - реализуется потенциал спекулятивных прибылей от игры на понижение.

Пример механизма спекулятивной валютной атаки - совершение спекулянтом, играющим на понижение, **массированных коротких продаж национальной валюты** банкам – резидентам **по форвардным контрактам** на срок свыше месяца.¹²

Короткие позиции по национальной валюте могут достигать, как показывает практика, **3 – 7% ВВП**. Значительная часть **коротких позиций** находится у **макро хедж фондов** и других глобальных финансовых институтов, работающих с **высоким кредитным рычагом** (за счет относительно высокого долгового финансирования в сравнении с собственным капиталом, позволяющего занимать масштабные позиции на средних по размеру финансовых рынках развивающихся экономик).

Манипулятивная **игра на понижение** при относительно небольших объемах финансового рынка (на рынке акций, на рынке деривативов, базисным активом которых являются акции, на валютном рынке и др.) вызывает – при либерализованном счете капиталов – **бегство капиталов из страны** (массовый выход иностранных инвесторов из финансовых активов в национальной валюте). Генерируются **массированные продажи национальной валюты** против твердой конвертируемой.

Резкое снижение спроса на национальные финансовые активы происходит **по всем сегментам рынка**, которые, в свою очередь, негативно воздействуют друг на друга: акции, американские и глобальные депозитарные расписки на акции резидентов (на рынках в Лондоне, Нью-Йорке, Франкфурте и др.), государственные и корпоративные облигации на внутреннем рынке, еврооблигации резидентов (на международных рынках).

Игра на понижение на внутреннем рынке сопровождается аналогичной **игрой** с финансовыми активами, номинированными в национальной валюте, **на внешних рынках; на внебиржевых рынках** в периоды после окончания торговых сессий; через частных электронных дилеров (proprietary trading desks) с выставлением понижающих котировок на крупные объемы национальной валюты. Распространяются слухи о валютной атаке, о будущей девальвации национальной валюты, о введении ограничений на вывоз капитала.

Становится **невозможным доступ к международным рынкам капиталов** и рефинансирование существующих долгов. На внутренних рынках деривативов на финансовые инструменты идет **игра на понижение** (параллельно с подобной игрой на крупных биржах деривативов индустриальных стран, если на них номинированы

¹² Capital Flow Sustainability and Speculative Currency Attacks. – Wash.: IMF Finance & Development. – December 1997

производные инструменты на национальную валюту и другие финансовые инструменты, имеющие происхождение в данной стране).

Последствия – аналогичны **первому сценарию**, включая **массовый вывод нерезидентами средств с внутреннего рынка**, из всех финансовых активов, номинированных в национальной валюте, резкое снижение курса национальной валюты, выход из режима фиксированного / закрепленного валютного курса, сокращение ликвидности и экстремальный рост уровня процента, вспышка инфляции и быстрое нарастание угрозы дестабилизации коммерческих банков и, соответственно, нарушений устойчивости платежной системы страны.

2.3. Третий сценарий: перегрев одного из сегментов внутреннего финансового рынка (излишняя концентрация рыночного, кредитного, процентного, валютного рисков), эффект “домино”

В течение **наблюдаемого периода финансовой истории** (более 300 лет) с неизбежностью подъемы и разогревы на финансовых рынках сменяются **финансовыми кризисами**. Действует (несмотря на современное антициклическое и антикризисное регулирование) объективный **циклический механизм**, заставляющий стоимость финансовых активов отрываться от своей экономической основы, и затем вновь достигать ее через рыночные шоки и падения цен активов. Встроенным атрибутом долгосрочных циклов экономической и финансовой активности являются **спекулятивные перегревы / крахи финансовых рынков**, имеющие **долговую основу** (на основе операций с **высоким левэриджем по отношению к собственным средствам**).

На **стадиях роста** (длинные экономические циклы) **инвесторы**, стремясь удерживать высокие нормы прибыльности при падении процента, год за годом переходят в зоны **всё более высоких рисков**. Нарастающий **приток новых средств**, которые необходимо распределить по мере роста их объемов и вложить с прибылью, направляется инвесторами **во все более рискованные активы** по мере того, как – на стадии быстрого роста – исчерпываются объекты с умеренными и низкими рисками. Действует **кредитный рычаг** – рискованные инвестиции в возрастающем размере осуществляются за счет кредитов банков и других заемных средств.

С течением времени формируются **сверхконцентрации рисков** (кредитного, процентного, ликвидности, рыночного, валютного). **Рыночная стоимость активов отрывается от своего стоимостного основания** вне действия внешних факторов

(финансовая инфекция, спекулятивные атаки, падение экспортных цен и т.п.). **Перегрев и сверхконцентрации рисков** хотя бы одного из сегментов внутреннего финансового рынка (недвижимости, кредитов, ценных бумаг, репо, деривативов, структурированных финансовых продуктов) **запускает механизм реализации системных рисков** и превращения кризиса частного сегмента в полномасштабный финансовый кризис.

Перегрев и сверхконцентрации рисков могут возникнуть **в любом из сегментов финансового рынка**. Сразу после очередного кризиса невозможно предсказать, какой из финансовых инструментов станет следующим слабым звеном, запускающим в действие механизм финансового кризиса, и под действием какой комбинации внутренних и внешних факторов.

В основе перегрева отдельных сегментов финансового рынка, независимо от природы финансовых инструментов, которые на них обращаются, лежит **механизм кредитного рычага** и, соответственно, **кредитный риск**.

Спекулятивные перегревы могут проявляться:

- на рынке акций (рост спроса подогревается кредитными операциями);
- на рынке долговых обязательств;
- на рынке недвижимости, растущий спрос на которую сформирован долговым финансированием;
- на рынке деривативов и структурированных финансовых продуктов;
- одновременно на нескольких сегментах, при взаимном переплетении рынков.

Сценарий спекулятивного перегрева на рынке акций (мыльный пузырь на рынке акций) - ситуация, в которой **акции долго и быстро растут в стоимости**, нарастает ажиотажный спрос на них и оптимистические ожидания инвесторов, подпитываемые **массовыми кредитами брокеров и банков** на покупку и под залог акций (маржинальные сделки), всеобщей спекулятивной игрой на повышение, в том числе на срочном рынке.

Цена акций во всё большей мере отрывается от своей реальной основы – стоимости бизнеса, которую они представляют. На пике любая неприятная новость (часто решения правительства, центрального банка) истолковывается как предвестник будущего падения рынка, начинается массовая фиксация прибылей при быстром сокращении спроса.

Следует катастрофическая **цепная реакция падения стоимости акций**, усугубляемая требованиями брокеров и банков вернуть кредиты, – все пытаются

продать акции, никто их не покупает. Падение усугубляется массовой спекулятивной игрой на понижение на рынке акций и срочном рынке.

Сценарий спекулятивного перегрева на рынке долгов (мыльный пузырь на рынке **потребительских кредитов, кредитования приобретения недвижимости, предоставления заемных средств компаниям средней и малой капитализации, кредитования иностранных заемщиков** в странах с **повышенными рисками**, **долгового финансирования спекулятивных операций банков** на финансовом рынке и др.).

На повышательной стадии длинного экономического цикла в условиях растущего объема денежных ресурсов и низких процентных ставок **опережающими темпами растет долговая масса**, сверх роста экономического оборота. При этом **рост предложения долгового финансирования и стремление кредиторов удержать доходность бизнеса приводит к снижению требовательности к заемщикам**, к ослаблению критериев кредитного риска, в соответствии с которыми выдаются кредиты, размещаются облигации, совершаются лизинговые сделки и т.п. Постепенно по мере приближения к пику цикла накапливаются **концентрации кредитного и процентного рисков, валютного риска, риска ликвидности** по заемщикам / в отдельных сегментах финансового рынка.

В странах с преобладанием в собственности контролирующих акционеров (государства, финансовых институтов) **дополнительные концентрации рисков** возникают в связи с **частичной деформацией рыночных критериев** предоставления ссуд и передачей **аффилированным корпоративным заемщикам излишних объемов долгового финансирования**.

Сверхконцентрация кредитных рисков (накопление убытков в ссудных портфелях, рост неплатежей по проблемным ссудам, облигациям и другим долговым обязательствам) приводят к **нарастающим потерям активов** среди финансовых институтов – создателей долговых портфелей, с последующим наступлением их неплатежеспособности, массовыми потерями от процентного и валютного рисков, банковскими паниками, массовыми потерями у инвесторов, финансировавших эти долговые обязательства, и цепной реакцией системных рисков.

В меру **роста объема и рискованности долговой массы** расширяется **тенденция к перераспределению рисков** (и, соответственно, долговых обязательств) от финансовых институтов - первичных кредиторов на кредиторов второй, третьей и т.п. очередей, что, в

свою очередь, дает возможность дальнейшего расширения долгового финансирования опережающими темпами.

С этой целью используются **техники секьюритизации**, позволяющие снимать долговые обязательства с балансов финансовых институтов - первичных кредиторов, переупаковывать кредитные портфели с повышенной долей проблемных кредитов (при заниженных требованиях к заемщикам) в долговые ценные бумаги, имеющие инвестиционные кредитные рейтинги.

В свою очередь, поскольку **секьюритизация** формирует источники финансирования для значимых долей долговых портфелей, это ведет к **новым ослаблениям требований к заемщикам** и дальнейшему **нарастанию проблемной кредитной массы**, разогревая рынок долгов “по спирали”.

Сценарий спекулятивного перегрева на рынке недвижимости (мыльный пузырь на рынке недвижимости). **Экссессивный рост цен на недвижимость как спекулятивный финансовый актив и средство сбережений**, далеко выходящий за пределы ее реальной стоимости и естественного спроса на недвижимость, связанного с движением населения, происходит во многом за счет **кредитного рычага: кредитов банков покупателям недвижимости, прямых инвестиций банков и других финансовых институтов в объекты недвижимости**, конечным источником которых являются долговые средства (портфели активов в недвижимости, в паи и доли капиталов корпоративных структур – держателей объектов недвижимости), **долгового финансирования девелоперов** (заказчиков – застройщиков).

Ценовой бум на рынке недвижимости ведет к тому, что в масштабе страны **значительная часть активов банков и других финансовых институтов**, сформированная за счет привлеченных ими долговых средств, направляется в **сферу недвижимости**, имея следствием сверхконцентрацию кредитных, процентных и рыночных рисков.

Соответственно, следствием **падения цен на недвижимость** является **утрата банками и другими финансовыми институтами - прямыми инвесторами и кредиторами - значительной части стоимости прямых инвестиций** (портфеля недвижимости и доходов, связанных с ней), а также **портфелей кредитов девелоперам** (заказчикам – застройщикам) (в том числе аффилированных с финансовыми институтами).

Кризисные последствия, которые при этом наступают, аналогичны сценарию спекулятивного перегрева на рынке долгов (см. выше).

Сценарий спекулятивного перегрева на рынке деривативов может проявляться в следующих динамиках:

-рост внебиржевых сделок с деривативами финансовых институтов (забалансовые операции банков), посредством которых осуществляется их **взаимное кредитование, формирование спекулятивных потоков средств в сегменты рынка с повышенной доходностью и рисками**. Пример такого универсального механизма, возникающего на многих формирующихся рынках (emerging markets) – чрезмерный поток заимствований коммерческими банками – резидентами валютных средств у иностранных финансовых институтов через внебиржевые форвардные сделки для направления их в высокодоходные сегменты локального финансового рынка, с последующим обрушением местного рынка, падением курса национальной валюты и с наступлением системного риска - цепной реакцией дефолтов банков, связанных с выполнением обязательств по валютным форвардам);

-спекулятивный разогрев цен на базисные активы (акции, сырьевые товары, валюту) **через биржевые рынки деривативов**, с привлечением долгового финансирования в крупные сделки, с использованием агрессивных тактик трейдинга и возможным манипулированием, с последующими эффектами, схожими с теми, которые рассмотрены применительно к рынку акций.

Сценарий кризиса в результате перегрева сегментов финансового рынка.
Сверхконцентрация рыночного риска, кредитного, процентного и валютного рисков и риска ликвидности (мыльные пузыри) неизбежно становится **причиной глубоких падений цен на активы**, с последующей утратой банками и другими финансовыми институтами как собственных вложений в активы, так и долговых средств, за счет которых финансировался рост курсовой стоимости активов. Наступившие рыночные, валютные, кредитные и процентные риски превращаются в системные риски финансового кризиса.

Перегрев одного из сегментов внутреннего финансового рынка (рынка кредитов, рынка недвижимости, рынка ценных бумаг, рынка деривативов) в случае, если повышательная динамика была сформирована преимущественно за счет кредитов (с

высоким рычагом к собственным средствам инвесторов), приводит к **финансовому кризису** по следующему **сценарию**:

-**вслед за перегревом - падение стоимости активов**, сформированных за счет кредитов банков или их собственных средств (рыночный шок, основанный на оценке инвесторами рынка как перегретого, готовящегося к резкому снижению цен, вызванный реакцией инвесторов на любые неблагоприятные экономические новости или внеэкономические события, повышающие риски до неприемлемого уровня); **нарастание неликвидности** финансового рынка; **рост спредов** по отношению к долговым обязательствам, которые рынки считают безрисковыми или низкорискованными;

-**массовые требования банками** и другими финансовыми институтами **погашения ссуд**, выданных под обеспечение недвижимостью или ценными бумагами, стоимость которых упала в цене;

-резкое увеличение в балансах банков и других финансовых институтов **доли проблемных активов**, не являющихся ликвидными и не генерирующих доходы (проблемные ссуды, активы, в которые вложены собственные средства финансовых институтов, потерявшие в цене и / или являющиеся потерянными активами, которые должны быть списаны на убытки);

-**рост** количества банков и других финансовых институтов с неликвидными балансами, не выполняющих свои обязательства по платежам, формирование условий для возникновения системного риска финансового сектора (“эффекта домино”) и банковской паники;

-резкий рост процента, бегство от рублей в валюту, нарастающий вывод капиталов с рынка, понижающее давление на рубль, инфляционная вспышка.

Соответственно, наступает **системный риск**,¹³ являющийся риском потерь, вызванных:

-“эффектом домино” на финансовом рынке, в случае, если кризис одного или группы финансовых институтов / компаний реального сектора, кризис сегмента рынка или системы расчетов передается в расширяющемся объеме, через пересекающиеся обязательства, на другие группы финансовых институтов / компаний реального сектора, сегменты рынка и системы расчетов, постепенно охватывая всё расширяющуюся область рынка;

¹³ Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998

-кризисом доверия среди инвесторов, создающим ситуацию общей неликвидности на рынке.

2.4. Четвертый сценарий: падение экспортных цен

Падение цен на нефть и газ (история показывает их огромную волатильность) с лагом в 6 – 9 месяцев может дать старт новому росту системных рисков. Доля нефти и газа в экспорте товаров из Российской Федерации составляет 62,8% в 2006 г., 55% в 2003 г. (37,4% в 1994 г., 50 – 52% в 2000 – 2002 гг.).¹⁴ Более 40% доходов федерального бюджета формируется за счет экспорта нефти и газа.¹⁵

Глубокое падение мировых цен на основные экспортные товары в монопродуктовой / недиверсифицированной экономике вызывает с небольшим временным лагом снижение ВВП, возникновение дефицита текущего счета платежного баланса, сокращение доходов бюджета с последующим увеличением его дефицита и необходимостью его финансировать за счет роста внутреннего и внешнего государственного долга (при неэластичности значительной части государственных расходов). Использование эмиссии центрального банка для покрытия растущего дефицита бюджета, если оно осуществляется (прямое кредитование бюджета или приобретение центральным банком государственных ценных бумаг), ведет к росту инфляции. Если экономика является открытой в своей финансовой компоненте (либерализованный счет капитала, конвертируемость национальной валюты), то дефицит бюджета в этой ситуации покрывается частично (обычно во всё более растущей относительной и абсолютной величине) за счет иностранных заимствований.

Государственный бюджет попадает в “ножницы”. С одной стороны, значительная часть государственных расходов не эластична к динамике доходов бюджета, попытка ее сокращения ухудшает социальную обстановку, усиливает политический риск (в случае попыток сокращения расходов на государственный аппарат и военных расходов), оказывает понижающее воздействие на макроэкономическую динамику (в части государственных инвестиций в экономику, финансовой поддержки отдельных

¹⁴ Счет текущих операций платежного баланса Российской Федерации (Бюллетень банковской статистики ЦБР, 2007, №11).

¹⁵ Сообщение министра финансов А.Кудрина на заседании Правительства РФ, информация Минфина РФ от 17 августа 2006 г.

неконкурентоспособных отраслей и государственного сектора). С другой стороны, **попытки поднять налоги приводят к усилению налогового бремени**, противодействующего возобновлению экономического роста, к возможным социальным волнениям, к уходу отечественного бизнеса за рубеж, к росту утечки его капиталов за границу.

Рост спроса на денежные ресурсы для **покрытия дефицита государственного бюджета** в условиях их ограниченного предложения **сокращает долю внутреннего кредита**, направляемого **реальной экономике и домашним хозяйствам**. Растет процент; снижение объемов денежных ресурсов, поступающих реальной экономике, и их удорожание противодействует экономическому росту, ведет к дальнейшему **ухудшению макроэкономической динамики**.

Все указанные факторы совместно оказывают **понижающее давление** на обменный курс национальной валюты. Если он зафиксирован (в рамках валютного режима, действующего в стране) и при этом поддерживается свободная конвертируемость национальной валюты (операциями центрального банка на валютном рынке), то постоянно растет валютная доходность вложений на внутреннем рынке (фиксированный курс национальной валюты при растущем уровне процента).

Как следствие роста странового риска, **иностраные портфельные инвестиции** в экономику всё больше приобретают **характер краткосрочных спекулятивных заимствований**, покрывающих во всё нарастающем размере дефицит бюджета и, отчасти, потребности корпоративного сектора. Начинает работать механизм квази-иностраных инвестиций под сверхвысокую доходность, при котором банки – резиденты во всё большем размере заимствуют валюту за рубежом, конвертируют ее в национальную валюту и вкладывают ее под высокий процент на внутреннем рынке, прежде всего в государственные обязательства, обращая ее затем (после погашения обязательств) в иностранную валюту и погашая свои долги перед иностранными кредиторами, фиксируя при этом сверхвысокую доходность, полученную на внутреннем рынке. Эти операции в значительной мере осуществляются за балансом банков, в форме внебиржевых валютных деривативов, что усиливает неустойчивость финансового рынка.

Среди экономических агентов распространяется **уверенность в том, что национальная валюта переоценена** и неизбежной является ее девальвация либо перевод в режим свободно плавающей валюты с неизбежной девальвацией. По общей оценке,

нарастают страновой, кредитный, процентный, валютный и рыночный риски, прежде всего в части государственного долга, и, соответственно, системный риск.

Постепенно **приток иностранных капиталов сменяется их оттоком**, поэтапно нарастающим в течение 2 – 4 месяцев. Иностранные портфельные инвесторы начинают **уходить** из всех сегментов финансового рынка, **фиксируя прибыль** на внутреннем рынке акций, закрывая кредитные лимиты и позиции на банки – резиденты, сокращая свое присутствие на рынке государственных долговых обязательств. Поскольку центральный банк поддерживает режим фиксированного валютного курса при свободной конвертируемости национальной валюты, начинают ускоряющимися темпами падать его валютные резервы. Подобные сокращения испытывает и стабилизационный фонд, если он существует и его средства привлекаются для урегулирования ситуации.

На финансовых рынках нарастает **дефицит ликвидности** при постоянном сокращении возможности государства обслуживать государственный долг. Фондовый рынок находится в депрессивном состоянии (внутренние инвесторы не способны его удержать), растут премии за риск, спреды в котировках, уровень процента.

Острая фаза кризиса наступает, будучи **импульсом какого-либо события, воспринимаемого рынком в качестве сигнала того, что риски перешли границы допустимого** (смена власти или руководства экономического блока правительства, снижение кредитного рейтинга страны со стороны международных рейтинговых агентств, социальные волнения, происходящие в связи с повышением налогов, слухи о предстоящей девальвации, введение ограничений на операции домохозяйств с валютой или на снятие средств в банках и т.п.).

Шоковые моменты на финансовом рынке могут наступить в связи с **объявлением правительства** о полном или частичном дефолте по своим обязательствам.

Еще **один сценарий для запуска острой фазы – начало** агрессивной игры на понижение крупных иностранных институциональных инвесторов с целью получить доходы в кризисной стадии соответствующего странового рынка.

Острая фаза кризиса связана с бегством капиталов из страны и, как следствие, с невозможностью покрыть требования на обмен валюты по фиксированному курсу с последующим выходом из режима фиксации курса и переходу к его свободному плаванию (с девальвацией валюты). Еще одним вариантом ответа на кризис является введение ограничений на движение средств по счету капитала, на конвертируемость национальной

валюты при запуске печатного станка - механизма эмиссии денег центральным банком для поддержки ликвидности коммерческих банков и финансового рынка.

Острой фазе кризиса присущи (с теми или иными вариациями): крах рынков государственного долга, акций, корпоративных облигаций и производных финансовых инструментов; бегство капиталов и резкое снижение золотовалютных резервов центрального банка; дефолты банков и других финансовых институтов (резкий рост размеров проблемных и потерянных активов в национальной валюте при одновременном увеличении “тяжести” обязательств в иностранной валюте, связанном с девальвацией национальной валюты); начинающийся коллапс платежной системы с быстрым распространением системного риска; вспышка инфляции и соответствующий рост потребительских цен (при потере населением части депозитов, замораживании выплаты значительной части заработной платы); существенное снижение государственных доходов в краткосрочной фазе кризиса.

2.5. Пятый сценарий: политический риск

Механизм финансового кризиса может быть запущен **масштабными изменениями политики государства**, которые в соответствии с **ожиданиями финансового рынка** могут вести (или ведут) к сужению рыночного пространства в стране. Статистические модели (на примере 16 парламентских демократий за 1970 – 1995 гг.)¹⁶ показывают, что **вероятность спекулятивных атак нерезидентов** усиливается в предвыборные периоды, если существуют реальные шансы на приход к власти правительств, ориентированных на расширение централизованных начал управления экономикой (“левых правительств”).¹⁷

Действия государства, оцениваемые инвесторами как несущие **политический риск**: а) последовательное **расширение** доли финансовых ресурсов, аккумулируемых государством; б) **реприватизация**; в) **увеличение** доли государственной собственности и бюджетного финансирования инвестиций в государственный сектор; г) **введение** жесткого контроля за вывозом капитала; д) значимое **расширение** объемов регулирования бизнеса,

¹⁶ Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Канада, Дания, Финляндия, Франция, Германия, Ирландия, Израиль, Япония, Нидерланды, Норвегия, Швеция

¹⁷ Leblang D., Bernhard W. The Politics of Speculative Attacks in Industrial Democracies. – Chicago, Annual Meeting of the Midwest Political Science Association, 1999.

включая цены, валютный курс, уровень процента, лимиты кредитования; е) **обеспечение** большей закрытости национальной экономики для иностранного капитала, **сужение** доступа резидентов к активам внутри страны; ж) **ограничение** конвертируемости национальной валюты, полный или частичный переход к административно устанавливаемому валютному курсу; з) **эмиссионное стимулирование** экономического роста; и) **борьба** с финансовыми спекуляциями как наносящими ущерб стране.

Этот **сценарий**, независимо от характера влияния (позитивного или отрицательного), оказываемого им на ситуацию в стране, объективно ведет к **сужению роли финансового рынка в перераспределении финансовых ресурсов** на цели инвестиций, подобно тому, как это происходило в СССР в конце 20-х годов, в Иране в конце 70-х годов и во многих других попытках перехода к более закрытым и патерналистским обществам.

Все эти процессы будут означать **ускоренное обесценение российских финансовых активов**, попытки глобальных инвесторов “сбросить” их, избавиться от будущих потерь, усиливая **потенциал системных рисков и финансового кризиса**.

3. Факторы, формирующие риски финансового кризиса в России

3.1. Классификация факторов

Фундаментальные факторы, определяющие **подверженность** финансового рынка России рискам финансовых кризисов:

Базовые факторы

-первый фактор – накопленные концентрации рисков (кредитного, процентного, рыночного, ликвидности, валютного, операционного и других). Одно из **проявлений сущности** финансового рынка связано с **перераспределением рисков** в экономике. **Способность принимать на себя риски** инвестиций в реальный сектор, опосредовать их движение в экономике (как одна из ключевых функций финансового рынка) **неизбежно связана с тем**, что часть рисков реализуется на практике. **Сверхконцентрации рисков** приводят к финансовым кризисам, **финансовый рынок испытывает предельные колебания в своей рыночной стоимости**, формируя **потери макроэкономического масштаба**, затрагивающие не только финансовый, но и реальный сектор экономики (пункт 3.2);

- второй фактор – долгосрочная цикличность. Финансовый рынок вслед за реальной экономикой является цикличным в своей динамике, формируя длинные циклы хозяйственной активности и реализуя риски финансовых кризисов на понижающихся склонах своей динамики (пункт 3.3);

- третий фактор – глобализация и зависимость от других рынков. Глобализация экономического и финансового пространства, начиная с 1970-х гг., формирует устойчивую взаимозависимость финансовых рынков, определяя масштабные возможности к переносу рисков финансового кризиса, наступивших на одном рынке, на другие рынки (на которых действуют одни и те же иностранные инвесторы, доминируют одни и те же финансовые конгломераты, обращаются одни и те же или же схожие по характеристикам финансовые активы и т.п.) (пункт 3.4);

Факторы, усиливающие риски финансового кризиса

- четвертый фактор – природа российского финансового рынка как формирующегося. Принадлежность к формирующимся рынкам (emerging markets) создает повышенные риски финансовых кризисов (пункт 3.5);

- пятый фактор – особенности национальной экономики, усиливающие ее предрасположенность к реализации системных рисков (пункт 3.6);

- шестой фактор – дефекты архитектуры внутреннего финансового рынка. Финансовый рынок существует в качестве сложной (многокомпонентной) экономической и организационной системы. Как следствие, риски финансовых кризисов могут возникать в связи со слабостями модели / архитектуры самого финансового рынка и системы его государственного регулирования, в связи с концентрацией рисков в уязвимых местах финансового рынка, при нарушениях в которых может подвергаться негативному воздействию жизнеспособность самой системы, возникать цепная реакция нарастания рисков, ведущая к утрате возможности финансовым рынком устойчиво выполнять свои функции и быть эффективно регулируемым со стороны государства (пункт 3.7);

- седьмой фактор – деформации экономической и финансовой политики государства. Проблемная валютная, денежно-кредитная, бюджетная, процентная политика, политика государственного долга, политика платежного баланса / счета капитала, противоречия в организации взаимодействия указанных видов финансовой политики, экономическая политика, формирующая подверженность макроэкономики

сырьевым и ценовым шокам, не скоординированная с финансовой политикой, отсутствие должной поддержки устойчивого экономического роста и т.п. - все эти комбинации действий государства могут приводить к накоплению потенциала системного риска (**пункт 3.8**).

Анализ причинно-следственных связей, обусловленных указанными выше фундаментальными факторами, в рамках которых может возникать и развиваться финансовый кризис в России, приведен **ниже**.

3.2. Накопленные концентрации рисков в российской экономике

3.2.1. Виды концентрации рисков

Системный риск вызывается **концентрацией различных видов рисков** на финансовом рынке.

Соответственно, **концентрация рисков**¹⁸ на финансовом рынке – это сосредоточение рисков, формирующее вероятность наступления потерь в величине, потенциально угрожающей финансовой устойчивости группы экономических агентов или финансовому рынку в целом или их способности осуществлять свои базовые операции / выполнять базовые функции финансового рынка. **Концентрации рисков**, ведущие к вероятности финансового кризиса, могут возникать относительно:

- макроэкономических агентов (государство, финансовый сектор, корпоративный сектор, домашние хозяйства);
- стран - контрагентов;
- отдельных регионов и отраслей;
- отдельных видов финансовых активов;
- сегментов финансового рынка;
- групп организаций, имеющих макроэкономическое значение;
- крупнейших институтов и инфраструктурных организаций;
- природных катастроф и бедствий.

Например, **концентрация кредитных рисков** может осуществляться в связи со **сгущениями вложений** средств, предоставляемых на кредитной основе, в объекты,

¹⁸ Risk Concentrations Principles, Joint Forum- Basel Committee, IOSCO, IAIS, 1999

связанные с одним и тем же заемщиком либо группой аффилированных лиц, в одну и ту же отрасль, регион, страну, в активы одной и той же природы. Концентрация кредитных рисков может происходить и с позиций того, какие формы выбраны для предоставления средств на кредитной основе (по видам ценных бумаг, по способам обеспечения обязательств, по срокам заимствований и т.п.). Могут быть значительными концентрации кредитных рисков в форме **связанных заимствований**, т.е. предоставления средств на кредитной основе (в форме ценных бумаг и прямых кредитов) лицам, аффилированным с кредитором либо осуществляющим контроль над ним.

Излишние концентрации процентного риска могут формироваться вложениями в финансовые активы на рынках, динамика процента на которых отличается повышенной волатильностью, инвестициями в особо крупные доли бизнеса, в финансовые инструменты, с которыми связаны повышенные процентные риски, в отдельные виды валют, активы и обязательства, номинированные в которых формируют высокий процентный риск, и т.п.

Излишние концентрации риска ликвидности могут быть созданы на финансовом рынке по мгновенной, текущей и другим видам ликвидности, по отдельным видам активов, имеющих низкую ликвидность, или обязательств, создающих угрожающие концентрации в определенные моменты времени, не будучи покрыты ликвидными активами, по видам валют, по отдельным поставщикам денежных ресурсов и т.п.

Излишние концентрации рыночного риска формируются долго- / среднесрочным ростом рыночной стоимости активов на основе эксцессивных оптимистических ожиданий инвесторов, спекулятивных потоков капитала, основанных на кредитном рычаге, в отрыве от фундаментальных факторов, формирующих стоимость активов.

Излишние концентрации валютного риска могут создаваться в условиях устойчиво складывающейся переоцененности национальной валюты, возникшей в условиях режима фиксированного / привязанного или искусственно сдерживаемого валютного курса.

Излишние концентрации операционного риска могут быть связаны с нарушениями в системе управления и внутреннего контроля крупных финансовых институтов, вызывающими их дефолты (пример – банк Barings); с масштабными сбоями в функционировании технических и информационных систем финансового рынка, вызванными природными и техногенными катастрофами.

Концентрации странового риска, ведущие **к реализации системного риска**, могут быть связаны с экономическими, социальными или политическими условиями страны - объекта риска, включая в себя:

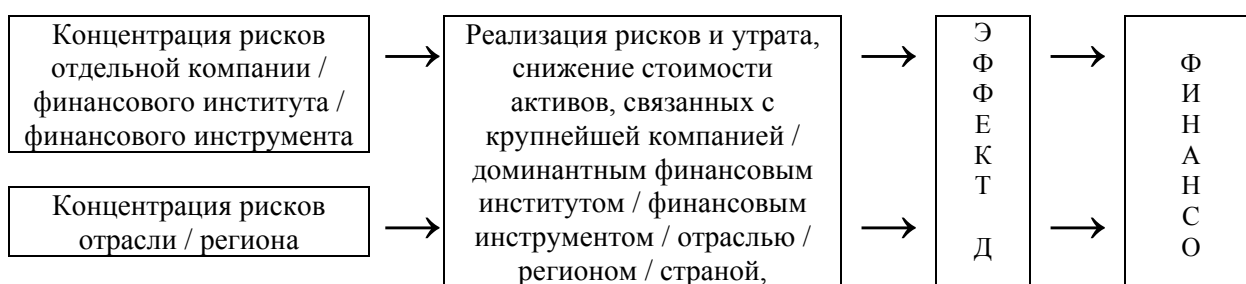
-**риск потерь в связи с официальными действиями властей**, выражающимися в отказе в выполнении обязательств по ценным бумагам в связи с **внеэкономическими** (идеологическими, политическими, религиозными и т.п.) **причинами**, масштабными **социально-политическими изменениями**, природными **бедствиями**, внешними **шоками** (мировые кризисы, изменения цен на нефть и другие). Во многом определяется **природой социально-экономической системы**, существующей в стране, **принадлежностью** к развитым странам или к миру развивающихся и переходных экономик;

-**риск невыполнения обязательств** заемщиками в связи с введением ограничений на конвертируемость национальной валюты;

-**политический риск** - риск невыполнения финансовых обязательств в связи с политическими переворотами, принятием новых политических решений и т.п. обстоятельствами, прямо влияющими на хозяйственную практику. К этому риску относятся и такие события, как принятие новых налогов, изменение приоритетов в финансовой поддержке отраслей, введение валютных ограничений и т.п.;

-**риск потерь в связи с ухудшением экономического положения** страны в связи со **слабостями и проблемными характеристиками**, встроенными в **экономику страны**, относящимися к **архитектуре макроэкономики** (например, ее недиверсифицированный характер, несоответствие характеристикам постиндустриальной или индустриальной экономики, монопродуктовая структура производства, чрезмерная зависимость от экспорта / импорта и динамики мировых цен и т.п.).

Схема запуска механизма финансового кризиса, основанная на **излишних концентрациях рисков**, имеет следующий вид (см. **рисунок 1**):



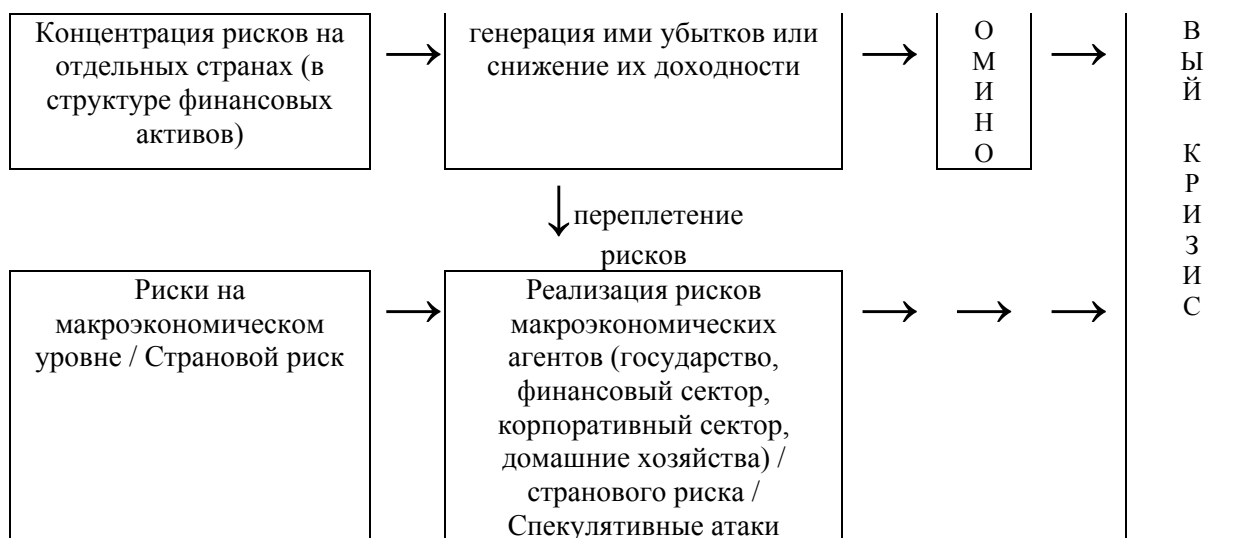


Рис. 1 - Формирование финансового кризиса, основанного на излишних концентрациях рисков

3.2.2. Кредитный и процентный риски

Внутренний кредит

Накопление кредитов и других долговых обязательств длительное время опережает рост реальной экономики в России, отражая, с одной стороны, переход финансового рынка к более зрелому, насыщенному деньгами и финансовыми инструментами состоянию, а, с другой стороны, демонстрируя кредитный бум в корпоративном секторе и домашних хозяйствах, неизбежно вызывающий существенные концентрации кредитного и процентного рисков (таблица 1).

Таблица 1- Накопление кредитного и процентного рисков в экономике России – внутренний кредит*

Показатель	2000	2006	2007 (октябрь)
ВВП в текущих ценах, % (2000 = 100)	100	366,6	427,6* (2007)
Денежная масса по методологии денежного обзора МВФ (Деньги + Квази-Деньги), % (2000 = 100)	100	646,7	809,1
Требования кредитных организаций к нефинансовым частным организациям и населению (по данным денежного обзора МВФ), % (2000 = 100)	100	850,5	1210,8

Кредиты, предоставленные населению, в рублях и иностранной валюте (в рублевом эквиваленте), % (2000 = 100)	100	806,7	1180,1
Требования кредитных организаций к финансовым институтам, % (2000 = 100)	100	1548,2	1500,7
Внебалансовые требования кредитных организаций по срочным сделкам, % (2000 = 100)	100	843,9	1463,5
Индикаторы насыщенности экономики деньгами и финансовыми инструментами			
Деньги + Квази-Деньги / ВВП в текущих ценах, %	21,5	37,9	40,6
Требования кредитных организаций к нефинансовым частным организациям и населению / ВВП в текущих ценах, %	13,3	30,8	37,6
Кредиты, предоставленные населению / ВВП в текущих рублевых ценах, %	3,5	7,7	9,7
Требования кредитных организаций к финансовым институтам / ВВП в текущих ценах, %	0,2	0,8	0,7
Внебалансовые требования кредитных организаций по срочным сделкам / ВВП в текущих ценах, %	4,4	10,2	15,2
Концентрация рисков на 5 крупнейших банках России			
Доля 5-ти крупнейших банков России в кредитах, предоставленных организациям, населению и банкам, %	46,6	45,3	44,5
Доля 5-ти крупнейших банков России в кредитах, предоставленных организациям, %	48,6	47,2	47,6
Доля 5-ти крупнейших банков России в кредитах, предоставленных населению, %	44,9	41,0	37,1
Доля 5-ти крупнейших банков России в кредитах, предоставленных банкам, %	26,0	34,9	39,7
Концентрация рисков на 20 крупнейших банках России			
Доля 20-ти крупнейших банков России в кредитах, предоставленных организациям, населению и банкам, %	66,6	65,8	65,8
Доля 20-ти крупнейших банков России в кредитах, предоставленных организациям, %	67,5	66,2	67,0
Доля 20-ти крупнейших банков России в кредитах, предоставленных населению, %	52,8	66,0	63,1
Доля 20-ти крупнейших банков России в кредитах, предоставленных банкам, %	59,4	52,6	54,9

* Бюллетени банковской статистики, 2001 – 2007, World Economic Outlook October 2007 (ВВП за 2007 г. – прогноз). Данные – на конец периода (за исключением ВВП), стоимостные показатели - в рублях

Рост долгового финансирования организаций и населения в 2000 – октябре 2007 гг. в 2,8 раза опережает рост ВВП и в 1,5 раза рост денежной массы (таблица 1). Особенно быстро увеличивается кредитный оборот внутри финансового сектора. Будучи производным от инвестиций в экономику и базовых финансовых инструментов, он несет в себе особенно высокие системные риски. В 2000 – октябре 2007 гг. взаимные долги финансовых институтов росли в 3,5 раза быстрее ВВП и в 1,9 раза быстрее денежной массы. За это период накопление внебалансовых обязательств по срочным сделкам,

имеющим кредитную природу, в 3,4 раза опережало рост ВВП и в 1,8 раза денежную массу (**таблица 1**).

По оценке, **не менее 40 - 50% прироста долговой массы связано** не с переходом российского финансового рынка в более зрелое состояние, насыщенное деньгами и финансовыми инструментами, а с **постепенным избыточным разогревом финансового сектора**.

При **росте размеров рисков неизменно высокой оставалась их концентрация на группе крупнейших банков** (**таблица 1**). Доля 5-ти крупнейших банков России в кредитах, предоставленных организациям, населению и банкам, составляла в 2000 – октябре 2007 гг. 44 - 47%, 20 крупнейших банков – 65 – 67%. Более 40% межбанковских операций по заимствованию ликвидности предоставлялось 5-тью крупнейшими банками. **Олигополия в финансовом секторе предполагает сверхконцентрации системного риска**, устойчивость всей финансово-банковской системы России может быть нарушена возникновением проблем у одного только банка, входящим в группу 20-ти сильнейших.

Внешний долг

В 2000 – июле 2007 гг. **опережающими темпами** – в сравнении с динамикой **экономического оборота и денежной массой в валютном эквиваленте - растет внешний долг российских банков и нефинансового корпоративного сектора**. Увеличение внешнего долга банков в 3 раза опережало рост ВВП, в 1,7 раза – приращение денежной массы. Аналогичные показатели по внешнему долгу нефинансовых предприятий России составляют по отношению к росту ВВП – в 2,1 раза, по отношению к увеличению денежной массы в долларовом эквиваленте - в 1,15 раз (**таблица 2**).

Таблица 2 - Накопление кредитного и процентного рисков в экономике России – внешний долг*

Показатель	2000	2006	2007 (июль)
ВВП в текущих долларовых ценах, % (2000 = 100)	100	379,2	471,2* (2007)
Денежная масса в долларовом эквиваленте по методологии денежного обзора МВФ (Деньги + Квази-Деньги), % (2000 = 100)	100	632,7	847,1 (октябрь 2007)
Внешний долг банков (без участия в капитале), % (2000 = 100)	100	1088,2	1408,6

Внешний долг нефинансовых предприятий (без участия в капитале), % (2000 = 100)	100	733,5	972,5
Индикаторы роли внешних заимствований в экономике и финансовом секторе			
Внешний долг банков и нефинансовых предприятий (без участия в капитале) / Деньги + Квази-Деньги в долларовом эквиваленте, %	55,8	74,1	72,7
Внешний долг банков и нефинансовых предприятий (без участия в капитале) / ВВП в текущих долларовых ценах, %	12,0	26,5	28,0

* Бюллетени банковской статистики, 2001 – 2007, World Economic Outlook October 2007 (ВВП за 2007 г. – прогноз), база данных валютных курсов ЦБР. Данные – на конец периода (за исключением ВВП), стоимостные показатели - в долл. США

Соотношение внешнего долга банков и нефинансовых предприятий и денежной массы в России выросло в 2000 – июле 2007 гг. с 55,8% до 72,7% (внешний долг стал крупнейшим источником формирования денежной массы в России (основной канал эмиссии безналичных денег в оборот – продажа валютных поступлений Банку России за рубли)). Внешний долг, соотнесенный с ВВП, составил в 2000 г. 12%, в июле 2007 г. – 28% (таблица 2).

По оценке, не менее **50 – 60% прироста внешних долгов** отражают **процесс развития экономики и финансового сектора России**, их перехода в более зрелое состояние, **в большей степени насыщенное деньгами и финансовыми инструментами**. Объективные международные сопоставления свидетельствуют об этом.

В остальном – **накопление массы** внешнего корпоративного и банковского долга свидетельствует о **быстром росте экспозиций** на кредитный, процентный и валютный риски, обращенных к экономике России.

3.2.3. Рыночный риск

Экссессивный рост стоимости российских активов характеризуется следующими **данными**. В 2000 – 2007 гг. повышательная динамика цен на акции в 3,4 раза опережает стоимостной рост ВВП, в 1,8 – 1,9 раза - рост денежной массы, в 6,9 раз - инфляцию (таблица 3). Опережающую ценовую динамику демонстрирует и сектор недвижимости, используемой на рынке в инвестиционных целях в качестве финансового актива.

Таблица 3 - Накопление рыночного риска в экономике России – динамика стоимости активов*

Показатель	2000	2006	2007
ВВП в текущих долларовых ценах, % (2000 = 100)	100	379,2	471,2* (2007)
Денежная масса в долларовом эквиваленте по методологии денежного обзора МВФ (Деньги + Квази-Деньги), % (2000 = 100)	100	632,7	847,1 (октябрь 2007)
Инфляция (индекс потребительских цен), %	100	206,4	231,0
Фондовый индекс РТС, % (2000 = 100)	100	1341,1	1598,4
Иностранные портфельные инвестиции, % (2000 = 100), в т.ч.	100	846,1	н/д
Иностранные портфельные инвестиции в акции (участие в капитале), % (2000 = 100)	100	1844,1	н/д
Средняя удельная цена предложения жилья в Москве, долл. США / кв.м., % (2000 = 100)	100	670,6	650 - 680
Индикаторы роли иностранных портфельных инвестиций в экономике и финансовом секторе			
Иностранные портфельные инвестиции / Деньги + Квази-Деньги в долларовом эквиваленте, %	57,6	77,0	н/д
Иностранные портфельные инвестиции / ВВП в текущих долларовых ценах, %	12,4	27,6	н/д
Концентрация рисков на портфельных инвесторах в российские финансовые активы			
Доля акций в портфельных инвестициях, %	34,6	75,4	н/д
Доля нерезидентов на рынке ММВБ, % ¹⁹	< 4 -5 (оценка)	24	>30
Нетто-иностранные активы банковской системы (ЦБР и кредитных организаций) / (Портфельные инвестиции в акции + Внешний долг нефинансовых предприятий (без участия в капитале)), %	78,1	66,0	н/д

* Бюллетени банковской статистики, 2001 – 2007, РТС, World Economic Outlook October 2007 (ВВП за 2007 г. – прогноз), база данных валютных курсов ЦБР, база данных “Россия в цифрах” Федеральной службы государственной статистики. Данные – на конец периода (за исключением ВВП)

Часть указанного роста цен относится к позитивной переоценке стоимости бизнеса и имущества в России, к естественному удорожанию активов в успешно работающей экономике. Вместе с тем, по оценке, не менее 40 - 50% роста является спекулятивной составляющей, в частности, связанной с портфельными инвестициями нерезидентов на российский финансовый рынок. В 2000 – 2006 гг.²⁰ Рост иностранных

¹⁹ Презентация Г.Марголита - зам. Генерального директора Фондовой биржи ММВБ “Фондовая биржа ММВБ: сектор инновационных и растущих компаний”, 2007 г. – Биржевые новости, 2007, 12

²⁰ Более поздние данные пока (январь 2008 г.) не опубликованы

портфельных инвестиций в акции опережал рост ВВП в 4,9 раза, рост денежной массы – в 2,9 раза, увеличение фондового индекса РТС – в 1,4 раза (**таблица 3**).

Всё большая часть внутренней денежной массы формируется за счет иностранных портфельных инвестиций (соотношение их размера с количеством денег в долларовом эквиваленте достигло 77%). Не менее 75% портфельных инвестиций являются вложениями в акции при том, что доля нерезидентов на рынке ММВБ достигла 30% в 2007 г., на рынке РТС она – традиционно выше (**таблица 3**). Доля нерезидентов на рынке (с учетом обращающихся за границей АДР и ГДР на российские акции) оценивается до 60%.²¹

Постепенно **снижается способность банковской системы покрыть валютными активами спрос** на них, связанный с **бегством капитала из России**, если оно произойдет в результате рыночных шоков или эффекта, многократно повторявшегося на формирующихся рынках, - неожиданного поворота потоков иностранного капитала, его массового ухода из страны (“sudden stop”). Отношение нетто-иностранного активов банковской системы к сумме портфельных инвестиций в акции и внешнего долга нефинансовых предприятий снизилось с 78,1% в 2000 г. до 66,0% несмотря на быстрый рост золотовалютных резервов центрального банка (**таблица 3**).

3.2.4. Валютный риск

Экссессивный (в сравнении с реальной экономикой) **рост финансового оборота**, осуществляемый в значимой степени за счет **наращивания** внешних долгов корпоративного и финансового секторов и иностранных портфельных инвестиций, неизбежно приводит к постепенной **концентрации валютного риска**. Нетто-иностранное обязательства банковского сектора, портфельные инвестиции нерезидентов в акции и внешний долг нефинансовых предприятий суммарно превышали нетто-иностранное активы банковского сектора в 2000 г. в 1,3 раза, в конце 2006 г. – в 1,44 раза (**таблица 4**).²²

Таблица 4 - Соотношение отдельных международных активов и обязательств – экономика России, млрд. долл. США*

²¹ Ведомости, 22 мая 2007 г.

²² Без учета прочих портфельных инвестиций нерезидентов, иностранных обязательств государства, забалансовых обязательств кредитных организаций. Включение этих компонентов в расчет дополнительно увеличило бы значения валютного риска

Активы	2000	2006	Обязательства	2000	2006
Нетто-иностранные активы органов денежно-кредитного регулирования	18,4	278,2	Нетто-иностранные пассивы органов денежно-кредитного регулирования	-	-
Нетто-иностранные активы кредитных организаций	7,3	-	Нетто-иностранные пассивы кредитных организаций	-	37,5
			Портфельные инвестиции нерезидентов в акции	11,1	204,7
			Внешний долг – Нефинансовые предприятия (без участия в капитале)	21,8	159,9
Итого	25,7	278,2	Итого	32,9	402,1
Справочно: Чистая международная инвестиционная позиция РФ					
Превышение иностранных активов над обязательствами	53,5	-	Превышение иностранных обязательств над активами	-	63,2

* Бюллетени банковской статистики, 2001 – 2007, база данных валютных курсов ЦБР

Степень концентрации валютного риска увеличена в связи с **масштабным несоответствием структуры валютных активов и обязательств в экономике России**. Все **нетто-иностранные активы** сосредоточены на счетах **центрального банка** (Банка России), прежде всего в форме **золотовалютных резервов** (таблица 4). В то же время весь **объем валютного риска**, связанный с **обязательствами** и возможным **бегством иностранных капиталов** из России, концентрируется на стороне **коммерческих банков** и **нефинансового корпоративного сектора**.

Дополнительные концентрации валютного риска связаны с быстрым ростом **внебалансовых операций банков с иностранной валютой**, в частности, с их **заимствованиями валюты** на основе **срочных сделок** с последующей конвертацией в рубли и вложением их на внутреннем рынке под более высокую доходность (в сравнении с доходностью на иностранных рынках (таблица 5)). Как и в России 1998 г., **указанные операции** были на многих формирующихся рынках **одним из критических элементов**, ведущих к **финансовому кризису** (см. выше сценарии кризисов).

Таблица 5 - Соотношение требований и обязательств банков России по поставке денежных средств в иностранной валюте, млрд. долл. США*

Требования	2000	2006	2007 (октябрь)	Обязательства	2000	2006	2007 (октябрь)
------------	------	------	-------------------	---------------	------	------	-------------------

Требования по поставке денежных средств в иностран. валюте	7,8	36,0	75,4	Обязательства по поставке денежных средств в иностран. валюте	6,1	33,9	81,3
Требования / ВВП в текущих ценах, %	3,0	3,7	6,2	Обязательства / ВВП в текущих ценах, %	2,3	3,4	6,6

* Бюллетени банковской статистики, 2001 – 2007, World Economic Outlook October 2007 (ВВП за 2007 г. – прогноз), база данных валютных курсов ЦБР

3.3. Долгосрочная цикличность и риски финансового кризиса в России

3.3.1 Экономические циклы в накоплении и реализации системных рисков

Длинные волны в мировой экономической динамике, которые исследовали Н.Кондратьев, С.Кузнец, Й.Шумпетер и многие другие авторы,²³ захватывают связанные множества стран (индустриальный, а за ним и развивающийся мир); по отношению к ним короткие циклы в национальных экономиках носят частный, более поверхностный характер. Как и в коротких циклах, в силу сущности экономических интересов, связанных с инвестированием в финансовые активы, неизбежно должны возникнуть длинные волны в развитии финансовых рынков, относительно совпадающие с долгосрочными циклами мировой экономики и, как и последние, распространяющиеся на всё более крупные (в меру интеграционных процессов) группы стран. Эти волны должны в долгосрочном периоде оказывать значительное воздействие на объемы, стоимостную динамику, структуру и операционную способность национальных финансовых рынков.

Анализ цикличности экономик крупнейших стран как фундаментального фактора движения рынков акций в последние 100 лет приведен в **таблице 6.**²⁴ Синхронность колебаний рынков ценных бумаг, волновой характер их конъюнктуры и наличие длинных

²³ См., например: Классики кейнсианства: В 2-х т. Т.1. Харрод Р. К теории экономической динамики. Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход. Ч. I – II. – М.: Экономика, 1997. – С.255 – 259.

²⁴ Табл. 10 основана на дефлированных (скорректированных по уровню инфляции) показателях (фондовых индексах) динамики рынков акций индустриальных стран с рыночной экономикой за 1899-1995 гг. (на конец года) (данные “Global Financial Data”, начиная с 1899-1919 гг. (www.globalfindata.com), Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges) за 1990 – 2005 гг. (www.world-exchanges.org), IMF International Financial Statistics (2000 – 2005). Заштрихованы квадранты, в которых отражена динамика рынка акций, совпадающая с динамикой рынка акций США. Корректировка по уровню инфляции дает возможность анализировать сопоставимую, “истинную” динамику фондовых индексов (высокая инфляция “завышает” рост курсов акций и, наоборот, “занижает” реальные размеры падения их курсов; соответственно, дефляция “занижает” рост курсов акций и “завышает” величину их падения)

циклов в фондовой сфере, жесткая обусловленность движения рынков ценных бумаг циклами, в рамках которых - и в теснейшей взаимосвязи между собой - развиваются рыночные экономики, постепенное усиление их взаимозависимости (глобализация рынков) - все эти явления хорошо прослеживаются с конца 90-х годов XIX века на примере крупнейших индустриальных стран.

В итоге, **таблица 6** демонстрирует тесную связь и обусловленность динамики фондовых рынков с длительными волнами в экономике, возникавшими в XIX – XXI вв.:

-Первая волна - наблюдаемый с конца XIX в. экономический подъем (примерно с середины 90-х годов), продолжавшийся до 1914-1916 гг., сменившийся послевоенным спадом в 1917-1921 гг. **Рынки акций повторяли это волнообразное движение: 2/3** наблюдаемых рынков акций испытывали рост в период подъема и 100% рынков находились в падении в послевоенный период.

Таблица 6 - Сопоставление длинных волн в рыночных экономиках и динамики рынков ценных бумаг в XX - XXI вв.

Страны	Рост (↑) или падение (↓) рынка акций по отношению к концу соответствующего периода											
	Предвоенный эконом. подъем 1909 / 1899	Война и спад после войны 1919 / 1909	Эконом. подъем 20-х годов 1929 / 1919	Кризис 30-х годов, война и послевоенный спад		Экономический подъем 50-х - 60-х годов		Стагнация 70-х годов	Экономический подъем 80-х - 90-х годов		Кризис и волатильность 2001 - 2002	Подъем рынка
				1939 / 1929	1949 / 1939	1959 / 1949	1969 / 1959		1979 / 1969	1989 / 1979		
Англо-саксонские страны												
США	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑
Великобритания	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑
Канада	н/д	н/д	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↑	↑
Австралия	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↑	↑
Крупные индустриальные страны, не относящиеся к англо-саксонской группе												
Япония	н/д	н/д	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↓	↑	↑
Германия	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑
Франция	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑
Италия	н/д	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑
Испания	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↑	↑
Небольшие индустриальные страны Европы												
Бельгия	н/д	н/д	↑	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↑	↑
Дания	н/д	н/д	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↑	↑
Нидерланды	н/д	н/д	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑
Норвегия	н/д	н/д	↓	↑	↑	↓	↓	↓	↑	↑	↑	↑
Швеция	н/д	н/д	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑
Швейцария	н/д	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑

-Вторая волна - экономический подъем 1920-х годов с последующим кризисом 1930-х годов, военной экономикой и послевоенным спадом 1940-х годов. **Рынки акций вновь повторили волнообразное движение:** 2/3 рынков акций имели повышательную конъюнктуру в период роста и 87% рынков имели отрицательную динамику при нисходящем движении экономики.

-Третья волна - рост индустриальных экономик в 1950-1960-е гг. с последующими экономическими трудностями 1970-х годов. **Рынки акций в своем движении последовали за волной:** 94% наблюдаемых рынков акций испытали рост в 50-е годы и 60% рынков- в 60-е годы при том, что 94% рынков акций характеризовались падением в 70-е годы.

-Четвертая волна - повышательное экономическое движение в 80-е - середине 90-х годов, сменившееся кризисами конца 90-х годов (пройденная или приближающаяся точка поворота). Рынки акций также демонстрировали волновое движение: к середине 90-х годов 66% наблюдаемых рынков акций находились на подъеме вслед за ростом лежащих в их основе экономик. Понижительная волна 1997 – 2002 гг., сменившаяся новым инвестиционным подъемом в 2003 – первой половине 2007 гг., вызвали соответствующую динамику финансовых рынков, приведя к кризисам формирующихся рынков 1997 – 1998 гг., к падению развитых рынков, начиная с 2000 г. (разрушение рынка акций высокотехнологичных компаний, перешедшее в среднесрочный кризис финансового рынка) с тем, чтобы затем возобновить повсеместный подъем в стоимости финансовых активов на рубеже 2002 – 2003 гг.

Таким образом, **таблица 6** демонстрирует:

- наличие **длинных** (в несколько десятилетий) **волн** в динамике **рынков ценных бумаг;**

-сильную обусловленность **длинных циклов** в движении **рынков ценных бумаг** длительными (в несколько десятилетий) волнами, в рамках которых развиваются рыночные экономики;

-высокую степень **синхронности колебаний** рынков ценных бумаг различных стран, усиление взаимозависимости (глобализацию) рынков в течение последних 100 лет;

-существенную возможность того, что **первое десятилетие XXI в.** станет **периодом высокой волатильности** фондовых рынков (кризисы развитых рынков 2001 – 2003 гг.,

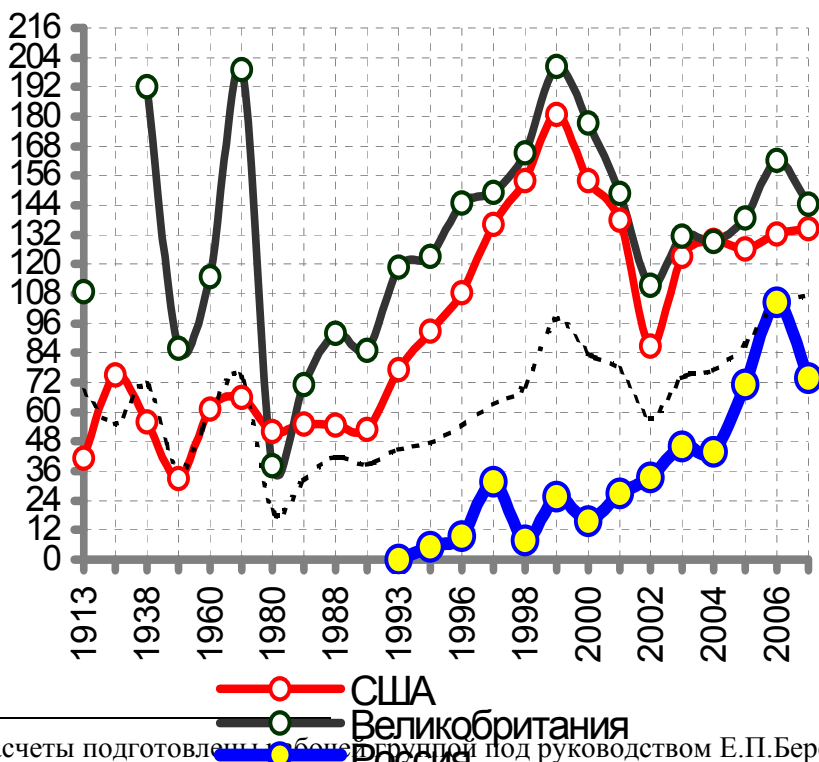
подъем рынков в середине 2003 – первой половине 2007 гг., возможная волатильность в 2007 – 2009 гг., поворот на пятую волну).

Циклы оцененности рынков. В течение долгосрочных циклов изменяется **оцененность финансовых рынков** – как в части долговой составляющей, так и в части долевых ценных бумаг, деривативов и основанных на них продуктах. **Индикаторы**, состояние которых позволяет судить о стадии долгосрочного цикла, на которой находится рынок, и, соответственно, степени системного риска, - это “Насыщенность рынка ценными бумагами” (Капитализация рынка акций / ВВП) либо P/E (Price / Earnings – Цена акции / Прибыль, приходящаяся на одну акцию) (оба индикатора могут рассчитываться для финансовых рынков в целом, имеют в своей основе официальные публикации в отчетности Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges)).

Анализ текущей динамики насыщенности рынков ценными бумагами с целью прогнозирования уровня системного риска в современном долгосрочном цикле приведен ниже.

3.3.2. Близость к критическим параметрам – сценарий падения глобальных финансовых рынков в понижательной фазе длинного экономического цикла²⁵

График, приведенный ниже, демонстрирует динамику **рынков акций – лидеров – США и Великобритании** в период 1913 – сентябре 2007 гг.



²⁵ Расчеты подготовлены рабочей группой под руководством Е.П.Берсенева

Рис. 2 – Динамика рынков акций США и Великобритании в 1913 – сентябре 2007 гг.

В настоящем исследовании в качестве параметра близости финансовых рынков к перегреву выбран индикатор **Капитализация рынка акций / ВВП**.²⁶

В рамках оценки близости финансовых рынков к перегреву анализ долгосрочной динамики рынков акций США и Великобритании (в сравнении с рынком акций России) показывает следующее (см. рис. 2).

В 1980 – 1990-х гг. произошел перегрев фондовых рынков, закончившийся в 2000 – 2001 гг. мыльным пузырем на рынке высокотехнологичных компаний (а до этого в 1997 – 1998 гг. – мыльным пузырем на формирующихся рынках (emerging markets)).

При формировании мыльного пузыря на рынке высокотехнологичных компаний фондовые рынки США и Великобритании вышли на исторические экстремумы (с позиций переоцененности финансовых инструментов), на соотношения капитализации рынка акций к ВВП, имеющие размерность выше 180 – 200%.

Параллельные экстремальные динамики (собственные локальные экстремумы) демонстрировали и другие финансовые рынки (см. рис.3 – примеры финансовых рынков Франции, Германии и России).

Разрушение мыльных пузырей на формирующихся рынках в 1997 – 1998 гг. (emerging markets), а затем на фондовых рынках индустриальных стран в 2000 – середине 2003 гг. сменилось новым ростом (рис. 2 – 3), который к концу 2007 гг. привел рынки акций США и Великобритании к границам капитализации, составляющим 130 – 150% ВВП, рынки Франции и Германии – к границам своих новых исторических максимумов в

²⁶ Этот показатель является наиболее характерным из семейства индикаторов, которые совершают параллельное движение при росте рынков, их перегреве, падении, возобновлении подъема. Соответственно, для индикации близости рынков к критическим параметрам могли бы быть выбраны и другие показатели (наряду с индикатором Капитализация рынка акций / ВВП):

-долговая масса / ВВП (в зависимости от каналов, по которым происходит перегрев рынка – Внутренний кредит / ВВП, Государственный долг / ВВП, Кредиты экономике / ВВП, Внешние заимствования / ВВП, Корпоративные внешние долги / ВВП, Банковские внешние заимствования / ВВП);

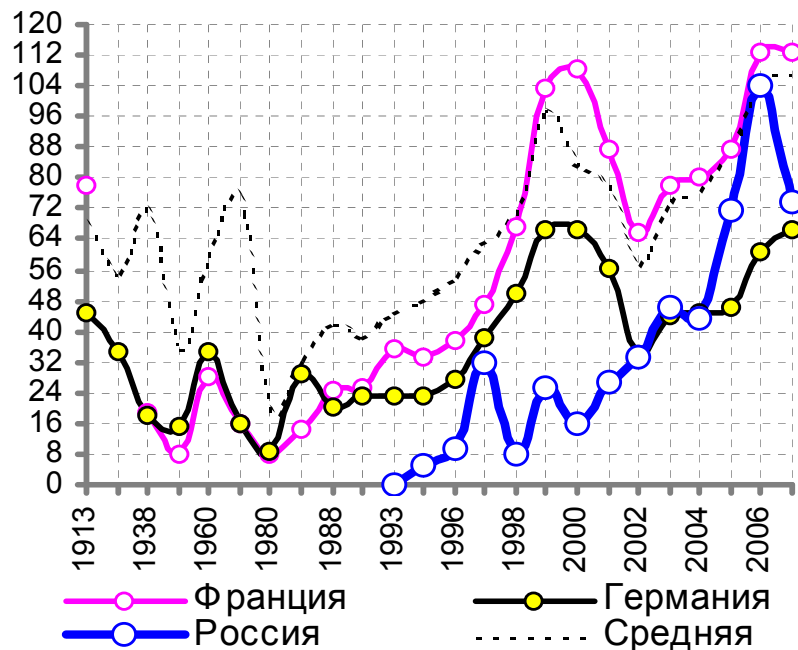
-денежная масса / ВВП (Деньги + Квази-Деньги / ВВП (по методологии МВФ));

-производные финансовые инструменты / ВВП (по видам финансовых инструментов, по позициям, занятым банками, по размерности открытых позиций и т.п.);

-портфельные инвестиции в экономику / ВВП;

-волатильность / риски рынка (по капитализации, по рыночной стоимости долговых обязательств, по уровню процента, по размерам спредов в котировках на покупку / продажу финансовых инструментов);

-активы в недвижимости / ВВП (динамика рынка недвижимости, ее ценовых параметров, портфелей долговых обязательств, связанных с недвижимостью, и др.).



зонах 110 –120% ВВП (Франция), 60 – 80% ВВП (для Германия и Франция всегда были характерны меньшие размерности капитализации, чем в англо-американской модели США

Рис. 3 – Динамика рынков акций Франции и Германии в 1913 – сентябре 2007 гг.

и Великобритании, в связи с более концентрированной структурой собственности и расширенной долговой компонентой в структуре финансового рынка).

Параллельно в **новых границах исторических максимумов** растёт **капитализация рынка акций России**, как одного из наиболее крупных формирующихся рынков. Аналогичные процессы происходят и на других важнейших формирующихся рынках, достигающих после кризиса конца 1990-х гг. и медленного восстановления начала 2000-х гг. своих новых исторических максимумов (рис. 4).

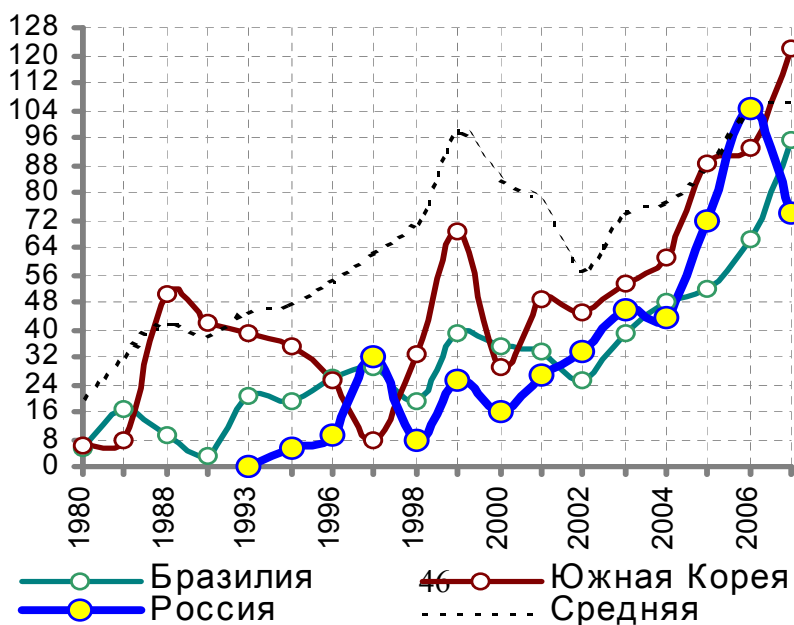


Рис. 4 – Динамика рынков акций России, Бразилии и Южной Кореи в 1980 – сентябре 2007 г.

В этой связи возможно сделать прогноз о том, что **фондовые рынки вступили в середине 2007 – 2009 гг. в зону повышенных системных рисков, сверхвысокой волатильности, находясь в пределах значений, существенно превосходящих обычные границы колебаний вокруг исторических максимумов – минимумов.**

Поскольку параллельно с эксцессивной динамикой рынков акций **аналогичные процессы происходят на долговых рынках и рынках производных финансовых инструментов**, системные риски могут реализоваться как на самом российском финансовом рынке, так и быть вызванными финансовой инфекцией в связи с концентрацией и реализацией рисков на рынках долгов, деривативов и недвижимости.

3.4. Глобализация и взаимозависимость финансовых рынков: связь с рисками финансового кризиса в России

Одна из **ключевых тенденций - глобализация** (финансовых рынков, рынков ценных бумаг и т.п.) - процесс стирания границ между национальными рынками, интеграции финансовых инструментов, участников рынка, органов регулирования, механизмов торговли ценными бумагами, стандартизации правил. Как следствие, создание **“единых рынков”** капитала, **“единых паспортов”** в допуске финансовых институтов и финансовых инструментов к обращению; формирование **трансграничных финансовых конгломератов**, торговых систем и инфраструктурных институтов; рост **рынков международных ценных бумаг** (еврооблигаций, евроакций, еврокоммерческих бумаг) и **депозитарных расписок**, рост трансграничных **потоков капитала** и финансовых продуктов; сильная **взаимозависимость** национальных финансовых рынков в движении валютных курсов, процентных ставок, фондовых индексов (в т.ч. быстрый перенос рыночных шоков с одних рынков на другие).

Одна из черт глобализации - развитие **глобальных инвесторов** (инвестиционных и пенсионных фондов, остроспекулятивных хеджевых фондов и др.). Действующие одновременно на многих формирующихся рынках, превосходящие по ресурсам местные финансовые институты, **глобальные инвесторы** способны как внести значительный

финансовый вклад в модернизацию переходных и развивающихся экономик, так и **дестабилизировать ситуацию** в них. Масштабы деятельности **глобальных инвесторов** и механизм их возможного кризисного воздействия на национальные рынки рассмотрены в **пункте 2.2** настоящего доклада.

Еще одно следствие **глобализации** – быстрое **распространение** на более слабые формирующиеся рынки (emerging markets), в т.ч. на российский, **финансовых инноваций**, заимствованных на развитых рынках, **способных делать финансовые рынки более рискованными в силу “рычажных эффектов”**, которыми обладают **деривативы и структурированные финансовые продукты (переупаковка и скрытие размерности рисков, малая величина инвестиций для принятия несоразмерно больших рисков)**. В числе новых финансовых товаров²⁷ – продукты, появившиеся в результате секьюритизации традиционных банковских инструментов; структурированные финансовые продукты (включаящие в себе, как в едином целом, несколько финансовых инструментов); гибридные финансовые продукты (в едином финансовом инструменте – свойства нескольких); синтетические финансовые продукты (имитация на основе производных акций, облигаций и т.п.); многочисленные классы деривативов.

Взаимодействие рынков и их системных рисков как следствие глобализации.

Следствием глобализации является **жесткая взаимосвязь** в динамике **российского и других формирующихся рынков**. **Российский финансовый рынок интегрирован в систему мировых рынков**: высока корреляция (см. **таблица 7**), в графическом представлении - в 90% наблюдений его динамика была синхронна с поведением данных групп рынков.²⁸

Коэффициенты корреляции абсолютных значений индексов **российского рынка акций и развитых рынков** составили в 1995 – сентябре 2007 гг. **0,66**, рынков BRIC (Бразилия, Россия, Индия, Китай) – 0,93, формирующихся рынков - 0,88, формирующихся рынков Европы – 0,97, по мировым рынкам – 0,73.

²⁷ Перечисление - см. в так называемом “списке Финнерти”, охватывающем финансовые инновации 50-х – 90-х гг. XX века (кн.: Маршалл Джон Ф., Бансал Викул К. Финансовая инженерия. – М.:ИНФРА-М, 1998. – С.76 – 86)

²⁸ Данные подготовлены Е.Берсеневым (корреляционный анализ абсолютных ежемесячных значений индексов Morgan Stanley Capital International (IMSCI), 1969 – 2007 гг. Графические представления динамики см. в статье Миркин Я. М., Кудинова М. М. Будущая динамика российского рынка акций: взаимодействие с зарубежными рынками. "Рынок ценных бумаг", №11, 2006

Таблица 7 - Корреляция фондового рынка России с рынками других стран

	Мир	Бразилия	Россия	Китай	BRIC	Формирующиеся рынки	Форм. рынки - Европа
Мир	1,00	0,80	0,67	-0,49	0,71	0,71	0,74
США	0,98	0,68	0,49	-0,65	0,48	0,59	0,62
Япония	0,73	0,07	0,25	0,58	0,47	0,10	0,06
Англия	0,99	0,82	0,71	-0,43	0,76	0,74	0,76
Канада	0,92	0,91	0,93	-0,33	0,90	0,82	0,94
Германия	0,99	0,84	0,67	-0,34	0,78	0,76	0,78
Франция	0,98	0,84	0,78	-0,45	0,79	0,76	0,83
Бельгия	0,97	0,88	0,80	-0,31	0,83	0,80	0,86
Гонконг	0,94	0,82	0,65	0,15	0,81	0,87	0,63
Испания	0,88	0,88	0,86	-0,40	0,85	0,76	0,90
Швейцария	0,97	0,86	0,85	-0,47	0,84	0,78	0,81
Австралия	0,91	0,95	0,95	-0,15	0,95	0,90	0,96
Италия	0,96	0,82	0,77	-0,48	0,76	0,70	0,85
Р. Корея	0,43	0,75	0,86	0,08	0,87	0,75	0,82
Индия	0,65	0,95	0,92	0,07	0,97	0,96	0,94
ЮАР	0,58	0,93	0,89	0,04	0,93	0,94	0,92
Бразилия	0,80	1,00	0,91	0,03	0,99	0,94	0,91
Россия	0,67	0,91	1,00	0,07	0,93	0,88	0,97
Китай	-0,49	0,03	0,07	1,00	0,32	0,25	-0,16
BRIC	0,71	0,99	0,93	0,32	1,00	0,97	0,95
EM	0,71	0,94	0,88	0,25	0,97	1,00	0,84
EM Asia	0,24	0,61	0,46	0,71	0,65	0,79	0,45
EM Europe	0,74	0,91	0,97	-0,16	0,95	0,84	1,00
Far East	0,75	0,18	0,27	0,61	0,50	0,22	0,12
Pacific	0,91	0,93	0,83	0,21	0,93	0,98	0,82
Средняя	0,76	0,77	0,73	-0,02	0,80	0,75	0,73

В этой связи, учитывая **повышенную волатильность формирующихся рынков, тесно связанных с российским**, прогнозируется значительная **подверженность внутреннего рынка “финансовым инфекциям” (financial contagion)**, принесенным крупным падениям финансовых рынков и спекулятивным атакам, как это было в 1997 – 98 гг. и неоднократно наблюдалось в 2003 – сентябре 2007 гг. История финансовых рынков Латинской Америки и Азии демонстрирует **регулярность критических ситуаций**, ведущих не только к финансовым, но и социальным и экономическим потрясениям.

Зависимость от рынка - лидера и других ведущих рынков. Примерно 40% мировой капитализации рынков акций занимают США,²⁹ что предопределяет

²⁹ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. - С.51

доминирующее положение этого рынка и влияние, которое оказывает его динамика на другие национальные фондовые рынки. **7 из более 20 развитых рынков акций** (Великобритания, Германия, Италия, Канада, США, Франция, Япония) составляют примерно **85% мировой капитализации**. Более **83 формирующихся рынков** не превышают **5 – 7% мировой капитализации**. Этот дисбаланс сил предполагает, что доминирует не только рынок США, но и совместно с ним группа рынков индустриального мира. Количественный и качественный рост формирующихся рынков зависит от развитых рынков. **Падение развитых рынков вызывает кризис и на формирующихся рынках.**

Обратное влияние – с существенно меньшей вероятностью. Наоборот, средства инвесторов, покинувшие формирующиеся рынки, могут вызвать быстрый рост стоимости финансовых активов на развитых рынках (в той их части, которая сопоставима по риску и доходности с активами формирующихся рынков (как это произошло в 1997 г.)).

Взаимозависимость формирующихся рынков между собой. Кроме глобальной связи рынков, рассмотренной выше, существуют и **более частные взаимные зависимости, во-первых, в рамках регионов** (инвесторы направляют дополнительные средства в регион, на фондовых рынках регионов начинается подъем), **во-вторых, между рынками - аналогами, расположенными в разных регионах** (например, международными инвесторами проводятся аналогии между рынками России и Бразилии).

Взаимосвязь рынков России, Бразилии и Индии (в составе группы рынков BRIC) характеризуется графиком, приведенным на **рисунке 5**. Указанные рынки ведут себя с высокой степенью сходства.

Особенно **высока степень региональной взаимозависимости финансовых рынков в периоды финансовых кризисов** (феномен “contagion” – “заражения” рынков друг друга рисками и кризисными явлениями) (примеры - синхронное движение азиатских рынков в 1997 – 1998 гг. в период “азиатского кризиса”, латиноамериканских финансовых рынков – в 2000 – 2002 гг. в период финансовых кризисов в Аргентине и в Бразилии).

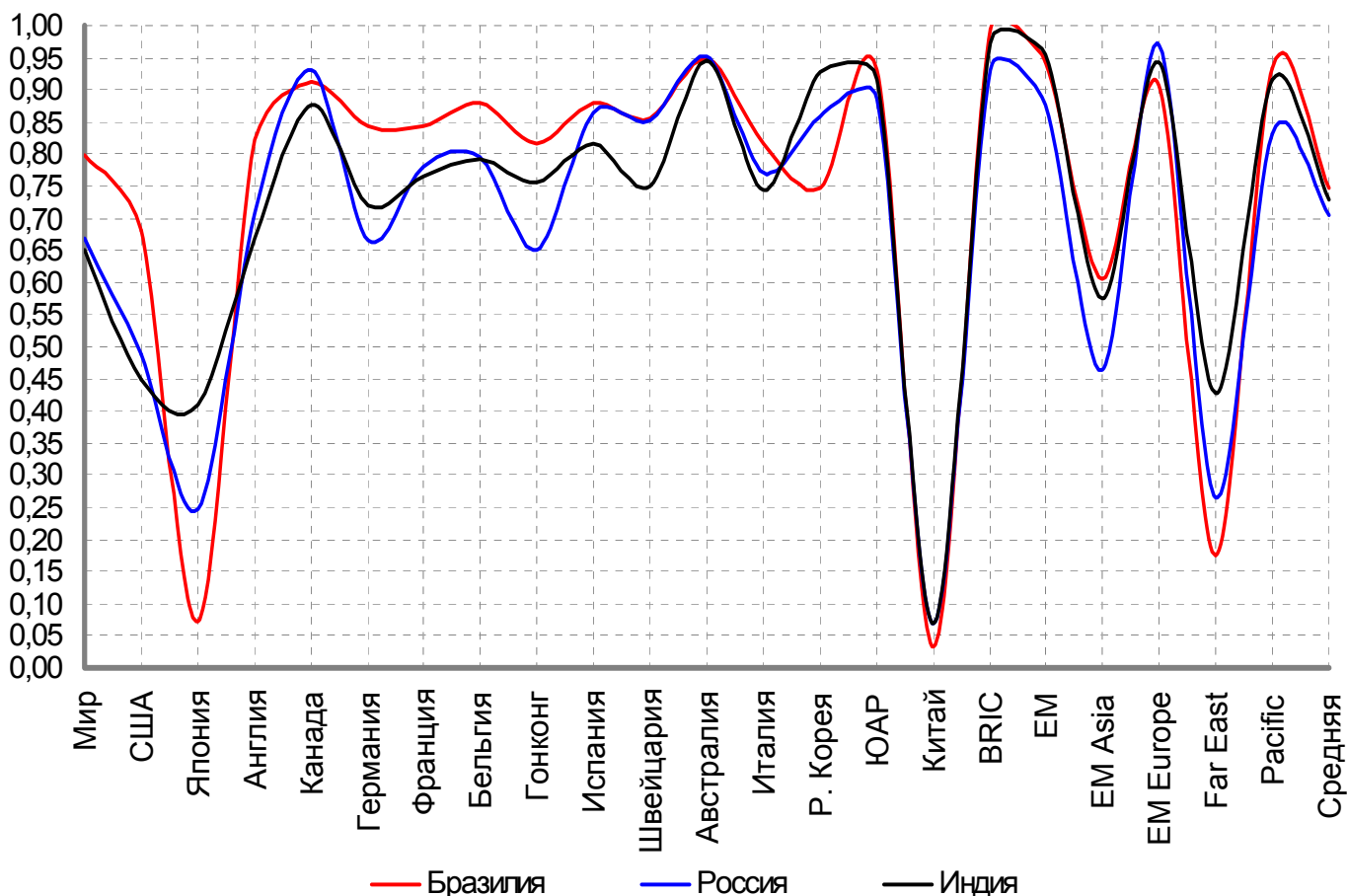


Рис. 5 - Взаимосвязь рынков России, Бразилии и Индии

3.5. Принадлежность к формирующимся рынкам и рост рисков финансового кризиса

Особой подверженностью рискам, волатильности, рыночным шокам, которые часто перерастают в политические и социальные шоки, отличаются **формирующиеся рынки** (emerging markets), к которым относится и Россия.

Они рассматриваются **глобальными инвесторами** в качестве **финансовых активов с повышенными рисками**, являясь более **слабыми экономиками** с меньшей финансовой глубиной и **рынками**, обладающими меньшей ликвидностью, менее насыщенными финансовыми инструментами и операционной способностью участников, со встроенными деформациями архитектуры рынков.

Данные **таблицы 8** демонстрируют **особую волатильность, сверхвысокие риски формирующихся рынков в сравнении с развитыми**. 77% развитых рынков акций – в сравнении с 44% формирующихся рынков – имели значения коэффициента вариации меньше 50%. Для 32% развитых рынков– в сравнении с 20% формирующихся –

коэффициент вариации ниже 40%. Уровень волатильности 20% формирующихся рынков характеризуется коэффициентом вариации выше 80%.

Таблица 8* - Распределение национальных рынков акций по уровню волатильности

Фондовые индексы по странам (декабрь 1990 – декабрь 2005 гг.)				
Коэффициент вариации, %	Развитые рынки	Итого	Формирующиеся рынки	Итого
0-10				
>10-20				
>20-30	Япония, Великобритания	2	Малайзия, Гонконг, Сингапур	3
>30-40	Австралия, Канада, Люксембург, Дания, Норвегия	5	Ю.Корея, Индия	2
>40-50	США (NYSE), Н.Зеландия, Италия, Германия, Нидерланды, Бельгия, Португалия, Франция, Швейцария, Австрия	10	Чили, Шри-Ланка, Индонезия, Филиппины, Венгрия, Израиль	6
>50-60	Мадрид, Ирландия, Швеция	3	Таиланд, Индонезия, Словения, Мальта	4
>60-70	Греция	1	Колумбия, Польша	2
>70-80			Аргентина, Перу	2
>80 - 90	Финляндия	1	Мексика, Бразилия	2
>90			Иран, Египет, Турция, Кипр	4
	Итого стран	22	Итого стран	25

*По данным временных рядов фондовых индексов, опубликованных Всемирной федерацией бирж (www.world-exchange.org)

Принадлежность российского финансового рынка к формирующимся рынкам предполагает встроенный высокий уровень волатильности. В 1995 – 2000 гг. коэффициент вариации рынка акций составлял более 50%, одно из самых высоких в мире значений рыночного риска.³⁰

После кризиса 1998 г. рыночный риск, относящийся к рынку акций, поддерживался на неизменно высоком уровне (данные за 1999 - 2007 гг., **таблица 9**), что дает возможность прогнозировать и в будущем высокую волатильность.

Падения российского рынка акций в 1999 – 2007 гг. были равны по масштабам фондовым кризисам. Вместе с тем они прошли для экономики без ощутимых последствий, так как рынок акций был “изолирован”, иностранным инвесторам, действовавшим на нем, не было необходимости трансформировать свои рублевые активы в валюту, выводить капиталы из страны. Они совершали сделки, в основном, в АДР / ГДР и через классический рынок “Российской торговой системы” с денежными расчетами за

³⁰ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – С.56

акции за рубежом в иностранной валюте. Поэтому кризисы на рынке акций не вызывали давления на валютный курс рубля и вспышек инфляции, как это было летом 1998 г. (когда иностранные инвесторы выводили свои рублевые накопления с рынка ГКО – ОФЗ).

Таблица 9* - Волатильность российского рынка акций в 1999 – 2008 гг.

Показатель	1999 г.				2000 г.				2001 г.			
	28.01	08.07	21.09	31.12	24.03	29.06	29.08	21.12	25.06	07.08	03.10	29.12
Значения фондового индекса РТС – локальные максимумы / минимумы	54.5	147.4	76.2	177.7	243.9	163.0	245.5	132.1	224.9	189.4	174.2	260.0
Отклонения от предыдущего экстремума фондового индекса РТС, %	x	+170	-48.3	+133	+37.3	-33.2	+50.6	-46.2	+70.7	-15.8	-8.0	+49.3

Показатель	2002 г.			2003 г.			2004 г.			2005 г.		
	20.05	06.08	31.12	20.10	19.11	31.12	12.04	28.07	31.12	9.03	17.05	30.12
Значения фондового индекса РТС – локальные максимумы / минимумы	426.9	314.0	359.0	643.3	480.7	567.0	782	518	614	717	637.7	1126
Отклонения от предыдущего экстремума фондо-вого индекса РТС, %	+64.2	-26.4	+14.3	+79.5	-25.3	+18.0	+37.9	-33.8	+18.5	+16.8	-11.1	+76.5

Показатель	2006 г.			2007 г.		2008 г.
	6.05	13.06	29.12	30.05	12.12	23.01
Значения фондового индекса РТС – локальные максимумы / минимумы	1765	1234	1922	1724	2360	1891
Отклонения от предыдущего экстремума фондового индекса РТС, %	+56.7	-30.1	+55.8	-10.3	+36,9	-19,9

*По данным РТС (значения фондового индекса на момент закрытия торгов). Значения показателей округлены.

Однако, **либерализация счета капитала**, совмещенная с накоплением **рисков финансового кризиса в России**, постепенно увеличивает вероятность **стандартного сценария полномасштабного финансового кризиса**: падение рынка ценных бумаг – вывод активов иностранными инвесторами из страны – усиление давления на валютный курс рубля с последующим его падением и вспышкой инфляции (при спекулятивных атаках на валютном и срочном рынках).

3.6. Особенности национальной экономики, усиливающие ее предрасположенность к финансовым кризисам

Международная практика свидетельствует, что **риски финансового кризиса** могут реализовываться и в условиях **благоприятного экономического положения** страны (устойчивого экономического роста, профицитного бюджета, платежного баланса / счета капиталов, объемных золотовалютных резервах и резервных фондах).

Макроэкономическими факторами, усиливающими предрасположенность национального хозяйства к системным рискам, являются:

-сильная зависимость экономики от сырьевого экспорта / монопродуктовый характер. Доля нефти и газа в экспорте товаров из Российской Федерации составляет

62,8% в 2006 г., 55% в 2003 г. (37,4% в 1994 г., 50 – 52% в 2000 – 2002 гг.), металла и древесины – 15%, продукции машиностроения – всего 8 – 8,5%. По данным Министерства экономического развития и торговли РФ, на долю топливно-энергетического комплекса приходится более 30% доходов консолидированного бюджета и более 50% федерального.³¹

Экспортные цены на сырье (а за ними и доходы корпоративного сектора и бюджета) способны к резким и непрогнозируемым колебаниям, ведут с лагом в 4 – 6 месяцев – при падении цен - к кризисным последствиям для российской экономики, государственных финансов и отечественного финансового рынка (анализ десятков монопродуктовых экономик в 1980 – 2000 гг. подтверждает этот прогноз);

-расположение центров ценообразования на основные товары российского экспорта за пределами Российской Федерации, ограниченная возможность влиять на динамику сырьевых цен, являющуюся одним из самых волатильных / спекулятивных параметров международного экономического оборота (примеры центров ценообразования - на нефть - InterContinental Exchange Futures (до 2006 г. - Международная нефтяная биржа в Лондоне) и Нью-Йоркская товарная биржа (NYMEX); на металлы - Лондонская биржа металлов (LME); на зерно - Чикагская биржа (CBOT); на золото - Лондон и Цюрих, и др.; на акции – Нью-Йоркская фондовая биржа, Лондонская фондовая биржа и др.)

Привносимая высокая волатильность может достигать размеров, способных вызвать реализацию рисков финансового кризиса, ломать саму модель развивающейся экономики.

3.7. Деформации российского финансового рынка и риски финансового кризиса

В 1999 – 2007 гг. российский финансовый рынок стал более зрелым, приблизился по уровню развития к рынкам новых индустриальных стран. Вместе с тем сохранились долгосрочные деформации рынка, увеличивающие риски финансового кризиса.

Зависимость ценообразования на российские финансовые активы преимущественно от деятельности иностранных инвесторов (традиционно

³¹ Бюджетная политика и бюджетная система России: итоги 2002 – 2003 гг. и задачи на перспективу. Том 1.

спекулятивных). Архитектура российского финансового рынка открыта для движения спекулятивных потоков “горячих денег” крупных иностранных инвесторов (**рынки АДР/ГДР, классический рынок РТС с расчетами в валюте за рубежом, рублевые операции нерезидентов на внутреннем рынке при открытом счете капитала).**

Зарубежный сегмент американских и глобальных депозитарных расписок на российские акции (Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт и др.) сопоставим с размерами внутреннего рынка акций. Во второй **половине 1990-х гг.** внешние обороты по депозитарным распискам на российские акции постоянно превосходили объемы внутреннего рынка.

В 2003 – 2004 гг. более 60% оборотов по российским акциям (в отдельные месяцы – более 80%) приходилось на зарубежные рынки АДР и ГДР.³² **В 2005 – начале 2006 гг.** это соотношение было примерно 50 на 50.³³ **В 2006 – первом квартале 2007 гг.** – 70 на 30 (внешний рынок).³⁴

Одновременно – как результат валютной либерализации и открытия счета капитала – нарастает участие иностранных инвесторов по внутренним оборотам (в начале 2006 г. – **15% оборота ММВБ по торгам акциями**, осенью 2007 г. – **30% оборота**). “Согласно подсчетам ФСФР, 45% игроков на рынке акций - зарубежные фонды (в том числе хедж-фонды). “Если взять и рынок акций, и рынок облигаций вместе, то доля иностранных участников составляет уже 70%”, - заявил О.В.Вьюгин. И только 30% игроков на нашем рынке - это российские институциональные инвесторы, в том числе паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, инвестиционные компании, а также физические лица”.³⁵

Объемы портфельных инвестиций на российский финансовый рынок выросли с 32,1 млрд. долл. США на конец 2000 г. до 259,8 млрд. долл. США на конец 2006 г. (более чем в 8 раз).³⁶

– М.: Министерство финансов Российской Федерации. Март 2004. С.10

³² Доклад Федеральной службы по финансовым рынкам “О состоянии и развитии финансовых рынков в Российской Федерации” на заседании Правительства РФ 25.11.2004. С.10

³³ Вьюгин О.В. Интервью журналу “Деньги”. 27.02.2006 (официальное интернет-представительство Федеральной службы по финансовым рынкам (www.fcsm.ru))

³⁴ Потемкин А.И. Основные итоги работы группы ММВБ в 2006 г. – Биржевое обозрение, 2007, №6. – С.6

³⁵ Финансовые Известия. – 2007. – 29 марта

³⁶ Бюллетень банковской статистики, 2007, №9, таблица 1.9

Соответственно, **российский финансовый рынок открыт для классических сценариев кризисов на развивающихся рынках** – рыночные шоки и бегство капиталов нерезидентов с паническим сбросом национальной валюты.

Зависимость долгового финансирования российской экономики как ключевого финансового источника экономического роста от иностранных инвесторов. На начало 2004 г. на 80 млрд. долл. США долговых средств, полученных российскими банками и корпоративным сектором за рубежом, приходилось 98,8 млрд. долл. США в рублевом эквиваленте, выданных российскими банками реальной экономике и населению (соотношение - 0,809). На 1 апреля 2007 г. указанное соотношение составляло 0,794 (на 294,9 млрд. долл., заимствованных за рубежом, 371 млрд. долл. США в рублевом эквиваленте, переданных в российскую экономику и населению).³⁷

Оценка странового риска российской экономики как высокого со стороны иностранных и отечественных инвесторов (доказывается сохраняющейся высокой волатильностью финансового рынка, низкими рейтингами России при оценке уровня экономического и человеческого развития, экономической свободы, инвестиционной привлекательности). Как следствие, несмотря на значительный рост прямых инвестиций в 2005 – 2007 гг., по-прежнему на публичном финансовом рынке сохраняется преимущественно спекулятивный характер деятельности инвесторов. Низкие оценки конкурентоспособности связаны с высокими социальными рисками; неустойчивостью структуры собственности; значительными регулятивными издержками; рисками перехода к более закрытой и централизованной экономике, с эксцессивными государственными расходами).

Как следствие, **высок потенциал шоков, связанных со стремительным нарастанием утечки капитала из страны** (бегство капиталов, “неожиданная остановка”)³⁸ в случае, если иностранные инвесторы станут оценивать риски вложения в

³⁷ Рассчитано на основе данных Бюллетеней банковской статистики за 2004 – 2007 гг. о состоянии внешнего долга и кредитах кредитных организаций в рублях и иностранной валюте, опубликованных в интернет-представительстве Банка России www.cbr.ru

³⁸ Неожиданная остановка (sudden stop) – неожиданное прекращение поступления иностранных капиталов в страну, сопровождающееся масштабной их утечкой. Эффект, наблюдаемый во многих развивающихся экономиках, являющийся одной из причин финансовых кризисов в них. Формируется в качестве реакции иностранных инвесторов, прежде всего спекулятивных, на деформации какого-либо из макроэкономических параметров в стране, на усиление политического риска и т.п.

российские активы как экстремально высокие (с последующей реализацией системных рисков).

Низкая монетизация экономики (недостаточная насыщенность ее денежными ресурсами в сравнении с развитыми и рядом развивающихся экономик – финансовая глубина экономики должна быть от 80% и выше).³⁹ **В середине 1990-х гг. уровень монетизации доходил до 15 – 16% (что стало одним из фундаментальных факторов финансового кризиса 1997 – 1998 гг.). В конце 2005 г. уровень монетизации российской экономики, рассчитанный по данному индикатору, был чуть выше 30%, в 2006 г. – 37,8%, в 2007 г. – 40 - 41% (КНР – выше 100%).**

Чем выше монетизация экономики и насыщеннее денежными ресурсами финансовый рынок, тем больше его объемы, более значимой является капитализация и более диверсифицированной является структура (финансовые инструменты, участники рынка, виды рынков). Тем в меньшей степени рынок, обладая более значимой операционной способностью и стоимостной массой, способной поглощать волатильность, подвержен внешним рыночным шокам (спекулятивные атаки, передача паники с одного странового финансового рынка на другой).

Соответственно, **рост монетизации экономики** (при прочих равных) не только содействует устойчивому экономическому росту и повышению зрелости финансового рынка, но и **в существенной мере снижает кризисный потенциал** последнего.

Вместе с тем **увеличение монетизации** экономики России, произошедшее в 2000 – 2007 гг., до 40% ВВП по-прежнему соответствует **низкому уровню монетизации** (в сопоставлении с финансовыми рынками индустриальных стран и развивающихся экономики, приближающихся к ним по уровню развития) и, как показывает международная практика (таблица 10), **не является достаточным препятствием для возникновения финансовых кризисов** в наиболее острых формах.

Открытость архитектуры финансового рынка при его **неполной защищенности**. Рынок открыт для движения спекулятивных потоков “горячих денег” крупных иностранных инвесторов (“классический рынок” Российской торговой системы с

³⁹ Индикатор (Money +Quasi-Money)/GDP в соответствии с данными IMF International Financial Statistics. Развернутый анализ монетизации по странам и ее влияния на устойчивость финансового рынка см. в книге:

расчетами в долларах США за границами России, рынок депозитарных расписок на российские акции в Великобритании, США и Германии, рост доли нерезидентов на внутреннем рублевом рынке), при сверхдоходности финансовых активов внутри страны, укреплении курса рубля, снятии ограничений на счет капитала и отсутствии системы мониторинга и программ действий финансовых регуляторов в кризисных ситуациях, наряду с высокой волатильностью мировых финансовых рынков. Размеры финансового рынка России пока невелики, позволяя глобальным институтам влиять на его динамику относительно небольшими средствами. Ускоренный рост капитализации экономики, быстрое увеличение корпоративного внешнего долга, ценовой бум на внутреннем рынке недвижимости и вовлеченность активов российских банков в финансирование операций с недвижимостью, опережающий рост забалансовых обязательств кредитных организаций по деривативам объективно способствуют постепенной концентрации рисков, лежащих на российском финансовом рынке (см. **раздел 3.1**). Все это (за исключением позитивного состояния государственных финансов и государственного долга) создает **подверженность** российского финансового рынка **классическим кризисным сценариям** для формирующихся рынков (emerging markets).

Таблица 10* - Монетизация развивающихся экономик в моменты кризисов (Деньги + Квази-Деньги/ВВП,%)

Страна	Азиатский кризис		Страна	Кризисы 2000 – 2001 гг.	
	1997	1998		2000	2001
Индонезия	56,0	59,9	Аргентина	31,8	27,1
Малайзия	97,6	95,7	Бразилия	28,9	29,7
Филиппины	62,0	61,3	Турция	46,1	59,2
Таиланд	91,7	103,0			

*IMF International Financial Statistics, January 2003

Высокая фрагментарность российского финансового рынка, отсутствие центрального депозитария, центральной расчетно-клиринговой организации, насыщенность рынка информационными и технологическими барьерами.

Чрезмерная концентрация денежных ресурсов и рынков в столице (более 60 – 90% денежных ресурсов, финансовых институтов, оборотов) (на начало 2001 г. остатки на

Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002

корреспондентских счетах банков Московского региона составляли 64,2%, на начало 2004 г. – 73,8%, на начало ноября 2007 г. – 67,2%);⁴⁰ **олигополистическая структура рынка**, усиливающая его неустойчивость и предрасположенность к кризисам (концентрация рынка на узкой группе участников и нескольких акциях, олигополия в институтах коллективных инвестиций).

Чрезмерные концентрации: собственности в акционерных капиталах; торговой активности на ограниченной группе финансовых инструментов (8 - 10 акций генерируют более 90% объемов торгов); финансовых институтов, финансовых ресурсов в Москве (в столице – сверхконцентрация внутренних денежных ресурсов страны (более 60%) и финансовых институтов (от 40 до 80% общей численности по стране); очень незначительная доля акционерных капиталов, находящихся в свободном обращении (небольшой free float – до 10-15%); большинство компаний средней и малой капитализации не подготовлены к выходу на рынок, имеют непрозрачную структуру, существуют в качестве наборов раздробленных активов, денежных потоков и бизнесов, нуждаются в реструктуризации; олигополия в структуре финансовых посредников и институциональных инвесторов (в различных сегментах внутреннего финансового рынка доминируют по 8 – 10 игроков); заниженная доля участия населения в активности на финансовом рынке – указанные и другие факторы создают крайнюю неустойчивость финансового рынка, его способность генерировать очень высокие колебания в курсовой стоимости финансовых активов (большей размерности, чем на финансовых рынках индустриальных стран).

Сохраняющаяся слабость финансовой позиции институтов финансового рынка, их слабая капитальная база (на 1 сентября 2007 г. не менее 40% коммерческих банков имели зарегистрированные капиталы ниже 3 млн. долл. в рублевом эквиваленте),⁴¹ недостаточная неспособность абсорбировать крупные риски; постепенное нарастание рисков, связанных с проблемными активами, деривативами. Значимое воздействие на рынок оказывают деформации в механизме, обеспечивающем честность и справедливость ценообразования в блоке отношений “финансовый институт-клиент”, фрагментарность

⁴⁰ По данным базы данных Банка России, публикуемой в его официальном интернет-представительстве www.cbr.ru

рынка и конфликты интересов, проявляющиеся в финансовом обороте. Распространена практика операций с использованием служебной информации и манипулированием.

Проблемная модель финансовой архитектуры, сложившаяся в российской экономике. Как следствие, складывающаяся на среднесрочную перспективу модель **российского финансового рынка** является **проблемной** (хотя и динамично развивающейся), подверженной высоким уровням рисков финансового кризиса; нуждается в **программе** специальных мер, направленной на **усиление конкурентоспособности рынка**.

В России пока создается **модель финансового рынка**, типичная для **формирующихся рынков**, в рамках которой крупнейшие отечественные компании финансируются преимущественно за рубежом (депозитарные расписки, еврооблигации, синдикационные займы), оставляя внутреннему рынку свои финансовые инструменты по остаточному принципу и **компаниям малой и средней капитализации** в качестве эмитентов.

3.8. Проблемные стороны финансовой политики государства

Финансовая политика государства (бюджетная, в т.ч. налоговая, денежно-кредитная, валютная, процентная политика, политика счета капиталов, политика государственного долга, инвестиционная политика, политика структурных реформ и развития финансового сектора и финансового рынка) являются **фундаментальным фактором**, действующим на **макроэкономическом уровне**, который объективно, в силу искажений и слабостей в финансовой политике может быть направлен на усиление подверженности страны **рискам финансового кризиса**.

Слишком жесткая налоговая и денежная политика в фазе финансовой стабилизации, отсутствие налоговых стимулов, поддерживающих интерес к стимулированию в финансовые активы на длительное время, запаздывание с переходом к политике стимулирования экономического роста, несвоевременная либерализация счета капиталов, неправильное применение процентной политики, создающее искусственно высокий уровень процента в одних секторах финансового рынка в ущерб другим, – всё это примеры

⁴¹ Рассчитано на основе данных Бюллетеней банковской статистики за 2007 гг. о капитальной базе

искажений, которые могут создавать **серьезные деформации в структуре финансового рынка**, в том, какие задачи он выполняет на практике, какие риски несет и каков потенциал финансового кризиса.

Чрезмерный рост налогового бремени, эксцессивное увеличение доли денежных ресурсов, используемых государством, приводит к уменьшению свободных денежных средств, находящихся в распоряжении негосударственных компаний и населения, что, в свою очередь, оказывает подавляющее действие на финансовый рынок (как со стороны спроса, так и предложения ценных бумаг и других финансовых активов).

Эксцессивно высокая доля центрального банка в перераспределении денежных ресурсов имеет своим следствием ослабление денежных потоков, идущих через коммерческие и инвестиционные банки и других финансовых посредников, сужение финансового рынка; подрывает потенциал национальных финансовых институтов в росте капитализации и их операционную способность; ставит финансовый рынок в зависимость от потоков капитала из-за рубежа. Слабость ресурсной базы определяет реальность эффекта “домино” и разрастания финансового кризиса при дефолтах на отдельных сегментах финансового рынка или в его крупнейших финансовых / инфраструктурных институтах.

Валютный режим, режим счета капиталов, процентные ставки прямо определяют ресурсные границы и структуру финансового рынка: возможности операций иностранных инвесторов на внутреннем рынке и резидентов за рубежом, степень спекулятивности финансового рынка, соотношение между его различными сегментами. Опережающая либерализация счета капиталов делает финансовый рынок высокоспекулятивным, подверженным атакам или манипулированию глобальных институтов.

В 1990-х гг. финансовая политика государства, проводившаяся в РФ, во многом способствовала неустойчивости финансового рынка, **нарастанию рисков финансового кризиса. Она велась по формуле:** “низкая монетизация + излишнее кредитование государства с искусственно высокой доходностью + сверхвысокие для переходной экономики налоги + отсутствие крупных инвестиций государства + искусственно стабильный валютный курс, ограничивающий экспорт товаров + огромные регулятивные издержки и риски”.

В частности, элементами такой экономической политики, делавшей **финансовый рынок крайне неустойчивым**, были.⁴²

-политика излишних государственных заимствований, которая привела к тому, что доля государства во внутреннем кредите (часть денежных ресурсов, направляемая на обслуживание потребностей государства вместо кредитования экономики) к моменту кризиса превышала 60% - один из самых высоких в мире показателей);

-политика сверхвысоких доходностей на рынке государственных ценных бумаг (средний процент составлял более 50% годовых в 4 кв. 1995 г.– 2 кв. 1998 г.) **при доминирующей роли Банка России и Сберегательного банка** на рынке ГКО-ОФЗ (по оценке, **примерно 50% рынка**), широких возможностях манипулировать доходностями и объемами привлеченных ресурсов. Сверхвысокая доходность приводила к ускоренному накоплению внутреннего государственного долга, к созданию стимулов для вовлечения всё большей части внутренних денежных ресурсов в обслуживание внутреннего государственного долга вместо инвестирования в реальный сектор, к втягиванию средств иностранных инвесторов в преимущественно спекулятивные операции на рынке государственных ценных бумаг;

-сверхжесткая денежная политика, следствиями которой были падение уровня монетизации до одного из самых низких в мире уровней и - в результате – предкризисное искусственное сокращение массы денег в обращении ниже необходимого ее предела (индикатор “Деньги+Квази-Деньги / ВВП составлял в 1995 – 1997 гг. 16 – 18%), взрывной рост бартера и выпуска векселей (суррогатов денег), финансирование хозяйства за счет роста просроченной задолженности, крайне слабая финансовая и капитальная база банков и других финансовых институтов, вызванная острым дефицитом внутренних денежных ресурсов и, как следствие, сокращение внутренней базы инвестирования, зависимость от притока на внутренний фондовый рынок спекулятивных иностранных капиталов;

-сверхтяжелое для формирующейся экономики, переживающей тяжелый кризис, **налоговое бремя** (по оценкам, налоговые и квази-налоговые платежи составляли 34-36% ВВП), приводящее к массовому сокрытию прибылей, к уходу значительной части экономики из легального оборота, к бегству капиталов за рубеж и сокращающее, в

⁴² Детальный количественный анализ см. в кн.: Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.:Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002, - с.244 - 297

конечном итоге, доходную базу бюджета и его способность ограничивать заимствования на финансовом рынке);

-неудачная политика формирования рынка акций на базе Российской торговой системы, с очень высокой долей спекулятивных иностранных инвесторов, со значительной (более чем 90%) долей расчетов по оффшорным счетам (свободным вводом – выводом “горячих денег”), с быстрым ростом курсовой стоимости акций с конца 1995 г. до лета 1997 г. в 5-6 раз, с существенными возможностями манипулировать этим рынком в силу его небольшого объема и одной из самых высоких в мире волатильности рынка в 1996-1999 гг. (именно этот рынок стал “спусковым механизмом” кризиса на рынке внутреннего государственного долга);

-политика в 1995 – 1998 гг. жестко закрепленного валютного курса, которая в сочетании с фактическим “обесценением” доллара США в российском обороте (падение курса рубля в долларах США значительно отставало от роста рублевых цен, долларовое измерение цен российских товаров постоянно росло), поэтапной либерализацией движения иностранных капиталов привела к искусственному разогреву российского финансового рынка, получения на нем сверхдоходностей в валютном измерении и, как следствие, к свободному приходу и выходу с рынка преимущественно краткосрочных иностранных спекулянтов (доля которых на рынке акций, как указывалось, составляла, по оценке, 60 - 65%, а на рынке ГКО-ОФЗ – 30-35%).

Как следствие, **сложилась неадекватная система стимулов**, которая уводила внутренних и внешних инвесторов от вложения финансовых ресурсов в производство, от прямых инвестиций, создавала преимущественный интерес к инвестициям на обслуживание текущих нужд государства, не связанных с капитальными вложениями и экономическим ростом, к исключительно спекулятивной деятельности (без которой тем не менее финансовые рынки существовать не могут).

В итоге, **сформировалась способность краткосрочных спекулянтов воздействовать на важнейшие макроэкономические показатели** (искусственное сужение возможностей внутренних инвесторов за счет крайне низкой монетизации, доминирование иностранных спекулятивных инвесторов на рынке акций и их очень высокая роль на рынке государственных ценных бумаг при режиме свободного ввода-вывода денег с рынка, сложившемся к 1998 г.). Резкие колебания в потоках “горячих” денег при высокой доле иностранных инвесторов на рынке способны создавать шоки на

рынке государственных и корпоративных ценных бумаг (резкое снижение курсов, шоковый рост доходности государственных ценных бумаг, сброс ценных бумаг с превращением их в рубли и выбросом их на валютный рынок с последующим понижательным давлением на рубль, невозможность привлечь с рынка в бюджет дополнительные денежные ресурсы для погашения ГКО – ОФЗ и т.д.). Механизм реализации финансового кризиса в 1998 г. раскрыт в **приложении 2**.

В 2000 – 2007 гг. отдельные **составляющие финансовой политики государства были нормализованы** (экономический рост, профицитный бюджет, положительный платежный баланс, сокращение государственного долга, рост золотовалютных резервов и стабилизационного фонда) (при укреплении валютного курса рубля, высокой валютной доходности по заимствованиям на внутреннем рынке). Нормализована структура процентных ставок, прекращена политика излишне высокой доходности по государственным заимствованиям. Складывается долговая модель финансирования российской экономики, более устойчивая к финансовым кризисам в сравнении с моделью, основанной на расширенном финансировании через рынок акций (**market-based model**).

Вместе с тем **формулой финансовой политики 2000 – 2007 гг. является**: растущая (хотя и низкая) монетизация + ограниченные государственные заимствования при профицитном бюджете, растущих резервных фондах и сокращающемся государственном долге + более высокий процент, чем на большинстве формирующихся рынков + снижающийся налоговый пресс + закрепленный / повышающийся курс рубля при растущих золотовалютных резервах + поэтапная либерализация счета капиталов для нерезидентов + эмиссия денег против быстро растущего внешнего долга корпоративного и банковского секторов (при низкой роли рублевого рефинансирования коммерческих банков со стороны центрального банка) + рост рублевых долгов, опережающий рост экономики, с нарастающей концентрацией финансовых рисков + спекулятивный характер рынка корпоративных ценных бумаг + ускоренное развитие рынка деривативов.

В этой формуле **ряд составляющих по-прежнему связан с сохранением рисков финансового кризиса** (сочетание укрепления рубля, либерализации счета капиталов, высокой доходности финансовых активов, постепенного перегрева рынка валютных и рублевых долгов) при том, что **нормализованные составляющие** (рост монетизации, профицитность бюджета, сокращение государственного долга, рост резервов) во многом

связаны с потоком нефтедолларов, имеющем, как показывает долгосрочная динамика экспортных цен, волатильный и рискованный характер.

Укрепляющийся рубль (в сочетании с рассмотренными выше факторами и снижением (либо торможением роста) цен на нефть) может привести к **деформации торгового / платежного балансов** (таблица 11, сокращение положительных разниц между экспортом и импортом), что для глобальных инвесторов может стать **индикатором возможности спекулятивной / валютной атаки** на финансовый сектор страны.

Таблица 11* - Динамика валютного курса рубля и изменение торгового баланса РФ

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006	2007 1-2 кв.
Курс рубля к доллару США, на конец периода, руб. / долл.	31,78	29,45	27,75	28,78	26,33	24,55
Экспорт товаров и услуг / Импорт товаров и услуг, %	143,1	147,5	155,9	163,6	159,9	144,1

*Бюллетень банковской статистики ЦБР, 2007, №12

Воздействие факторов, относящихся к организации регулирования финансового рынка, на его кризисный потенциал

Результирующее воздействие факторов, относящихся к организации регулирования финансового рынка, на среднесрочный потенциал финансового кризиса в России имеет следующий вид:

- **неурегулированность** отношений между регуляторами (ФСФР, Банком России и Минфином РФ) в процедурах коллективной выработки решений при наступлении рыночных шоков и увеличении рисков кризисных ситуаций, в т.ч. применительно к использованию средств стабилизационного и других резервных фондов государства;
- практическое **отсутствие связей** с регуляторами других стран по обмену информацией в случае рыночных шоков;
- **отсутствие чрезвычайных планов действий** в случае наступления специальных ситуаций;
- **слабость** требований к небанковским финансовым институтам, обеспечивающих абсорбцию финансовых рисков;
- **ограниченная практика правоприменения**, относящаяся к обеспечению эффективного характера финансового рынка;

- **недостаточная операционная способность финансового регулятора (ФСФР)**, ограниченность его ресурсов в сравнении с задачами по предотвращению рисков финансового кризиса;
- **отсутствие надзора за системами управления рисками и уровнем финансовых рисков у финансовых посредников (за исключением коммерческих банков).**

4. Возможные последствия финансового кризиса в России

Прогнозируемый сценарий для России, являющейся **формирующимся рынком** (emerging market) со значительной зависимостью от экспорта сырья и притока иностранного капитала, совпадает с объемами, направлением и интенсивностью воздействия, оказываемого **финансовыми кризисами на другие страны с развивающейся и переходной экономикой:**

Как показывает многолетняя **международная и российская практика** (анализ рыночных шоков и их последствий в индустриальных и развивающихся экономиках, в России 1997 – 1998 гг. (**приложения 2 и 3**)), **финансовый кризис** ведет к падению объемов **реального ВВП, сокращению расходов домашних хозяйств и вложений в формирование основного капитала**, продолжающемуся от одного до трех лет и достигающему от 3-5 до 15 – 20% от предкризисных значений (в части основного капитала – еще выше). Возникают **сверхконцентрации социальных и политических рисков.**

В финансово-кредитной сфере выражается, в частности, в смене направления движения иностранного капитала (вместо притока – отток), в **массированном оттоке (бегстве) капитала из страны в течение одного – трех лет**, достигающем десятки миллиардов долл. США. Достигает экстремумов **падение курса национальной валюты** по отношению к валютам индустриальных стран (до десятков процентов ежегодно). **Вспышка инфляции** находит свое проявление в **неконтролируемом росте цен**, достигающем десятки, а в отдельных случаях – сотни процентов в год. **Сокращение капитализации рынка акций и рыночной стоимости облигаций** может достигать 70 – 90% от уровней, предшествующих финансовому кризису.

Прогнозируемые последствия в части государственных финансов:

-падение реальных доходов и расходов бюджета до 15% (при опережающем сокращении доходов и значимой вероятности уменьшения государственных доходов и расходов в номинальном выражении);

-неэластичность государственных расходов к отрицательной экономической динамике, их сокращение в реальном выражении в существенно меньшей степени по сравнению с уменьшением доходов бюджета;

-переход бюджета из профицитной в дефицитную зону, возникновение пиковых значений дефицита бюджета в сравнении с уровнями, достигнутыми перед кризисом (если бюджет станет дефицитным в среднесрочном периоде);

-рост государственного долга на десятки процентов;

-рост стоимости государственных заимствований до 2 – 3 раз (при свободном рыночном ценообразовании на финансовом рынке).

5. Степень близости к критическим параметрам: прогноз рыночных шоков в 2008 – 2011 гг.

Прогнозное множество ситуаций. Анализ сценариев финансового кризиса в России приведен в разделе 2:

-первый сценарий – импортированный кризис (“финансовая инфекция”);

-второй сценарий – спекулятивная атака при позитивной экономической динамике и либерализации счета капиталов;

-третий сценарий – “мыльный пузырь” в России, перегрев одного из сегментов внутреннего финансового рынка (излишняя концентрация рыночного, кредитного, процентного рисков), эффект “домино”;

-четвертый сценарий – падение экспортных цен;

-пятый сценарий – политический риск.

Анализ фундаментальных факторов (раздел 3) показывает, что **наибольшей вероятностью в 2008 – 2009 гг. обладает первый сценарий финансового кризиса в России.**

Первый сценарий (“финансовая инфекция”). При его реализации **прогноз** следующий:

-всплески системных рисков на финансовых рынках индустриальных стран будут погашаться **эксцессивным предоставлением ликвидности со стороны центральных банков** и расширенными мерами по абсорбции потерь со стороны квази-государственных финансовых институтов и пулов коммерческих и инвестиционных банков;

-периодическая активизация системных рисков внутри России (на базе излишних концентраций кредитного, процентного, рыночного рисков) будет абсорбироваться на базе денежных потоков, поступающих в страну от сырьевого экспорта, внешнего долгового финансирования и наращенных золотовалютных резервов и резервных фондов;

-наибольшие **вероятности цепной реакции** и возникновения глобального кризиса лежат в **рисках финансового кризиса в группе формирующихся рынков**, которые будут переданы – через механизм взаимодействия, “**финансовой инфекции**” – и вызовут **бегство спекулятивных капиталов нерезидентов из России, наравне с другими формирующимися рынками**. Учитывая **сверхвысокие риски** “emerging markets”, **нерезиденты** могут принять **решение вывести средства из портфелей по всей группе формирующихся рынков** (как это было в 1997 – 1998 гг.), **перераспределив их в пользу рынков индустриальных стран**. В связи с объемной зависимостью внутреннего финансового рынка России от инвестиций нерезидентов, прежде всего от краткосрочных заимствований и спекулятивных портфелей акций, формируемых в значимой части крупными глобальными инвесторами и международными коммерческими и инвестиционными банками, такое **бегство капитала** может стать **спусковым механизмом** для цепной реакции реализации кредитных, процентных и рыночных рисков, относящихся к деятельности резидентов. Таким образом, будет создан **потенциал для масштабного финансового кризиса в России**.

Альтернативный первому сценарий. Вместе с тем не исключена вероятность того, что в условиях мирового финансового кризиса **иностраные портфельные инвестиции будут сфокусированы на нефтяных экономиках, и Россию в 2008 – 2009 гг. ожидает бум вложений нерезидентов и повышательная динамика цен финансовых активов российского происхождения** (на фоне негативных новостей с мировых финансовых рынков). **Примеры таких поворотов** – бум 1998 – 2000 гг. на рынке NASDAQ (поворот глобальными финансовыми институтами инвестиций на рынки индустриальных стран после кризиса 1997 – 1998 гг.), рост российского рынка акций в

2000 – 2003 гг. на фоне падения капитализации всей группы рынков индустриальных стран.

Возникновение указанных тенденций будет в масштабной степени увеличивать возможности реализации **третьего сценария** (“мыльного пузыря” на российском финансовом рынке) в 2009 – 2011 гг.

Второй сценарий (спекулятивная / валютная атака) может стать возможным **в течение 2 – 3-х лет** в том случае, если укрепление рубля (или фиксация его валютного курса) и негативная (или заторможенная) динамика цен на нефть приведут к дефициту торгового / платежного баланса страны (при условии, что в 1,5 – 2 раза вырастет степень насыщенности экономики страны финансовыми инструментами (монетизация, капитализация рынка акций, объемы рынка деривативов и забалансовых обязательств банков и т.п.)). Такие тенденции могут стать индикатором возможности валютной атаки для глобальных инвесторов.

Третий сценарий (“мыльный пузырь” в России): степень разогрева российского финансового рынка, уровень концентрации финансовых рисков внутри России и **роль рублевых операций глобальных инвесторов** еще не столь велики, чтобы на фоне высоких экспортных цен и позитивных макроэкономических индикаторов возник “эффект домино” с последующим перерастанием в системный финансовый кризис. Колебания на рынке акций или в других секторах финансового рынка, возникающие в связи с этим дефициты ликвидности коммерческих банков могут не вызывать цепной реакции, разрастаясь в общерыночные шоки и бегство капиталов нерезидентов, если будут гаситься рефинансированием центрального банка.

Вероятность третьего сценария будет нарастать с **2008 – 2009 гг.** в той степени, в какой будет продолжена **тенденция роста монетизации российской экономики** (до 60 –80%), ее насыщенности долгами, акциями, деривативами за счет опережающего **увеличения иностранных портфельных инвестиций, внешних долгов корпоративного и финансового секторов в сравнении с инвестициями резидентов.** Дальнейший вывод “избыточной ликвидности” за пределы страны и замещение ее иностранными средствами может привести к реализации **через 2 – 3 года “классического сценария” финансового кризиса развивающейся экономики.**

Будущий 1,5 – 2-кратный рост в концентрациях финансовых рисков в течение 2 – 3-х лет (см. **раздел 3.2**) сделает российскую экономику и ее финансовый сектор более “созревшими” и уязвимыми для реализации третьего сценария. По сути, это **сценарий “мыльного пузыря” на российском финансовом рынке в 2009 – 2011 гг.**, сформированного за счет иностранных портфельных инвестиций, внешнего долгового финансирования корпоративного и банковского секторов.

При этом может отмечаться **высокая волатильность и рыночные шоки на отдельных сегментах финансового рынка**, прежде всего на рынке акций, которые **могут не затрагивать другие сегменты финансового сектора, не реализуясь в системные риски “эффекта домино” и полномасштабного финансового кризиса** (если центральный банк и другие государственные регуляторы будут последовательно проводить политику поддержки ликвидности отечественного финансового рынка и отдельных финансовых институтов).

Четвертый и пятый сценарии (падение экспортных цен и политический риск)

могли бы стать значимыми при **критическом для российской экономики уровне цен на нефть и газ в 15 – 25 долл. США** (оценки начала 2000-х гг.) или прагматически, с учетом инфляции – в 30 – 35 долл. США.

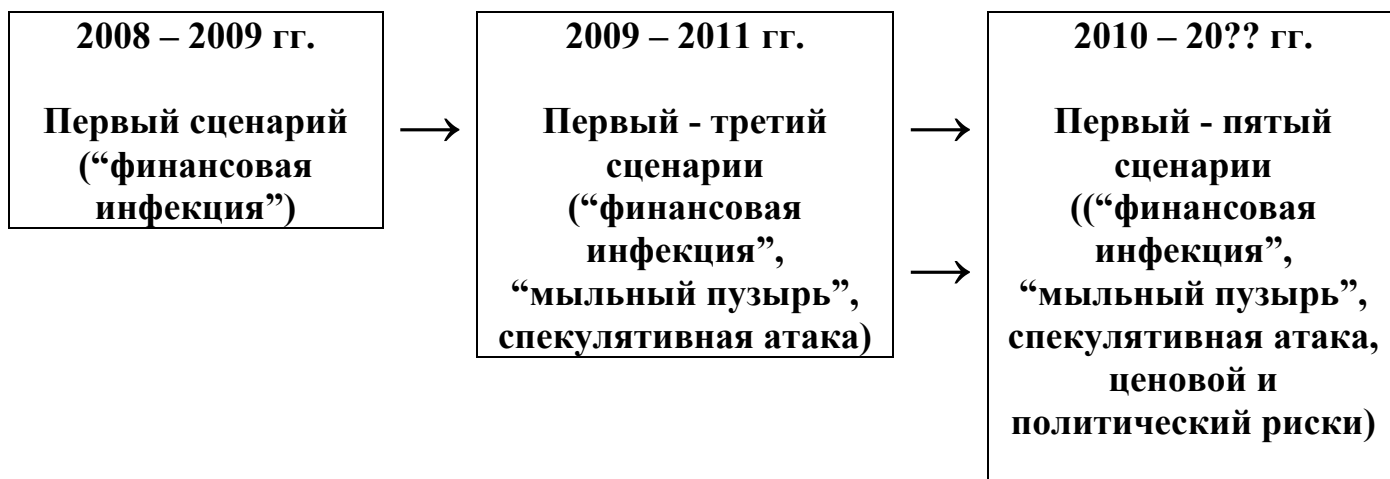
Разрыв между действующим (90 – 100 долл. США) и критическим ценовыми диапазонами предполагает, что **при всей волатильности цен на нефть их эволюция до критических уровней** и последующее **кризисное воздействие** на российскую экономику с возможными шоками на финансовом рынке, реализацией социальных и политических рисков **должна занимать время в 1,5 – 2 года** (с учетом запаса прочности, созданного в 2000 – 2007 гг.).

Даже в 1997 – 1998 гг. **временной лаг** между началом коррекции цен на нефть в сторону понижения и финансовым кризисом в августе 1998 г. составил примерно **полтора года** (при всем негативном состоянии государственных финансов).

Вместе с тем, по осторожным экспертным оценкам, **мировые цены на топливо** могли перейти в начале 2000-х гг. **на более высокие исторические уровни**, формируя **резервные “финансовые подушки”** для экономик стран, ориентированных на экспорт нефти и газа (что резко снизило бы вероятность пятого сценария).

Временная структура нарастания рисков финансового кризиса в России имеет

следующий вид:



Вызовы 2008 – 2009 гг., связанные прежде всего с “финансовой инфекцией”, со значимой вероятностью будут дополнены в **2009 – 2011 гг.** сверхконцентрацией рисков, связанных с перегревом внутреннего финансового рынка, зависимостью от иностранных портфельных / долговых инвестиций в российские активы (на фоне укрепления рубля и способности глобальных инвесторов к валютным атакам при признаках его переоцененности).

В **среднесрочной перспективе** значимыми является **ценовой риск**, связанный с высокой волатильностью цен на нефть, газ, металлы и другое экспортное сырье, и **проблема “неожиданной остановки”** иностранных инвестиций, в **долгосрочной – политический риск**, способный вызывать бегство капиталов и рыночные шоки как ответ на массовые ожидания потерь на финансовом рынке, возникшие у иностранных инвесторов.

6. Противодействие рискам финансового кризиса в России

6.1. Воздействие на глубину кризиса

Глубина кризиса зависит от того, насколько целенаправленно и в какой стоимостной размерности государство (финансовые регуляторы / монетарные

власти) будут оказывать **воздействие на финансово-кредитную сферу**, стремясь преодолеть кризис.

В частности, международная практика показывает, что **обычными действиями государства по кризиса** – в кратко- и среднесрочном планах - являются (помимо мер, связанных с раскрытием информации, координацией действий финансовых регуляторов, монетарных властей и профессионального сообщества):

-расширенные интервенции на валютном рынке, на рынке государственных долгов, а также – в ряде случаев – на рынке акций;

-использование финансовых резервов (золотовалютные резервы, стабилизационный фонд), а также экстремальных источников поддержания ликвидности центральным банком как кредитором последней инстанции;

-реструктуризация проблемных долговых портфелей с финансовым покрытием потерь за счет средств квазигосударственных финансовых институтов и систем страхования вкладов и инвестиций, функционирующих в финансовом секторе;

-использование административных методов прекращения финансовой / банковской паники (приостановление торгов, объявление банковских каникул и т.п.);

-использование административных запретов и ограничений (по счету капитала, по изъятию вкладов из банков и т.п.) и др.

Соответственно, **действия государства**, направленные на **преодоление кризиса**, могут развиваться по следующим **сценариям**:

-критический – **“отсутствие медицинской помощи”** - в случае **несвоевременных, нескоординированных и незначительных** по стоимостным объемам **реакций** финансовых регуляторов / монетарных властей, **отсутствия** последовательных **действий** с их стороны **по поддержанию ликвидности** банковской системы; **по абсорбции** проблемных портфелей долгов; **по интервенциям** на валютном рынке, рынке акций, облигаций и деривативов, направленным на поддержание курса национальной валюты и предупреждение шоков на финансовом рынке; **по введению** временных административных ограничений на виды финансовых операций, способных привести к дальнейшему разрастанию системного риска, и на функционирование рынков, если это необходимо для их охлаждения;

-умеренный – **“консервативное амбулаторное лечение”** - в случае минимальных по объемам **действий** финансовых регуляторов / монетарных властей, направляемых в те

сегменты рынка, в которых наиболее велики значения системного риска и, соответственно, эффекта “домино”, исходя из позиции, что все рынки должны быть открыты и функционировать в период финансового кризиса; что рынки сами должны – на началах саморегулирования – корректировать ситуацию, справедливо оценивать финансовые активы, свободно осуществлять движение средств независимо от размеров шоков, которым они подвергаются; что должны действовать “рыночные силы”, определяя границы и потери от финансового кризиса; что крупнейшие участники рынка должны договариваться между собой (а государство и центральный банк должно содействовать им в этом), ограничивая размеры операций, способных в еще большем размере дестабилизировать рынки и платежную систему;

-оптимистический – **“хирургическая коррекция”** - расширенные и скоординированные действия финансовых регуляторов / монетарных властей по поддержанию ликвидности финансовых институтов; по интервенциям на валютном рынке, на рынках акций и облигаций; по абсорбции проблемных долговых портфелей; по предотвращению реализации системных рисков через рынок деривативов; по введению разумных административных ограничений, направленных на охлаждение рынков и на ограничение операций, несущих наиболее высокие системные риски.

В зависимости от сценария действий государства прогнозируются следующие последствия финансового кризиса (на примере государственных финансов):

-падение реальных доходов и расходов бюджета в сравнении с их предкризисной величиной (при значимой вероятности уменьшения государственных доходов и расходов в номинальном выражении):

- критический сценарий – до 15 – 20%;
- умеренный сценарий – от 10 до 15%;
- оптимистический сценарий – от 5 до 10%;

-неэластичность государственных расходов к отрицательной экономической динамике, их сокращение в реальном выражении в существенно меньшей степени по сравнению с уменьшением доходов бюджета;

-переход бюджета из профицитной в дефицитную зону, возникновение пиковых значений дефицита бюджета в сравнении с уровнями, достигнутыми перед кризисом (если бюджет станет дефицитным в среднесрочном периоде):

- критический сценарий – на период до 2 – 3 лет и выше;

- умеренный сценарий – на период от 1 до 2 лет;
- оптимистический сценарий – в краткосрочном плане, на период до 1 года;

-рост государственного долга на десятки процентов:

- критический сценарий – свыше 25%;
- умеренный сценарий – от 10 до 25%;
- оптимистический сценарий – до 10%;

-рост стоимости государственных заимствований до 2 – 3 раз при свободном рыночном ценообразовании на финансовом рынке:

- критический сценарий – до 3 раз и выше;
- умеренный сценарий – от 1,5 до 3 раз;
- оптимистический сценарий – до 1,5 раз.

6.2. Антикризисная политика государства

Рост финансовой глубины российской экономики, опережающее увеличение внутреннего спроса на финансовые инструменты, предупреждение нарастания спекулятивной составляющей

В 2008 – 2012 гг. деятельность государства, обеспечивающая координированное воздействие мер бюджетной, денежно-кредитной и валютной политики в качестве условий стабильного экономического роста, должна исходить из следующих критериев:

-рост внутреннего спроса на финансовые инструменты со стороны инвесторов – резидентов, сокращение зависимости от иностранных портфельных инвесторов, внешнего долга корпоративного и финансового секторов;

-продолжение повышения уровня монетизации российской экономики до уровня в 55-60% ВВП в ближайшие годы (по индикатору МВФ “Деньги + Квази-деньги”/ ВВП) при стимулировании государством спроса населения и бизнеса на финансовые инструменты внутреннего рынка, при осуществлении государством мер, направленных на снижение уровня процента и процентного спреда, при проведении активной ценовой и антимонопольной политики, направленной на ослабление действия немонетарных факторов инфляции;

-поэтапный переход от механизма эмиссии денег центральным банком против иностранного долгового финансирования (как это сложилось на практике, анализ см. в

разделе 3.2.2) к рефинансированию коммерческих банков в национальной валюте (“рубли - рубль”) для кредитования хозяйства, что общепринято в международной практике;

-создание системы рефинансирования коммерческих банков под проекты кредитования ими крупных экспортных компаний (с целью сокращения ими заимствований за рубежом), с учетом того, что рефинансирование может осуществляться в иностранной валюте по счетам за рубежом с тем, чтобы продажи центральным банком валюты против рублей на внутреннем рынке не усилили повышательное давление на курс рубля;

-законодательное ограничение арбитражных / спекулятивных операций коммерческих банков, несущих повышенные системные риски, в рамках которых осуществляются валютные заимствования за рубежом, в том числе на внебиржевом рынке деривативов, с последующей конвертацией валютных средств в рублевые активы с повышенной доходностью;

-ужесточение пруденциальных требований к коммерческим банкам, предупреждающих перегрев рынков внутренних и внешних долговых заимствований (с нарастанием кредитных и других рисков в проблемных кредитных портфелях), чрезмерный рост операций на рынках производных финансовых инструментов, развитие арбитражных / спекулятивных операций по конвертации валютных активов в рублевые для краткосрочных вложений с повышенной доходностью на российском рынке;

-снижение ставки рефинансирования центрального банка, переход к использованию инструментов процентной политики для стимулирования экономической активности (прежде всего через систему рефинансирования коммерческих банков), понижающее давление центрального банка на уровень процента на внутреннем финансовом рынке в качестве одной из целей денежно-кредитной политики;

-затормаживание процесса укрепления валютного курса рубля, перевод его по возможности в фазу плавного снижения реального эффективного валютного курса рубля (в том числе за счет менее консервативной денежной политики, увеличения рублевой ликвидности в реальной экономике за счет некоторого снижения налоговой нагрузки, за счет роста бюджетных расходов и государственных внебюджетных фондов в части инвестиционной рублевой составляющей);

-новая фаза снижения налоговой и квази-налоговой (в части обязательных платежей) нагрузки, расширение налоговых стимулов в части поощрения расходов на инвестиции, прежде всего в высокотехнологичных секторах экономики;

-при сдерживании роста бюджетных расходов (прежде всего в той их части, которая является неэластичной при снижении мировых цен на экспортируемое сырье) расширение инвестиционной составляющей бюджета (с использованием рыночных механизмов банка развития, агентства по ипотечному жилищному кредитованию, других квазигосударственных финансовых институтов развития, которые могут быть созданы в сегментах экономики, нуждающихся в поддержке долгосрочными финансовыми ресурсами) и государственных внебюджетных фондов инвестиционного назначения (Инвестиционного фонда РФ, Фонда будущих поколений и др.);

-использование государственных внебюджетных фондов не только в качестве инструмента денежно-кредитной и валютной политики (стерилизация “избыточной” ликвидности во внутреннем экономическом обороте), но и в качестве средства стимулирования инвестиционной активности (вложение средств “фонда будущих поколений” на внутреннем финансовом рынке в рублевые корпоративные облигации, выпущенные эмитентами, имеющими низкие риски по российской рейтинговой шкале);

-проведение политики, направленной на снижение рисков и волатильности финансового сектора, предупреждающей финансовые кризисы (создание системы мониторинга устойчивости финансово-кредитной сферы и рисков финансового кризиса, включение в валютную, денежную, процентную, бюджетную и т.п. политику государства системы мер, направленной на устранение возникших признаков финансовой нестабильности, разработка планов и программ чрезвычайных действий государства в период специальных ситуаций в финансово-кредитной сфере);

-создание программы отчетности и публичного раскрытия информации о портфелях и операциях нерезидентов на российском финансовом рынке;

-разработка и реализация программы повышения конкурентоспособности российского банковского сектора и финансового рынка (“Финансовая площадка Россия”) в части повышения финансовой устойчивости институтов рынка, роста их операционной способности, снижения регулятивных и операционных издержек, диверсификации инструментов, роста эффективности финансового рынка.

Программы чрезвычайных действий в случаях реализации системных рисков

Чрезвычайные планы действий. Финансовые регуляторы / монетарные власти должны иметь чрезвычайные планы действий, содержащие стратегии по разрешению критических сценариев (например, кризисов ликвидности на рынке ценных бумаг) и включающие процедуры по покрытию дефицитов денежных средств и преодолению чрезвычайных ситуаций.

Элементами любых чрезвычайных планов должны являться:

-порядок координации действий финансовых регуляторов, поддержание адекватной информации, четкое разделение обязанностей;

- схема по оперативному обмену информацией в случае чрезвычайных ситуаций и порядок ее введения в действие;

-порядок оперативного мониторинга ситуации на рынке и оперативного принятия решений финансовыми регуляторами по согласованию между собой;

-поддержание отношений с профессиональным сообществом, с другими федеральными органами исполнительной власти, с крупнейшими финансовыми институтами, составляющими олигополию на внутреннем рынке; с иностранными финансовыми регуляторами, с крупными иностранными финансовыми институтами;

-поддержание отношений с общественностью и раскрытие информации, направленное на преодоление негативных ожиданий / панически настроений;

-методы прекращения финансовой / банковской паники (приостановление торгов, объявление банковских каникул и т.п.);

-анализ стандартных сценариев финансовых кризисов и рекомендации по возможным решениям финансовых регуляторов, основанные на международной практике (“дерево возможных решений”);

-оперативное применение рыночных инструментов денежно-кредитного и валютного регулирования; использование механизма интервенций не только на валютном рынке и рынке государственных облигаций, но и на рынках акций, деривативов на ценные бумаги, репо в моменты острых рыночных шоков, с целью предупреждения панических реакций рынка с дальнейшим распространением системного риска;

-использование финансовых резервов (золотовалютные резервы, стабилизационный фонд), экстремальные источники поддержания ликвидности, включая функцию центрального банка как кредитора последней инстанции;

-реструктуризация проблемных долговых портфелей с финансовым покрытием потерь за счет средств квазигосударственных финансовых институтов и систем страхования вкладов и инвестиций, функционирующих в финансовом секторе;

-использование административных запретов и ограничений (по счету капитала, по изъятию вкладов из банков и т.п.).

Повышение устойчивости российского финансового рынка к системным рискам, рост его конкурентоспособности, преодоление деформаций его архитектуры

Анализ проблем и комплекса мер, относящихся к долгосрочной политике государства в области повышения устойчивости финансового рынка приведен в **таблице 12**.

Таблица 12 - Анализ проблем и комплекса мер, относящихся к политике государства в области финансового рынка

Проблема	Краткий анализ проблемы	Возможные решения
Чрезмерная концентрация собственности	Российские компании, как правило, находятся под контролем узкой группы собственников. Как следствие, высоки риски социальных конфликтов, невозможно создание “народного капитализма”, сужен внутренний спрос на акции и, как следствие, велика зависимость от спекулятивных иностранных инвесторов, подавлены стимулы к оценке компаний на основе их капитализации, ограничен интерес населения к долевному владению бизнесом, преобладает долговой	Система мер, направленная на диверсификацию собственности, на создание стимулов к владению населением акциями на долгосрочной основе (в т.ч., создание программы государства по диверсификации собственности, по превращению среднего класса в класс акционеров, расширение налоговых стимулов для инвесторов, объем которых в России существенно уступает международной практике, прекращение правовых барьеров для выпуска опционов менеджеров, открытие возможности учреждать внутрикорпоративные пенсионные и инвестиционные планы под налоговые льготы, введение индивидуальных пенсионных счетов, снятие излишних ограничений для инвестирования на фондовом рынке

	рынок, упрощена структура финансового рынка	для институциональных инвесторов, введение льготного налогового режима для формирования благотворительных фондов и их превращения в институциональных инвесторов). Существует огромный международный опыт и рекомендации в этой области
Высокая волатильность финансового рынка, одни из самых высоких в мире риски	Вызвана суммой факторов (высокий страновой риск, низкая монетизация, открытость счета капитала при фиксированном валютном курсе, зависимость от иностранных инвесторов, отсутствие расширенной базы внутреннего спроса, прежде всего со стороны розничных инвесторов, низкая капитализация финансовых институтов, чрезмерная концентрация денежных ресурсов и рынков в столице, чрезмерная концентрация рынка на узкой группе участников и нескольких акциях, отсутствие мониторинга потоков иностранных портфельных инвестиций в архитектуре торговых систем, чрезмерная открытость классического рынка РТС, недостаточная операционная способность и ликвидность рынка, ограниченный круг финансовых инструментов, слабость систем управления рисками и отсутствие надзора за финансовым состоянием профессиональных участников рынка ценных бумаг и др.)	Система административных и экономических мер, направленная на решение отдельных частных проблем, общий вектор которых формирует высокую волатильность финансового рынка. Реструктурирование отрасли ценных бумаг (повышение требований к размеру собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, введение системы пруденциального надзора (с менее жесткими требованиями, чем в отношении коммерческих банков), введение требований к системе управления рисками и публичному раскрытию информации профессиональных участников, консолидация торговой, депозитарной и расчетной инфраструктуры рынка, создание в соответствии с международной практикой национальной депозитарной и расчетно-клиринговой корпорации (центральный депозитарий, централизованный клиринг и расчеты по ценным бумагам и другим финансовым инструментам), предложение системы мер, направленной против фрагментарности рынка, создание компенсационных фондов профессиональных участников, покрывающих риски невыполнения ими обязательств перед клиентами, либо централизованной системы резервирования средств с участием государства)

		Установление контроля за накоплением системных рисков в финансовом секторе экономики (сочетание укрепления рубля с валютной либерализацией, открытым счетом капиталов, высокой доходностью в финансовом секторе, накоплением внешнего долга корпоративным сектором, ростом операций с деривативами при высокой волатильности фондового рынка и росте секьюритизации финансового сектора формирует нарастающий системный риск, угрозы финансово-го кризиса). Создание системы мониторинга угрозы финансовых кризисов, программ совместных действий финансовых регуляторов при наступлении “специальных ситуаций”.
Недостаточное доверие инвесторов к рынку, его преимущественно спекулятивный характер, слабая эффективность рынка	Высока доля манипулятивных и инсайдерских сделок на рынке ценных бумаг, недостаточны эффективны система раскрытия информации и надзора за рынком, не в полной мере применены этические стандарты и меры по урегулированию конфликтов интересов, фактически отсутствует правоприменение по нарушению прав инвесторов на вторичном рынке ценных бумаг	Развитие регулятивной инфраструктуры, системы надзора за рынком, практики правоприменения, обычаев делового оборота, предупреждающих нарушения честности и справедливости механизма ценообразования на рынке ценных бумаг. Создание Службы финансового омбудсмана (в соответствии с практикой Великобритании и других стран) Является критически важным для прихода массового инвестора на рынок
Ограниченность в выполнении рынком своих функций по долгосрочному финансированию экономики и содействию в управлении рисками (в	Ограниченный объем внутреннего денежного спроса на финансовые инструменты, экономические интересы, искаженные отсутствием необходимых налоговых стимулов, незначительное присутствие иностранных инвесторов на внутреннем	Расширение в соответствии с международной практикой налоговых стимулов для частных и институциональных инвесторов в части вложения средств в инструменты фондового рынка, прежде всего при инвестировании на длительное время, снятие излишних ограничений в использовании активов институциональными инвесторами на

<p>осуществлении IPO, в привлечении долговых денежных ресурсов под низкий процент, в хеджировании рисков)</p>	<p>рублевом рынке, и неспособность и неподготовленность многих предприятий к выходу на фондовый рынок за инвестициями и т.п.</p>	<p>фондовом рынке</p> <p>Использование доли (5 –10%) средств государственных внебюджетных фондов инвестиционного назначения для их вложения в рублевые корпоративные облигации через институт независимых портфельных управляющих</p> <p>Введение специального режима для иностранных инвесторов в части среднесрочных инвестиций в рублевые фондовые активы (с налоговыми льготами и сниженными регулятивными издержками) (в соответствии с практикой США)</p> <p>Восстановление общедоступной системы раскрытия информации о рынке, находящейся в собственности государства, бесплатной для пользователей (по аналогии с США)</p> <p>Создание финансируемой государством системы раскрытия информации и маркетинговой программы продвижения российского рынка в качестве торговой площадки для иностранных инвесторов</p>
<p>Высокие регулятивные издержки в сравнении с эффективностью деятельности регулятора</p>	<p>Более высокие регулятивные издержки, лежащие на ценных бумагах в сравнении с другими финансовыми продуктами, чрезмерная централизация полномочий в системе управления регулятора, сохранение административных барьеров, неадекватность операционной способности и ресурсов регулятора его задачам и выполняемым функциям, ограниченность практики правоприменения,</p>	<p>Реформирование системы государственного регулирования финансовых рынков, снятие излишних полномочий и административных барьеров, завершение создания мегарегулятора, обеспечение соответствия операционной способности и ресурсов регулятора финансового рынка и поставленным перед ним задачам, перенос акцентов на саморегулирование, на надзор за финансовым состоянием участников рынка ценных бумаг, за честностью и справедливостью ценообразования, за уровнем рисков фондового рынка, на пруденциальный надзор за финансовым состоянием</p>

	ограниченное внимание регулятора к вопросам честного и справедливого характера ценообразования, к финансовой устойчивости финансовых посредников, к управлению микро- и макрорисками, лежащими на рынке	профессиональных участников фондового рынка
Неиспользование естественных преимуществ российского рынка в концентрации на нем финансовых инструментов, финансовых посредников и денежных ресурсов из стран СНГ	Отсутствие реального продвижения в интеграции рынков ценных бумаг в рамках СНГ, ненаступательная политика в этой области, неиспользование уникальных шансов по созданию новых международных финансовых центров на территории России (Москва, Калининградская область)	<p>Получение “единого паспорта” финансовыми институтами и финансовыми инструментами, зарегистрированными на территории стран СНГ или их иных объединений (ЕврАзЭС).</p> <p>Одностороннее признание Россией регистраций финансовых институтов и финансовых инструментов, совершенных регуляторами других стран СНГ.</p> <p>Односторонний свободный допуск лицензированных финансовых институтов стран СНГ и зарегистрированных в них финансовых инструментов для свободного обращения на фондовых и валютных биржах России.</p> <p>Создание международных финансовых центров (в соответствии с практикой Ирландии, Канады, Великобритании и других стран) на территории России в качестве рынков валютного оборота для иностранных финансовых посредников, эмитентов и финансовых инструментов</p>

В части реформирования инфраструктуры финансового рынка (создания инфраструктурных организаций и прямого участия в их капиталах и финансировании) предлагаются следующие направления политики государства.

Торговые системы

-Переход к концепции “Russian Exchanges” (аналог - Spanish Exchanges, OMX Exchanges (Скандинавия и Прибалтика), Hong Kong Exchanges). Интегрированная структура, объединяющая валютный рынок, рынок государственных и корпоративных ценных бумаг, срочный рынок. Возможно - в качестве холдинговой структуры – является собственником депозитарной (центральный депозитарий и нумерующее агентство) и расчетно-клиринговой корпорации. Полностью интегрирует биржевые сети ММВБ, РТС и Московскую фондовую биржу.

По оценке, рынок без влияния государства еще слишком долгое время (5 – 10 лет) будет идти к интеграции торговых систем, что реально снижает их конкурентоспособность (в т.ч. на пространстве СНГ) и потенциал в привлечении средств для инвестиций в российскую экономику.

Депозитарные и расчетно-клиринговые организации

-Переход к концепции национальной депозитарной и расчетно-клиринговой корпорации (многие мировые аналоги).

Интегрированная структура, объединяющая депозитарную (центральный депозитарий), клиринговую, расчетную, нумерующую функции на валютном рынке, рынке государственных и корпоративных ценных бумаг, срочном рынке. Имеет много аналогов в международной практике.

В одном из вариантов – может быть рассмотрена возможность изменения модели регистраторской инфраструктуры (интеграции регистраторской функции в деятельность центрального депозитария и, соответственно, в структуру национальной депозитарной и расчетно-клиринговой корпорации) (существуют мировые аналоги).

Полностью интегрирует депозитарные и расчетно-клиринговые организации, аффилированные с биржевыми сетями ММВБ, РТС и Московской фондовой биржи.

Существующие сейчас **концепции “центрального мультидепозитария”, “трехуровневого центрального депозитария”** и другие консервируют существующую ситуацию фрагментарности инфраструктуры финансового рынка, дополнительных издержек и рисков, связанных с участниками.

Неизбежно **использование административного и финансовых ресурсов государства для создания национальной депозитарной и расчетно-клиринговой корпорации** и, в этой связи, **реструктурирования** существующих в России депозитарных и расчетно-клиринговых организаций, аффилированных с биржевыми сетями ММВБ, РТС

и Московской фондовой биржи, **при прямом участии государства в капитале** (уже существует в системе ММВБ) и **последующей продаже частей** частным акционерам.

Создание инфраструктуры по защите от системных рисков - Компенсационные фонды и Служба финансового омбудсмeна

-Создание **полноценного компенсационного фонда** по одной из **моделей, принятых в международной практике**, с обеспечением регулярных платежей, направляемых в фонд профессиональными участниками рынка ценных бумаг, и с **прямым участием государства в регулировании и финансировании** (на начальном этапе) фонда (как это происходит в системе страхования депозитов).

С этой целью реорганизация “Федерального общественно-государственного фонда по защите прав вкладчиков и акционеров”.

-**Формирование Службы финансового омбудсмeна** на основе моделей, используемых в международной практике, с **прямым участием государства в регулировании и финансировании** (на начальном этапе) фонда.

Создание системы макроэкономического мониторинга, направленного на предупреждение финансовых кризисов

Цель **постоянно действующей системы независимого макроэкономического мониторинга** - “раннее оповещение” руководства страны о нарастающих рисках финансового кризиса, вызванных внутренними и внешними факторами. Система макроэкономического мониторинга будет также выявлять угрозы национальной безопасности, формируемые на внешних финансовых рынках и в системе их взаимодействия с финансовым сектором России.

Система мониторинга рисков финансового кризиса предполагает следующее:

-мониторинг должен строиться в качестве **“системы раннего предупреждения”** (early warnings system), включая в себя не только **блоки раскрытия информации** о макрофинансовых индикаторах, но и **блоки их содержательной интерпретации и кратко- и среднесрочного прогноза** динамики рисков финансовых кризисов;

-мониторинг должен быть организован по **модели распределения полномочий между финансовыми регуляторами**. Предполагается, что основная ответственность за осуществление мониторинга может быть возложена на **Банк России** или **Федеральную**

службу по финансовым рынкам. Вместе с тем, учитывая функции **Министерства экономического развития и торговли РФ** в разработке макроэкономической политики и политики развития финансового сектора, в частности, возможно возложение функции мониторинга рисков финансовых кризисов на МЭРТ РФ;

-мониторинг рисков финансовых кризисов должен основываться на **двух режимах** функционирования: **стандартном** (в стабильной макроэкономической обстановке) и **чрезвычайном** (при угрожающем нарастании рисков и в период финансового кризиса);

-система мониторинга должна включать в себя **информационные блоки**, содержащие макроэкономические / макрофинансовые индикаторы, используемые для оценки рисков финансовых кризисов, **блоки генерации отчетов, блоки аналитической интерпретации ситуации** (с позиции динамики рисков финансового кризиса), **блоки моделирования** (прогнозные статистические модели, симуляционные модели сценарного анализа, стресс-тестирование, анализ чувствительности финансового рынка к изменению отдельных параметров, формирующих риски, системы обработки экспертных оценок и рейтингования и т.п.), **блоки сопоставления** с ключевыми странами – аналогами;

-частью системы мониторинга должна являться **экспертная система**, которая на основе **типологии финансовых кризисов и репрезентации причинно-следственных связей**, ведущих к **нарастанию угрозы рисков** финансовых кризисов (ожидаемой взаимосвязанной динамики параметров), должна будет обладать способностью к **классификации и оценке ситуаций** по уровню и динамике рисков финансовых кризисов (на основании **методов распознавания образов**);

-система мониторинга должна располагать достаточной **операционной способностью** и **финансированием** для того, чтобы поддерживать свои функции в объеме, достаточном для раскрытия текущей и прогнозируемой динамики рисков финансового кризиса;

-система мониторинга должна обеспечивать **постоянный обмен** информации между финансовыми регуляторами, в т.ч. отечественными и иностранными, поддерживая **протоколы раскрытия информации и интеграции данных**, полученных от регуляторов – контрагентов;

-система мониторинга не должна **создавать параллельные каналы получения информации** по отношению к уже **существующим** (например, по линии связи “финансовые регуляторы – статистические органы”, “финансовые регуляторы –

организаторы торговли”, “финансовые регуляторы – базы международной финансовой статистики” и т.п.), будучи интегрированной в уже существующие системы информационного обмена и представляя собой “надстройку” целевого характера над ними.

Мониторинг системных рисков и макроэкономической устойчивости государственных финансов должен осуществляться в рамках **информационных блоков**, состав которых соответствует **структуре фундаментальных факторов**, формирующих риски финансовых кризисов:

- цикличность мировой экономики;
- внешние угрозы (международные финансы, взаимодействие с ключевыми рынками);
- макроэкономика, социальные и политические риски;
- макрофинансы (инфляция, валютный курс, процент, монетизация, долги, платежный баланс и счет капитала, финансовый рынок, концентрации финансовых рисков);
- экономическая и финансовая политика государства (сбалансированность и антикризисная направленность);
- архитектура финансового рынка (деформации и концентрации финансовых рисков по сегментам).

Программы сотрудничества финансовых регуляторов и обмена информацией между ними

Должны быть созданы **постоянно действующие организационные формы взаимодействия финансовых регуляторов** (отечественных и иностранных), **относящиеся к предупреждению рисков финансовых кризисов** (разработка стратегии и технологии мониторинга рисков и управления ими, обмен информацией, координация действий, антикризисное управление, разработка новых концепций и правил, совместные проекты).

В соответствии с международной⁴³ и внутренней практикой указанное **взаимодействие** может иметь следующие **формы**:

⁴³ Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 2002; Guidance on Information Sharing, IOSCO, 1998; Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures, IOSCO, 1996; Regulatory Cooperation on Emergencies: A Discussion Paper, IOSCO, 1996; Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market

-создание **совместных органов**, объединяющих представителей различных ведомств, саморегулируемых организаций и профессионального сообщества в структуре финансового мегарегулятора (целевые **рабочие группы (task forces)**, **межведомственные комиссии**, группы экспертов, постоянно действующие советы и т.д.; введение постоянно действующего механизма регулярных консультаций руководителей по вопросам текущей деятельности и политики);

-взаимное **согласование** действий, политики, относящейся к предупреждению и мониторингу рисков финансового кризиса, **ведение** их с учетом интересов других регуляторов;

-создание **общих концепций** и взглядов на модель предупреждения, мониторинга и урегулирования рисков финансовых кризисов в России; разработка совместной **документированной стратегии управления рисками финансовых кризисов**, принятой совместно финансовыми регуляторами / Правительством РФ

-введение постоянно действующей **системы раскрытия информации (“системы раннего предупреждения” – мониторинга рисков финансовых кризисов)**, к которой должен быть обеспечен доступ всех финансовых регуляторов,

-формирование **схем обмена информацией**, в том числе конфиденциальной, в случаях **а)** чрезвычайных ситуаций, прежде всего, нарастающего рыночного риска, возможности перевода рисков с одного рынка на другой, их взаимного усиления; **б)** манипулирования, инсайдерства, использования иных нечестных политик, увеличивающих риски финансовых кризисов; **в)** текущего информирования о подходах к регулированию, о планируемых изменениях в политике и правилах, об областях озабоченности, о предпринимаемых действиях, если они могут привести к накоплению нестабильности на финансовом рынке, и т.д.;

-**заключение** меморандума о взаимопонимании или договора о сотрудничестве, включающего все возможные формы совместной деятельности регуляторов (например, договора между Банком России и Федеральной службой по финансовым рынкам).

Целесообразным является принятие в качестве обычая делового оборота такой **формы взаимодействия**, широко используемой в международной практике, как создание **рабочих групп и комитетов** из представителей профессионального сообщества, финансовых регуляторов и независимых исследователей для подготовки **аналитических**

докладов по проблеме мониторинга, предупреждения и урегулирования рисков финансовых кризисов и разработки законодательных предложений, содействующих решению указанных проблем, **обобщений лучшей практики и рекомендаций**, которые могли бы быть приняты финансовыми регуляторами в их деятельности, обеспечивающей макрофинансовую устойчивость. Например, финансовый кризис августа 1998 г. не нашел своего аналитического обобщения и публичного обсуждения в совместных докладах финансовых регуляторов и профессионального сообщества.

Сотрудничество с иностранными регуляторами в области предупреждения и мониторинга рисков финансовых кризисов должно осуществляться **на системной основе** в рамках Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO), Международной ассоциации органов надзора по страхованию (IAIS):

-заключение меморандумов о взаимопонимании со значимой группой иностранных финансовых регуляторов, охватывающих ключевые финансовые рынки;

-подписание Многостороннего меморандума о взаимопонимании IOSCO (Multilateral Memorandum of Understanding).

Заключение

Современная финансовая история России демонстрирует высокие уровни рисков финансовых кризисов, приводящих к потерям значительной части активов страны, к резкому ухудшению социально-экономической ситуации.

В Национальном докладе представлены риски финансовых кризисов в России, их механизм и возможные сценарии, фундаментальные факторы, формирующие рыночные шоки. Сделан прогноз возникновения рыночных шоков и “специальных ситуаций” в 2008 – 2011 гг.

Предложен комплекс мер в рамках антикризисной политики государства, призванной внести значимый вклад в обеспечение социальной устойчивости общества, в поддержание условий для стабильного экономического роста и предупреждение потерь 10-30% финансовых активов страны.

Список использованных источников

Литература на русском языке

1. Агасандян Г.А. Финансовые пирамиды и проблема дефицита госбюджета - М.: Вычислительный центр РАН, 2003
2. Аникин А.В. О типологии финансовых кризисов //Вестник Моск. ун-та; Сер. 6: Экономика. - М., 2001. - N 4. - С. 43-54.
3. Бельчук А. Финансовые кризисы в Азии и России и страны СНГ //Мировая экономика и международные отношения.- М., 1999.- N 5.- С. 22-24.
4. Бобровников А. В. Процесс глобализации и природа кризисных потрясений 90-х годов //Латинская Америка.- М., 1999.- N 10.- С. 4-15.
5. Борисов С. М. Финансовый кризис и внешняя зависимость России //Деньги и кредит.-М., 1998. -N 10.- С. 37-49.
6. Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.: Госфиниздат, 1948.
7. Вавилов А. П. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. – М.: Институт финансовых исследований, Городец – издат, 2001.
8. Витин А. Рынок ценных бумаг и инвестиции: кризис и предпосылки его преодоления //Вопросы экономики.-М., 1998.-N 9.- С. 136-147.
9. Воронов А.К. Использование развивающимися странами механизма государственных заимствований в условиях кризиса мировой финансовой системы: (на опыте стран Латинской Америки и Юго-Восточной Азии) //Внешнеэкономический бюллетень. - М., 2001. - N 12. - С.31-37.
10. Голованов А., Звягин А. Предсказуемы ли финансовые кризисы? //Рынок ценных бумаг.-М., 1998.-N 7.- С. 10-13.
11. Гурвич Е. Формирование и использование стабилизационного фонда. – Вопросы экономики. – 2006 . - №4.
12. Давыдов В.М., Бобровников А.В., Теперман В. А. Латинская Америка и современный финансово- экономический кризис //Латинская Америка.-М., 1999.-N 5-6.- С. 11-33.
13. Димитриади А.Г. Модели финансовых пирамид, детерминированный подход. - М. Едиториал УРСС, 2002

14. Динкевич А. И., Игнацкая М.А. Восточная и Юго-Восточная Азия: финансово-экономический кризис и его последствия //Деньги и кредит.-М., 1999.-N 3.- С. 58-69; N 5.- С. 56-65.
15. Доронин И.Г. Международный финансовый кризис: причины и последствия //Деньги и кредит.- М., 1999.- N 2.- С. 34-39.
16. Евстигнеева Л.П., Евстигнеев Р.Н. Кризис: траектория преодоления //Мировая экономика и международные отношения.- М., 1999.- N 1.- С. 35-37.
17. Золотарева А., Дробышевский С., Синельников С., Кадочников П. Перспективы создания стабилизационного фонда в РФ. – М.: Институт экономики переходного периода. Научные труды № 27Р. Май 2001.
18. Карминский А.М., Пересецкий А.А. Моделирование вероятности дефолта российских банков с учетом макропараметров. – Управление финансовыми рисками. – 2005, №3
19. Катасонов В.Ю. Бегство капитала из России. – М.: АНК ИЛ, 2002. – 199 с.
20. Кризис финансовой системы России: основные факторы и экономическая политика /Институт экономических проблем переходного периода //Вопросы экономики.- М., 1998.-N 11.- С. 36-64.
21. Кудинова М.М. Российские и зарубежные рынки ценных бумаг: проблемы взаимодействия / Диссертация на соискание уч. степ. к.э.н. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2005
22. Малиевский Д., Бабенков А. Фондовый кризис и его влияние на взаимосвязь финансовых рынков //Рынок ценных бумаг.-М., 1998.-N 7.- С. 21-23.
23. Международный финансовый кризис: новый этап глобального экономического развития?:Материалы Ученого совета ИМЭМО РАН //Мировая экономика и международные отношения.- М., 1999.-N 4.- С. 5- 36; N 5.- С. 5-40.
24. Меньшиков С. Мировой кризис развивается и трансформируется //Проблемы теории и практики управления.- М., 1999.- N 2.- С. 38-43.
25. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ.- М.: Перспектива, 1995.
26. Миркин Я. М., Кудинова М. М. Будущая динамика российского рынка акций: взаимодействие с зарубежными рынками. "Рынок ценных бумаг", №11, 2006
27. Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.

28. Миркин Я.М. Антикризисное управление фондовым рынком // Рынок ценных бумаг. - 2000.- № 9.
29. Миркин Я.М. Восстановление фондового рынка невозможно без финансовой и денежной политики экономического роста //Рынок ценных бумаг.-М., 1999.- N 7.- С. 32-36; Банковские услуги.- М., 1999.- N 5-6.- С. 3-25; Банковское дело.- М., 1999.- N 7.- С. 18-21; N 8.- С. 22-25.
30. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.:Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002.
31. Мозиас П. Кризис финансовых рынков в развивающихся странах //Мировая экономика и международные отношения.-М., 1999.-N 1.- С. 38-47.
32. Морыженков В., Архипов С. Финансовый кризис в Юго-Восточной Азии: уроки для России //Рынок ценных бумаг.-М., 1998.-N 11.- С. 49-54.
33. Остапенко В. Великая депрессия в США и современный российский кризис:причины и пути преодоления / /Проблемы теории и практики управления.- М., 1998.-N 1.- С. 45-51.
34. Платежный баланс и финансовая политика: Сб. статей. – М.: Институт финансовых исследований, 2001.
35. Попов В. Уроки валютного и биржевого кризиса в странах Юго-Восточной Азии //Вопросы экономики.-М., 1997.- N 12.- С. 94-106.
36. Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. –М.: Институт экономики переходного периода,1999.
37. Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом “РЦБ”, 2000.
38. Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, 2002.
39. Российская торговая система и ее участники в период кризиса на фондовом рынке /В.Скворцов, М.Резников, А.Телятников // Финансист. -М., 1997.- N 12.- С. 37-39.
40. Россия - 2015: Оптимистический сценарий /Авт. кол.: Л.И.Абалкин, Э.Б.Алаев, А.И.Амосов и др.; Ред. кол.: Л.И.Абалкин, А.В.Захаров и др.- М.: Институт экономики РАН, Московская межбанковская валютная биржа, 1999.
41. Рот А., Захаров А., Б.Златкис, Миркин Я., Бернанд Р., Баренбойм П., Борн Б. Основы государственного регулирования финансового рынка. – М.: Нью-Йоркская фондовая

биржа, Московская межбанковская валютная биржа, Юридический дом “Юстицинформ”, 2003.

42. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002.
43. Рубцов Б. Реформа финансового сектора Республики Корея: опыт преодоления кризиса //Рынок ценных бумаг. – М., 2002. - Июнь. - N 11. - С.72-79.
44. Симонов В. В. Мировой фондовый кризис и российский рынок ценных бумаг //Деньги и кредит.-М., 1998.-N 1.- С. 42-46.
45. Системные проблемы России. Путь в XXI век. Стратегические проблемы и перспективы российской экономики / Отделение экономики Российской академии наук. – М.: Экономика, 1999.
46. Сорос Джордж. Кризис мирового капитализма. – М.: Инфра-М, 1999.
47. Трахтенберг И.А. Денежные кризисы. – М.: Издательство Академии наук СССР, 1963.

Иностранные источники

48. Akyüz Yilmaz, Boratav Korkut. The Making of the Turkish Financial Crisis – United Nations Conference on Trade and Development, No 158, 2002.
49. Baig T., Goldfain I. The Russian Default and the Contagion to Brazil. – Wash.: IMF, October 2000 – Working Paper WP/00/160. – 48 p.
50. Borensztein Eduardo R., Gelos R.Gaston. A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds. Working Paper WW/00/198. – International Monetary Fund, 2000.
51. Bodiroglu I., Erenay Z. A Pattern Recognition Model for Predicting a Financial Crisis in Turkey: Turkish Economic Stability Index. – Istanbul, Istanbul Technical University, Bogazici University, December 2006
52. Bordo M. Stock Market Crashes, Productivity Boom Busts and Recessions: Some Historical Evidence. – Rutgers University, 2003
53. Borensztein Eduardo R., Gelos R.Gaston. A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds. Working Paper WW/00/198. – International Monetary Fund, 2000.
54. Capital Flow Sustainability and Speculative Currency Attacks. – Wash.: IMF Finance & Development. – December 1997
55. Celasun O. The 1994 Currency Crisis in Turkey. – Wash.: The World Bank, April 1998
56. Chan N., Getmansky M., Haas S.M., Lo A.W. Systemic Risk and Hedge Funds. – NBER. – Working Paper 11200, March 2005.

57. Corsetti G., Pesenti P., Roubini N. The Role of Large Players in Currency Crises. – NBER. - Working Paper 8303, May 2001
58. Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets. Emerging Markets Committee of IOSCO. - International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 1999.
59. Davis Jeffrey, Ossowski Rolando, Daniel James, Barnett Steven. Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications. – Wash.: International Monetary Fund, Occasional Paper 205, 2001
60. De Bandt Oliver, Hartmann Philipp. Systemic Risk: A Survey. – European Central Bank. – Working Paper No 35. – November 2000.
61. Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability. March 23, 2000. – Wash.: International Monetary Fund, 2000
62. Demirgüç-Kunt Asli, Detragiache Enrica. Financial Liberalization and Financial Fragility. - World Bank, 1998.
63. Delisle Worrell, Hygenious Leon. Price Volatility and Financial Stability. Working Paper WW/01/60. – International Monetary Fund, 2001.
64. Domac Ilker, Peria Maria Soledad Martinez. Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link? - World Bank, 2000.
65. Crashes and Panics: the Lessons from History. Ed. By White Eugene N. – Homewood, Illinois: Business One Irwin, 1990.
66. Das Udaibir S., Quintyn Marc. Crisis Prevention and Crisis Management: the Role of Regulatory Governance. IMF Working Paper WP/02/163– Wash.: International Monetary Fund, 2002.
67. De Bandt Oliver, Hartmann Philipp. Systemic Risk: A Survey. – European Central Bank. – Working Paper No 35. – November 2000
68. Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability. March 23, 2000. – Wash.: International Monetary Fund, 2000
69. De La Torre A., Yeyati E.L., Schmukler S.L. Living and Dying with Hard Pegs. The Rise and Fall of Argentina'd Currency Board. – Wash.: World Bank, March 2003
70. Delisle Worrell, Hygenious Leon. Price Volatility and Financial Stability. Working Paper WW/01/60. – International Monetary Fund, 2001
71. Ekinci N.K., Erturk K. Turkish Currency Crisis of 2000 – 01, Revisited. Working Paper 2004 – 01.– NY.: Center for Economic Police Analysis, January 2004

72. Feldstein Martin. Self-Protection for Emerging Market Economies. Working Paper 6907. – National Bureau of Economic Research, 1999
73. Financial Risk Management in Emerging Markets, IOSCO, 1997
74. Guidance on Information Sharing. Report by the Technical Committee of IOSCO. - International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 1997.
75. Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies. - International Association of Insurance Supervisors (IAIS), 1997.
76. Insurance Core Principles and Methodology. – International Association of Insurance Supervisors (IAIS), 2003.
77. Kaminsky Graciela, Lyons Richard, Schmukler Sergio. Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets. – World Bank, 2002.
78. Kaminsky Graciela, Lyons Richard, Schmukler Sergio. Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview. – World Bank, 2000.
79. Kaufman George K., Scott Kenneth E. What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard Or Contribute to It? - The Independent Review, v. VII, n.3, Winter 2003
80. Kawai Masahiro, Newfarmer Richard, Schmukler Sergio. Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons. - World Bank, 2003.
81. Kindleberger Charles P. A Financial History of Western Europe. 2nd Edition. - New York: Oxford University Press, 1993.
82. Loungani Prakash, Mauro Paolo. Capital Flight from Russia. IMF Policy Discussion Paper. – Wash.: IMF, 2000.
83. Management of Bank's International Lending (Country Risk Analysis and Country Exposure Measurement and Control), Basle Committee on Banking Supervision, 1996.
84. McPherson Charles P. Petroleum Revenue Management in Developing Countries. - World Bank. Oil, Gas, Mining & Chemicals Conferences, Washington, October 23 2002
85. Measurement of Aggregate Market Risk, Bank for International Settlements, 1997.
86. Mirkin Yakov M. Importance of the European Capital Market for Russia / Handbuch Europäischer Kapitalmarkt. – Wiesbaden: Gabler, 2001. S. 469-486.
87. Mirkin Yakov M. Risks and Chances of Foreign Investors in the Russian Capital Market / Banken in globalen und regionalen Umbruchsituationen. – Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 1997. S. 149-162.

88. Mirkin Yakov M., Lebedeva Zoya A. Corporate Bond Market in Russia / Capital Market in the BRIC Economies – Hyderabad, India: The Icfai University Press, 2007. P.186 - 220
89. Mishkin Frederic S. Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. - Cambridge: NBER, 2001.- National Bureau of Economic Research Working Paper 8087.– 42 p.
90. Nadal-De Simone F., Sorsa P. A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s. – Wash.: IMF.- IMF Working Paper WP/99/52. – 1999.
91. Objectives and Principles of Securities Regulation. - International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2002.
92. Operational Risk Management, Basel Committee on Banking Supervision, 1998.
93. Principles for the Management of Credit Risk, Basel Committee on Banking Supervision, 1999
94. Principles for the Management of Interest Rate Risk, Basel Committee on Banking Supervision, 1997.
95. Quintyn Marc, Taylor Michael W. Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability. IMF Working Paper WP/02/46– Wash.: International Monetary Fund, 2002
96. Report on the Working Group on Highly Leveraged Institutions. – Financial Stability Forum, April 2000
97. Risk Concentrations Principles, Joint Forum- Basel Committee, IOSCO, IAIS, 1999.
98. Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998
99. Scott D. Practical Guide to Managing Systemic Financial Crises: A Review of Approaches Taken in Indonesia, the Republic of Korea, and Thailand. – Wash.: World Bank, May 2002. - Working Paper No.2843.
100. Securities Market Development. A Guide for Policy Makers. – Wash.: Economic Development Institute of the World Bank, May 1996.
101. Sundararajan V, Enoch Charles, San José Armida, Hilbers Paul, Krueger Russell, Moretti Marina, Slack Graham. Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices. April 8, 2002 - Washington: International Monetary Fund, 2002.
102. Tornell A. Common Fundamentals in the Tequila and Asian Crises. – NBER Working Paper No. 7139. – 1999.

103. Woodruff David. *Money Unmade. Barter and the Fate of Russian Capitalism.* – London: Cornell University Press, 1999.

Определения и классификации

Понятие финансово-кредитной сферы

Финансово-кредитная сфера – система, включающая:

-государственные и муниципальные финансы;

-корпоративные финансы;

-**финансовые рынки**, на которых происходит перераспределение временно свободных денежных ресурсов через финансовых посредников на основе использования финансовых инструментов (кредиты, лизинг, депозиты, валюта, ценные бумаги, страховые и пенсионные полисы, деривативы, структурированные финансовые продукты и др.), являющихся товаром на финансовом рынке. На финансовых рынках устанавливаются цены на финансовые активы, товарами становятся предприятия реальной экономики, покупается и продается контроль за бизнесом, торгуются (перераспределяются между участниками рынка) риски инвестиций.

Структура финансово-кредитной сферы

Экономическая структура финансово-кредитной сферы. Финансово – кредитная сфера включает в себя ряд рынков:

-денежный рынок

-рынок краткосрочных кредитов;

-рынок краткосрочных депозитов;

-рынок краткосрочных ценных бумаг;

-валютный рынок;

-рынок репо;

-рынок краткосрочных деривативов и др.;

-рынок капиталов

-рынок средне- и долгосрочных кредитов;

-рынок средне- и долгосрочных депозитов;

-рынок средне- и долгосрочных ценных бумаг;

-рынок инвестиционных, благотворительных и других фондов;

- страховой рынок;
- пенсионный рынок;
- рынок средне- и долгосрочных деривативов;
- рынок структурированных финансовых продуктов и др.

Организационная структура финансово-кредитной сферы. В деловом обороте под финансово-кредитной сферой понимается **система институтов**, из которых она состоит:

-**участники** финансово-кредитных отношений – заемщики / эмитенты и кредиторы / инвесторы (розничные и крупные, институциональные);

-**финансовые посредники** – коммерческие, сберегательные и ипотечные банки, банки развития, небанковские кредитные организации, брокерско – дилерские и управляющие компании (инвестиционные банки, в РФ - профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензии на брокерскую и дилерскую деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами), лизинговые и другие финансовые компании, институциональные инвесторы (страховые компании, пенсионные, благотворительные, инвестиционные, хеджевые и иные фонды) и др.;

-**институционально организованные рынки** (фондовые биржи, внебиржевые торговые системы);

-**рыночная инфраструктура** (рейтинговые агентства депозитарии, регистраторы, расчетно-клиринговые организации, системы раскрытия информации), механизм взаимодействия между ними (сделки, технологии рынка);

-**система регулирования финансово-кредитной сферы**

-**монетарные власти** (в Российской Федерации – Банк России);

-**финансовые регуляторы** (в Российской Федерации – Министерство финансов РФ, Банк России, Федеральная служба по финансовым рынкам и др.);

-**саморегулируемые организации**;

-**законодательная инфраструктура** и профессиональные стандарты.

Структура государственных финансов

В структуру государственных финансов входят:

-**консолидированный бюджет** (бюджет расширенного правительства);

-**государственные внебюджетные фонды** (стабилизационные, инвестиционные, будущих поколений);

-**золотовалютные резервы центрального банка.**

Виды финансовой политики государства

К видам финансовой политики государства относятся:

-**бюджетная политика** (включая политику государственных доходов и расходов, политику государственного долга);

-**денежно-кредитная политика** (монетизация, инфляция, насыщенность кредитами экономики, управление ликвидностью и устойчивостью финансового сектора);

-**процентная политика** (регулирование уровня процента в экономике);

-**валютная политика** (валютный режим, установление валютного курса);

-**политика платежного баланса / счета капиталов** (режим счета текущих операций / счета капиталов, состояние платежного баланса / счета капиталов).

Классификация финансовых рисков

Кредитный риск (по ценной бумагам, кредитам и другим долговым обязательствам) — риск неуплаты заемщиком (эмитентом) основного долга и процентов/дивидендов по привилегированным акциям, причитающихся кредитору (инвестору) в установленный условиями долгового обязательства срок, а также риск контрагента при расчетах по ценной бумаге. Кредитный риск наступает по кредитам и по долговым ценным бумагам (облигации, депозитные и сберегательные сертификаты, векселя, государственные обязательства и др.); по привилегированным акциям (в части фиксированных обязательств по выплате дивидендов); по расчетам по ценным бумагам (например, невыполнение обязательств по поставкам ценной бумаги при том, что ее оплата уже произведена); по обязательствам по производным финансовым инструментам. Кредитный риск относится к неплатежеспособности заемщика как по основной сумме долга, так и по процентам

Риск ликвидности - риск неспособности покрыть текущие финансовые обязательства в связи с замораживанием значительной части активов в неликвидной форме и невозможностью превратить их в денежные средства. Вызывается несоответствием сроков

исполнения обязательств по возврату привлеченных денежных средств и сроков превращения активов в денежную форму

Процентный риск - риск ухудшения финансового положения брокера-дилера, банка или иного финансового института в результате неблагоприятных изменений рыночных процентных ставок. Например, процентный риск по ценным бумагам включает риск переоценки, возникающий из-за разрыва в срочности активов и пассивов (при фиксированных ставках), а также из-за несимметричной переоценки при разных видах применяемой ставки (плавающей либо фиксированной) по активам финансового института, с одной стороны, и по обязательствам — с другой. Процентный риск при дисбалансе активов, обязательств и забалансовых статей с фиксированной и плавающей процентными ставками наступает в случае, если: а) активы с фиксированной процентной ставкой покрываются обязательствами с плавающей процентной ставкой, и при росте последней финансовый институт будет нести убытки (сокращение процентного дохода или даже получение убытка, когда суммы уплаченных процентов выше сумм процентов полученных); б) активы с плавающей процентной ставкой покрываются обязательствами с фиксированной процентной ставкой, и при снижении процентной ставки наступает процентный риск, и финансовый институт будет нести убытки. Существуют и иные ситуации, в которых наступает процентный риск.

Валютный риск - риск потерь в связи с изменением обменного курса одной валюты по отношению к другой

Рыночный риск - риск возникновения у инвестора потерь (убытков) вследствие изменения рыночной стоимости торгового портфеля, представляющего собой совокупность ценных бумаг и других финансовых инструментов, кот. имеют рыночную стоимость и приобретены финансовым институтом с целью дальнейшей перепродажи, включая инструменты типа РЕПО

Определение системных рисков финансово-кредитной сферы

Системный риск⁴⁴ - риск потерь, связанных с неблагоприятными изменениями на рынке в целом, вызванных:

-“эффектом домино” на финансовом рынке,

-в случае, если кризис одного или группы финансовых институтов / компаний реального сектора, кризис сегмента рынка или системы расчетов передается в расширяющемся объеме, через пересекающиеся обязательства, на другие группы финансовых институтов / компаний реального сектора, сегменты рынка и системы расчетов, постепенно охватывая всё расширяющуюся область рынка;

-в случае, если кризис финансового рынка одной страны или группы стран передается на другую страну (Российскую Федерацию)

-кризисом доверия среди инвесторов, создающим ситуацию общей неликвидности на рынке.

В основе приведенного определения – **общепринятая концепция системного риска**, сложившаяся в отеческой и международной исследовательской практике (таблица 1).

Таблица 1 - Определения системного риска, основанные на зарубежной и отечественной исследовательской практике

Kaufman George K., Scott Kenneth E. What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard Or Contribute to It? The Independent Review, v. VII, n.3, Winter 2003, PP. 371 - 372	Системный риск является риском (вероятностью) разрушений в системе в целом, в отличие от разрушения ее индивидуальных частей и компонентов, и проявляется в совместных изменениях (корреляциях) большей части или всех ее элементов. Таким образом, системный риск в банковской сфере проявляется в высокой корреляции и концентрации кризисных состояний банков в одной стране, в группе стран или во всем мире. Системный риск может проявиться также в других сегментах финансового сектора – например, на рынке ценных бумаг (одновременные падения курсов большого числа ценных бумаг на одном или нескольких рынках в одной стране или во многих странах). Системный риск может носить внутренний (национальный) или международный характер
OECD Glossary, European Central Bank Glossary	Системный риск – риск того, что неспособность одного финансового института выполнить свои обязательства в срок приведет к неспособности выполнения своих обязательств другими финансовыми институтами, что, в свою очередь, вызовет значительные проблемы с ликвидностью или возвратом кредитов, угрожающие стабильности и ликвидности рынков
National Futures Association Glossary, USA	Системный риск - риск прекращения функционирования финансового рынка в целом или же его неэффективного функционирования (www.nfa.futures.org)

⁴⁴ Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998

U.S. Commodity Futures Trading Commission Glossary	Системный риск – риск того, что дефолт одного из участников рынка приведет к аналогичным последствиям для других участников в силу их сильной взаимозависимости, являющейся одной из основ финансового рынка. Например, дефолт клиента А на рынке Х приведет к невозможности выполнения обязательств финансовым посредником В на рынках Х, Y и Z (www.cfts.gov)
Reuters Financial Glossary	Системный риск – риск неблагоприятных изменений в финансовой системе в целом (www.glossary.reuters.com)
De Bandt Oliver, Hartmann Philipp. Systemic Risk: A Survey. – European Central Bank. – Working Paper No 35. – November 2000. – PP. 10 -12	Системный риск – риск того, что наступят события системного значения, имеющие сильное воздействие. События системного значения в узком смысле – это негативное событие, касающееся одного финансового института, или падение одного сегмента финансового рынка, которое ведет к последовательному ряду неблагоприятных эффектов относительно одного или нескольких финансовых институтов и / или рынков, к их крахам... События системного значения в широком смысле... включают, кроме указанных моментов, одновременные негативные эффекты, затрагивающие значительное число финансовых институтов или рынков в качестве последствий резких и объемных (“системных”) шоков
Википедия (Wikipedia)	Системный риск характеризует вероятность коллапса финансовой системы, например, краха рынка акций или разрушения банковской системы в целом (www.en.wikipedia.org)
Chan N., Getmansky M., Haas S.M., Lo A.W. Systemic Risk and Hedge Funds. – NBER. – Working Paper 11200. March 2005. – P.1	Термином “системный риск” обычно характеризуют вероятность серии взаимно коррелированных дефолтов финансовых институтов – в типичном случае банков – наступающей в течение короткого промежутка времени и вызванной однократным крупным событием
Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006	Системный риск - риск потерь в связи с тем, что неплатежи одного или нескольких крупнейших заемщиков банков, находящихся в неудовлетворительном финансовом состоянии, вызовут эффект “домино” и приведут к возникновению цепочки неплатежей, ставящей под угрозу всю банковскую систему. В области расчетов — возможность возникновения ситуации, когда неспособность одного из участников клирингового соглашения осуществлять расчеты в его рамках или в целом на финансовом рынке повлечет за собой невозможность других участников этой клиринговой группы должным образом выполнить свои обязательства перед клиентами или другими банками. Объемы взаиморасчетных операций между участниками клирингового соглашения прямо влияют на уровень системного риска, связанного с этим конкретным соглашением. Высокий системный риск обычно связан с негосударственными системами, обслуживающими крупные платежи и переводы ценных бумаг. Неблагоприятный исход таких операций может повлечь за собой значительные проблемы, связанные с ликвидностью и кредитоспособностью, и в результате привести к угрозе стабильности финансовых рынков

Риски финансовых кризисов

Системные риски финансово-кредитной сферы могут иметь следующую классификацию:

-системные риски краткосрочных колебаний курсов валют, ценных бумаг, процента, деривативов, темпов инфляции, ликвидности, доходов и расходов, формируемых в финансово-кредитной сфере, ведущих к наступлению краткосрочных массовых убытков государства, домашних хозяйств, корпоративного сектора, финансовых институтов и других участников финансового оборота. Краткосрочное влияние, которое оказывают указанные риски, ограничивается **величиной нескольких процентов реальных и финансовых активов**, не приводит к существенным нарушениям в экономической активности и в имущественном потенциале домашних хозяйств, государства и корпоративного сектора;

-средне- и долгосрочные системные риски (риски финансовых кризисов). В этом случае наступление системных рисков затрагивает **значительную (в несколько десятков процентов) часть финансовых и реальных активов**, сказывается в среднесрочном плане на экономической активности в стране и на динамике благосостояния населения. Системные риски не полностью абсорбируются финансовыми резервами, существующими в государственном и корпоративном секторах, в домашних хозяйствах; не поглощаются мерами финансовой политики государства по настройке финансово-кредитной сферы на устойчивое развитие и содействие устойчивому экономическому росту

Анализ нарушений финансовой стабильности в 1970 – 2007 гг. дает возможность определить **риски финансовых кризисов как системные риски**:

-одновременно **охватывающие** финансовый сектор, финансовые рынки, денежное обращение и кредит, международные финансы, государственные, муниципальные и корпоративные финансы;

-**оказывающие** средне- и долгосрочное негативное воздействие на экономическую активность в стране и на динамику благосостояния населения;

-проявляющиеся:

-в финансовом секторе и на финансовых рынках – резкий рост процента, все повышающаяся доля проблемных банков и небанковских финансовых институтов, проблемных долгов, существенное сокращение кредитов,

предоставляемых экономике и домашним хозяйствам, цепные банкротства, переход к убыточной модели банковской и другой финансовой деятельности, преобладание спекулятивной над инвестиционной финансовой деятельностью, масштабное падение курсов ценных бумаг, задержки расчетов с нарастающим коллапсом платежной системы, возникновение массовых убытков на рынке деривативов, прекращение ликвидности финансовых рынков и финансовых институтов с эффектом “домино”, банковская паника;

-в международных финансах - неконтролируемое падение курса национальной валюты, массовая утечка капиталов из страны, неуправляемое нарастание внешнего долга и просроченных платежей государства и коммерческих организаций, передача системного риска на международный рынок и финансовые рынки других стран;

-в области денежного обращения – резкий неуправляемый рост цен с переходом в хроническую инфляцию, бегство от национальной валюты, стремительное внедрение во внутреннее твердой иностранной валюты, массовое появление суррогатов денег;

-в области государственных финансов – резкое падение величины золотовалютных резервов и государственных стабилизационных фондов, возникновение дефицита или обострение дефицитности бюджета, привнесенной кризисом, быстрое сокращение собираемости налогов, падение бюджетного финансирования государственных расходов, неуправляемое нарастание внутреннего государственного долга.

В центре Доклада – **риски финансового кризиса**, проявляющегося не только и не столько в кризисах на отдельных сегментах финансового рынка, сколько в **системном расстройстве сферы финансов, денег и кредита**, имеющем масштабные негативные последствия в экономической, политической и социальной сферах.

Классические определения рисков финансовых кризисов

В отечественной научной традиции **финансовые кризисы** терминологически понимаются как **денежно-кредитные кризисы** (Э.Я.Брегель) или **денежные кризисы**

(И.А.Трахтенберг). По мнению Э.Я.Брегеля⁴⁵ (классик финансовой науки) “**денежно-кредитные кризисы**... представляют собой необходимую форму проявления, симптом и предвестник промышленных кризисов”. Их сущность - в “насильственной ликвидации большей части кредитных обязательств, резком сокращении кредита и приведении непомерно разбухшей кредитной надстройки в некоторое соответствие с производственным базисом”. Главнейшие проявления кризисов, по версии Э.Я.Брегеля:

-в сфере коммерческого кредита – “в насильственной ликвидации старых долговых обязательств путем массовых банкротств должников... в почти полном прекращении продажи товаров в кредит”;

-в сфере “банкирского” кредита – в “замораживании” банковских активов (превращении большей части ссуд и инвестиций в неликвидные статьи), в насильственной ликвидации части банковских кредитов, в остром недостатке ссудного капитала и резком повышении нормы процента, в массовом изъятии вкладов из банков, в массовых крахах банков;

-на фондовой бирже – в резком падении курсов ценных бумаг, в значительном сокращении их эмиссии;

-в сфере международного кредита – во внезапном разрыве международных кредитных связей, в резкой пассивности платежных балансов, в значительном сокращении экспорта капитала.

И.А.Трахтенберг отмечал, что “денежный кризис является кризисом денежно-кредитной системы... Денежные кризисы суть не что иное, как проявление в кредитно-денежной сфере экономического кризиса”.⁴⁶

Определения рисков финансовых кризисов, вытекающие из анализа кризисных состояний в 1970 – 2007 гг.

Особенность **системных рисков** заключается в том, что они возникают в **одном звене** финансового рынка, распространяясь затем на **другие его звенья**, вызывая – в наиболее острых ситуациях – **коллапс всей финансовой системы**.

Соответственно, **классификация рисков финансовых кризисов (как системных рисков)** имеет следующий вид:

⁴⁵ Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.: Госфиниздат, 1948. – С.277 - 287

⁴⁶ И.А. Трахтенберг И.А. Денежные кризисы. – М.: Издательство Академии наук СССР, 1963.- С.16, 25

-риски фондовых кризисов - рыночных шоков на рынке ценных бумаг (масштабные падения курсов ценных бумаг, перерывы ликвидности рынка, резкий рост процента), приводящих к дальнейшему **разрастанию кризисных явлений в полномасштабный финансовый кризис**. Могут быть связаны с “мыльными пузырями”, спекулятивной игрой на повышение – понижение, с движением цен на фондовые ценности за пределы, установленные рыночной стоимостью бизнеса, которую они выражают;

- **риски долговых кризисов**, являющихся начальной **причиной финансовых кризисов** (финансовая ситуация, при которой группа крупнейших заемщиков (например, стран, если речь идет о международном долговом кризисе, или крупнейших коммерческих и инвестиционных банков), оказывается не в состоянии платить по долгам и / или формирует убытки, приводящие их на грань дефолтов; крупнейший международный кризис задолженности разразился в 80-х гг. XX века (долговая несостоятельность большой группы развивающихся стран в погашении кредитов, полученных из стран с высоким уровнем доходов);

-риски валютных кризисов, формирующие нарастающие кризисные явления на других сегментах финансового рынка (резкие изменения курса одной валюты по отношению к другим, ведущие к значимому реструктурированию системы экономических интересов в международных финансах и во внутренней экономике и сфере финансов стран, затронутых валютным кризисом, кризисы платежного баланса);

-риски банковских кризисов (кризисы банковского сектора, основанные на эффекте “домино”, при которых накопление проблемных активов в ограниченном числе банков и прекращение их платежеспособности приводит к банковской панике, к массовому изъятию вкладов, к резкому сокращению кредитования банками друг друга и т.п. и – на фоне развивающегося кризиса недоверия – начинается массовая приостановка платежей банками с последующим коллапсом платежной системы и финансовых рынков);

-риски кризисов ликвидности (острая, наступающая в короткое время неспособность производить платежи в связи с наступлением риска ликвидности, отрицательным финансовым состоянием. На макроэкономическом уровне — расстройство платежной системы, наступление состояния неликвидности у банков, составляющих ее основу, острая нехватка денежных средств в экономике для поддержания бесперебойных расчетов в хозяйстве).

Перерастание одних системных рисков в другие: эффект “домино”

Каждый из этих кризисов, который может произойти на фоне относительно благополучного состояния других сегментов сферы финансов, денег и кредита, может стать **“спусковым механизмом”**, переводящим локальные кризисные явления в масштабный финансовый кризис. “Валютные кризисы могут вызывать банковские. Быстрое истощение валютных резервов в рамках режима фиксированного валютного курса может подвигать центральный банк к сокращению денежной массы, к сокращению денежных агрегатов, с инициацией тем самым банковского кризиса... ..Банковские кризисы могут становиться причиной валютных. Когда инвесторы становятся уверены в неизбежности банковского кризиса, это заставляет их пересматривать свои портфели, заменяя активы в национальной валюте на иностранные активы. Когда центральные банки передают ликвидность в банковскую систему, чтобы поддержать на плаву проблемные банки, созданные излишние деньги могут иницировать валютную спекуляцию и оказать давление на валютные резервы”.⁴⁷

Другие используемые определения и понятия

Режим фиксированного валютного курса - валютный режим, в рамках которого валютный курс национальной валюты жестко фиксируется по отношению к иностранной валюте или к корзине национальных валют. Жесткие пропорции обмена национальной валюты на другие, не меняющиеся со временем и не зависящие от динамики курсов иностранных валют, устанавливаются при административном, нерыночном регулировании валютного курса в командных экономиках. При этом складывается параллельный черный рынок иностранной валюты, на кот. выявляется истинная, рыночная цена национальной валюты, выраженная в иностранных денежных единицах. Разновидностями фиксированного валютного курса в экономиках, имеющих рыночные начала, являются: режим **валютного совета** (см.); **валютный режим**, в рамках которого национальная валюта привязывается к другой иностранной валюте или к корзине валют в пределах коридора, удерживаемого операциями центрального банка и адекватной этому коридору экономической и финансовой политикой государства

⁴⁷ Kawai Masahiro, Newfarmer Richard, Schmukler Sergio. Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons. - World Bank, 2003. – P.3

Валютный совет - валютный режим, при котором национальная валюта жестко привязывается к одной из свободно конвертируемых валют (напр., к доллару США, евро, фунту стерлингов) и она рассматривается как валюта-якорь. Валютный совет выполняет функцию эмиссии денег в наличной и безналичной формах. Других функций центрального банка валютный совет не осуществляет. Он эмитирует национальную валюту путем покупки на нее по жестко фиксированному курсу валюты-якоря (напр., из экспортных поступлений), вкладывая затем приобретенную иностранную валюту в ликвидные ценные бумаги, номинированные в ней (процент по ним используется на финансирование расходов на выпуск национальной валюты и работу валютного совета). При этом валютный совет принимает на себя обязательства немедленной покупки национальной валюты на иностранную по жестко фиксированному курсу, обеспечивая ее полную конвертируемость. Соответственно выпуск национальной валюты в обращение осуществляется исключительно в пределах поступления валюты-якоря в экономику, что позволяет национальной валюте жестко следовать в своей ценовой динамике за валютой-якорем. В 1990-е гг. валютный совет использовался в небольших открытых экономиках как инструмент стабилизации денежного обращения и финансов страны (Аргентина, Болгария, Босния, Литва, Эстония). С начала 1990-х гг. концепция валютного совета неоднократно предлагалась для использования в России, с прогнозируемыми проблемными последствиями

Секьюритизация - процесс трансформации ссуд и других видов дебиторской задолженности в ценные бумаги. С этой целью, например, ссуды с одними и теми же (стандартными) условиями объединяются в пакет, и на этой основе выпускаются долговые ценные бумаги, обеспечением которых служат основные суммы ссуд и проценты, взимаемые по ним. Другим подходом, используемым в секьюритизации, является замещение контрактов с индивидуальными условиями (например, проблемных ссуд в активе баланса банка) на обращающиеся контракты со стандартными условиями (напр., облигации, векселя), с тем, чтобы сделать эти активы ликвидными, способными к продаже и превращению, в конечном итоге в “живые” деньги. Пример из российской практики — выпуск облигаций внутреннего валютного займа (замещение облигациями проблемных обязательств Внешэкономбанка). Еще один пример — продажа долговых активов (ссуд, ипотек, дебиторской задолженности и т.п.) третьей стороне, совершающей платеж за эти

активы специально выпущенными долговыми ценными бумагами, которые в дальнейшем обслуживаются (выплата процента) и погашаются за счет доходов, генерируемых пулом проданных третьей стороне активов.

Дериватив, производный инструмент, срочный инструмент - обращающийся контракт, дающий право на покупку или продажу лежащего в его основе актива [товарного, финансового] или денежного потока. К деривативам относятся форварды, фьючерсы, опционы, свопы и их комбинации. Рыночная цена дериватива зависит от рыночной стоимости актива, лежащего в его базисе. Деривативы признаются и являются широко распространенными финансовыми инструментами, используемыми для управления рисками, спекуляции и арбитража

РЕПО - соглашение об обратной покупке (ценных бумаг) (сделка по продаже ценных бумаг, одновременно включающая соглашение о покупке тех же самых ценных бумаг по оговоренной цене и в оговоренный срок)

Хедж-фонд - инвестиционный фонд, операции которого характеризуются высоким риском. Ориентирован на спекулятивные цели, сверхвысокую доходность, активно работает на формирующихся рынках. На хедж-фонды государством наложены существенно меньшие ограничения в сравнении с другими институтами коллективного инвестирования. Обычно не регистрируются финансовым регулятором и не несут обязанностей по раскрытию информации. Обычно являются партнерствами, имеющими генерального партнера - управляющего фондом. Широко используют деривативы и количественные методы для сложных арбитражных и спекулятивных стратегий, сочетающих длинные и короткие позиции в различных классах финансовых инструментов, для игры на глобальных рынках. Заимствуют средства с высоким кредитным рычагом (до 10:1) к капиталам инвесторов. Вознаграждения управляющих - до 20% прибылей

Приложение 2

Механизм финансового кризиса и посткризисные последствия в России 1997 – 1998 гг.

Во втором квартале 1998 г. впервые за время существования рынка ГКО – ОФЗ возникло **отрицательное сальдо** чистого привлечения средств за счет ГКО – ОФЗ (привлечение – погашение – расходы на обслуживание (дисконт, купон) и, соответственно, стала очевидной необходимость его реального покрытия за счет средств федерального бюджета (см. **таблицу 1**). Минфином России ситуация характеризовалась как “ухудшение сальдо текущих операций”, и, как следствие, “быстрый уход международного финансового капитала с российского финансового рынка, что спровоцировало падение стоимости государственных ценных бумаг, возрастание давления на курс рубля”, “практически полное отсутствие спроса и отток средств с рынка государственных ценных бумаг”, “невозможность осуществления платежей по погашению основного долга и расходам по обслуживанию государственного внутреннего долга при полном отсутствии поступлений в федеральный бюджет за счет размещения государственных ценных бумаг как на внутреннем, так и на внешнем рынках”.⁴⁸

Таблица 1* - Денежные потоки между бюджетом и рынком ГКО-ОФЗ в 1998 г.

Показатели, млрд. руб.	01. 98	02.98	03. 98	04. 98	05. 98	06. 98	07.98	08. 98
Привлечение средств бюджетом от размещения ГКО - ОФЗ	25.21	30.90	39.73	35.00	26.55	20.27	13.34	2.71
Погашение бюджетом ГКО-ОФЗ	25.04	28.87	36.40	33.16	28.96	30.51	35.96	9.97
Разница между привлечением и погашением средств бюджетом от ГКО-ОФЗ	+0.17	+2.03	+3.33	+1.84	-2.41	-10.24	-22.62	-7.26

*Статистическое приложение к Отчету Банка России за 1998 год, табл. 34.

В начале августа 1998 г. был очевиден **масштабный дефицит средств на погашение и обслуживание ГКО – ОФЗ** в предстоящие до конца 1998 г. месяцы.⁴⁹ Ситуация однозначно квалифицировалась как долговой кризис, как состояние

⁴⁸ Об итогах работы Министерства финансов Российской Федерации в 1998 году (информационное сообщение размещено на сайте Минфина РФ в Интернете).

⁴⁹ Вавилов А.П. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. – М.: Институт финансовых исследований, Городец – издат, 2001. – С. 47.

неплатежеспособности Правительства РФ по погашению внутреннего государственного долга. В итоге, Правительством РФ было принято решение об отказе от совершения денежных платежей в погашение и обслуживание ГКО – ОФЗ, выпущенных до 17 августа 1998 г., а также о реструктурировании ГКО-ОФЗ на худших условиях. ГКО – ОФЗ утратили ликвидность, были прекращены операции с ними на вторичном рынке (на ММВБ). Одновременно были введены ограничения на валютнообменные операции нерезидентов капитального характера с тем, чтобы предотвратить краткосрочный вывод валютных средств из России, запрещены для нерезидентов Российской Федерации вложения средств в рублевые активы со сроком погашения до 1 года включительно, объявлен мораторий сроком на 90 дней на осуществление выплат по возврату финансовых кредитов, полученных от нерезидентов Российской Федерации, на выплаты по срочным валютным контрактам и др.⁵⁰

Объективной причиной неплатежеспособности Правительства РФ, не зависящей от его действий, стала отрицательная динамика цен на основные экспортные товары в 1997 – 1998 гг., в т.ч. на нефть (**таблица 2**). В первом полугодии 1998 г. цены на нефть резко упали. Как следствие, в первом полугодии 1998 г. резко сократилась валютная выручка и ухудшился торговый и, соответственно, платежный балансы России (см. **таблица 3**) (с усилением давления на валютный курс рубля, валютные резервы, содействием оттоку иностранных капиталов).

Таблица 2* - Динамика мировых цен на нефть в 1997 – 1998 гг.

Годы	Янв.	Февр.	Март	Апр.	Май	Июнь	Июль	Авг.	Сент.	Окт.	Нояб.	Декаб.
1997	23.05	20.92	19.16	17.85	18.54	17.38	17.48	17.96	17.96	18.88	18.08	16.16
1998	14.55	13.41	12.36	12.85	12.66	11.67	11.56	11.34	12.78	12.12	10.99	9.39

*Используются текущие (не дефлированные) цены “Refiner Acquisition Cost of Imported Crude Oil” за 1997 – 1998 г. г., в долл. за баррель, данные на конец периода, опубликованы Energy Information Administration, United States на официальном сайте www.eia.doe.gov в докладе “World Oil Market and Oil Price Chronologies: 1970-1999”.

Второй объективной причиной неплатежеспособности Правительства РФ, не зависящей от его действий, был **азиатский финансовый кризис** октября 1997 г. и, как следствие, сокращение объема денежных ресурсов, направляемых международными инвесторами на формирующиеся рынки ценных бумаг (emerging markets), включая Россию. Доля нерезидентов на рынке государственных ценных бумаг составляла в первом

⁵⁰ Совместное заявление Правительства РФ и Банка России от 17 августа 1998 г., постановление Правительства РФ от 17 августа 1998 г. “Об организации работы по погашению отдельных видов

полугодии 1998 г. не менее 30%.⁵¹ Доля нерезидентов на рынке акций, по оценке, - более 60 - 65%.

Таблица 3* - Динамика состояния торгового баланса и счета текущих операций России в 1997 – первом полугодии 1998 гг.

Показатели		1997				1998	
		1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.
1	Экспорт	21154	20654	21715	25153	18617	18846
2	Импорт	-15136	-17147	-18292	-20775	-17709	-17262
3	Торговый баланс (1+2)	6018	3507	3423	4377	908	1584
4	Баланс услуг	-1030	-1155	-1513	-1500	-1045	-1293
5	Баланс оплаты труда	-70	-77	-103	-93	-89	-71
6	Баланс инвестиционных доходов (проценты, дивиденды)	-1118	-2151	-2701	-2111	-1142	-3663
7	Баланс текущих трансфертов	-1	-118	-96	-146	-139	-144
8	Счет текущих операций (3+4+5+6+7)	3798	6	-990	528	-1508	-3587

*Платежные балансы Российской Федерации за 1997 и 1998 гг. (Годовой отчет Банка России за 1997 г., статистическое приложение, табл. 14; Годовой отчет Банка России за 1998 г., статистическое приложение, табл. 15)

Таблица 4 показывает падение фондовых индексов, характеризующее повсеместное снижение иностранных инвестиций на ключевых формирующихся рынках, в том числе в России, с октября 1997 г. по июль 1998 г. С другой стороны, **таблица 5** показывает повсеместный подъем в 1997 – июле 1998 гг. развитых фондовых рынков, вызванный притоком новых денежных ресурсов. На эти рынки были перераспределены в ходе кризиса инвестиции, которые ранее направлялись на формирующиеся рынки, включая Россию.

Таблица 4* - Динамика фондовых индексов рынков ценных бумаг России, стран Азии и Латинской Америки в июле 1997 – июле 1998 гг.

Период	Формирующиеся и развитые рынки ценных бумаг стран Азии								Формирующиеся рынки ценных бумаг стран Латинской Америки				Россия
	Индонезия	Малайзия	Таиланд	Филиппины	Гонконг	Сингапур	Корея	Индия	Бразилия	Венесуэла	Мексика	Чили	
июль 1997	609	342	221	389	7120	2249	113	131	1239	246	1286	985	457
август 1997	362	238	148	283	6170	2053	110	117	1047	243	1188	933	433
сентябрь 1997	387	220	156	255	6545	2129	99	119	1159	269	1356	942	466
октябрь 1997	330	174	109	222	4639	1719	68	115	879	240	1100	846	399
ноябрь 1997	251	137	95	221	4561	1874	51	102	905	220	1205	783	314

государственных ценных бумаг”, Указание Банка России от 17 августа 1998 г. № 316/1–У “О приостановлении отдельных видов операций с ГКО – ОФЗ” и др.

⁵¹ В “Программе стабилизации экономики и финансов”, одобренной на расширенном заседании Правительства РФ 23 июня 1998 г., отмечалось (раздел 2), что “с конца 1996 года на рынок государственных ценных бумаг были допущены нерезиденты и к концу 1997 г. их доля на рынке возросла до 30%. Это был главный фактор, благодаря которому в течение прошлого года удалось значительно снизить доходность ГКО и процентные ставки в экономике. Однако, когда ситуация на мировых финансовых рынках стала ухудшаться, привлеченные в Россию “горячие деньги” стали серьезным дестабилизирующим фактором”.

декабрь 1997	163	135	73	200	4609	1733	35	104	984	219	1304	770	382
январь 1998	107	119	92	197	3951	1421	60	93	899	187	1120	656	268
февраль 1998	123	179	122	243	4717	1785	56	103	968	182	1158	722	314
март 1998	145	175	115	257	4603	1766	56	110	1048	198	1221	770	332
апрель 1998	127	148	105	234	4100	1650	54	113	1002	154	1248	716	324
май 1998	83	121	75	230	3524	1360	40	99	844	152	1076	649	196
июнь 1998	68	94	56	190	3321	1185	36	86	811	116	1005	594	154
июль 1998	87	84	58	175	3059	1171	48	85	881	113	990	630	157

*Страновые фондовые индексы, рассчитываемые по рынкам акций компанией MSCI, на основе цен на акции, номинированных в долларах, данные на конец периода, публикуемые на сайте MSCI в Интернете.

Таблица 5* - Динамика фондовых индексов развитых рынков ценных бумаг Европы и США в июле 1997 – июле 1998 гг.

Период	Крупные развитые рынки ценных бумаг					Рынки ценных бумаг небольших индустриальных стран Европы									
	США	Германия	Франция	Великобритания	Италия	Австрия	Бельгия	Греция	Дания	Испания	Ирландия	Нидерланды	Финляндия	Швейцария	Швеция
июл.97	912	1168	884	993	270	943	1087	343	1620	250	303	1907	219	2108	2896
авг.97	857	1051	816	974	262	884	1004	338	1539	244	303	1717	200	1911	2736
сен.97	901	1131	902	1056	300	949	1060	388	1715	279	312	1865	237	2105	3060
окт.97	875	1051	841	1014	281	926	1051	333	1638	252	306	1781	220	2091	2751
ноя.97	916	1087	858	1016	288	863	1059	325	1655	266	303	1764	209	2155	2812
дек.97	929	1131	887	1052	309	922	1081	320	1794	273	315	1805	197	2274	2713
январь.98	940	1164	918	1101	337	952	1120	297	1799	294	336	1820	213	2360	2781
фев.98	1005	1237	994	1175	350	1019	1171	306	1840	331	373	2003	252	2582	3040
март.98	1056	1319	1104	1234	419	1070	1268	394	2057	375	387	2064	263	2636	3250
апр.98	1067	1367	1139	1234	410	1160	1352	498	1969	386	418	2132	311	2621	3407
май.98	1044	1475	1197	1186	431	1225	1432	501	2022	388	399	2241	306	2732	3508
июнь.98	1088	1536	1224	1202	450	1136	1535	459	1976	390	397	2200	324	2730	3483
июль.98	1076	1571	1235	1176	450	1153	1608	548	2033	411	388	2210	360	2928	3463

*Страновые фондовые индексы, рассчитываемые по рынкам акций компанией MSCI, на основе цен на акции, номинированных в долларах, данные на конец периода, публикуемые на сайте MSCI в Интернете.

Финансовая политика в 1990-х гг. велась по формуле: “низкая монетизация + излишнее кредитование государства с искусственно высокой доходностью + сверхвысокие для переходной экономики налоги + отсутствие крупных инвестиций государства + искусственно стабильный валютный курс, ограничивающий экспорт товаров + огромные регулятивные издержки и риски”. **Сложилась неадекватная система стимулов**, которая уводила внутренних и внешних инвесторов от вложения финансовых ресурсов в производство, от прямых инвестиций, создавала преимущественный интерес к инвестициям на обслуживание текущих нужд государства, не связанных с капитальными вложениями и экономическим ростом, к исключительно спекулятивной деятельности (без которой тем не менее финансовые рынки существовать не могут).⁵²

⁵² Детальный анализ см. в кн.: Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002

В итоге, сформировалась способность краткосрочных спекулянтов воздействовать на важнейшие макроэкономические показатели (искусственное сужение возможностей внутренних инвесторов за счет крайне низкой монетизации, доминирование иностранных спекулятивных инвесторов на рынке акций и их очень высокая роль на рынке государственных ценных бумаг при режиме свободного ввода-вывода денег с рынка, сложившемся к 1998 г.). Резкие колебания в потоках “горячих” денег при высокой доле иностранных инвесторов на рынке способны создавать шоки на рынке государственных и корпоративных ценных бумаг (резкое снижение курсов, шоковый рост доходности государственных ценных бумаг, сброс ценных бумаг с превращением их в рубли и выбросом их на валютный рынок с последующим понижающим давлением на рубль, невозможность привлечь с рынка в бюджет дополнительные денежные ресурсы для погашения предыдущих выпусков ГКО – ОФЗ и т.д.)

Анализ оперативных действий Банка России летом - осенью 1998 г.

Ежедневная динамика индикаторов рынка ГКО – ОФЗ, валютного рынка, рынка акций и инструментов денежно-кредитной политики Банка России (15 июля – 14 августа 1998 г.) представлена в **таблице 6**. Масштабный дефицит средств для обслуживания ГКО – ОФЗ, сложившийся к началу августа 1998 г., как следствие действия ряда фундаментальных причин (см. выше), проявился в июле – августе 1998 г. в форме кризисной ситуации на рынке ГКО – ОФЗ и смежных финансовых рынках (акций, валюты, срочном рынке). **Кризисная ситуация конца июля – начала августа 1998 г.** выражалась в следующем:

Таблица 6* - Предкризисная динамика индикаторов финансового рынка России

Период	Доходность государственных ценных бумаг, %, на конец периода	Объем торгов по ГКО – ОФЗ по номиналу, млн. долл.	Фондовый индекс РТС – Интерфакс, на конец периода	Объем торгов акциями в РТС, млн. долл.	Валютный курс рубля к доллару США	Инструменты денежной политики Банка России (данные на конец периода)		
						Ставка рефинансирования	Ставки ломбардного кредитования, %**	Нормативы обязательных резервов**
1997	26.0	-	396.86	-	5.9600	28	24/00	14
1998, 1 кв.	24.4	-	325.50	-	6.1060	30	30.00	14
1998, 30 апр.	27.8	-	312.37	-	6.1330	30	30.00	14
1998, 31 мая	68.23	-	29 мая – 191.29	-	6.1640	150	150.00	14
1998, 30 июня	69.29	-	151.35	-	6.1980	80	X	14
1998, 15 июля	52.00	Оборот с	190.56	Оборот с 13 по	6.2130	80	X	14

1998, 16 июля	55.68	13 по 17 июля – 7.1 млрд. долл.	181.32	17 июля – 285.9 млн. долл.	6.2140	80	X	14
1998, 17 июля	49.09		193.35		6.2160	80	x	14
1998, 20 июля	47.12	Оборот с 20 по 24 июля – 3.86 млрд. долл.	193.02	Оборот с 20 по 24 июля – 160.0 млн. долл.	6.2190	80	93.25	14
1998, 21 июля	45.21		183.95		6.2200	80	x	14
1998, 22 июля	48.31		171.73		6.2210	80	x	14
1998, 23 июля	48.84		159.86		6.2220	80	x	14
1998, 24 июля	59.80		157.74		6.2230	60	x	14
1998, 27 июля	65.06	Оборот с 27 по 31 июля – 4.07 млрд. долл.	143.46	Оборот с 27 по 31 июля – 131.8 млн. долл.	6.2255	60	x	14
1998, 28 июля	74.95		147.28		6.2290	60	66.81	14
1998, 29 июля	63.10		147.96		6.2320	60	x	14
1998, 30 июля	61.72		150.17		6.2350	60	x	14
1998, 31 июля	58.70		149.65		6.2380	60	x	14
1998, 3 авг.	65.56	Оборот с 3 по 7 августа– 2.79 млрд. долл.	145.64	Оборот с 3 по 7 августа– 76.5 млн. долл.	6.2410	60	60.10	14
1998, 4 авг.	64.97		147.21		6.2440	60	x	14
1998, 5 авг.	66.86		141.68		6.2490	60	x	14
1998, 6 авг.	71.25		135.88		6.2520	60	57.02	14
1998, 7 авг.	86.39		132.86		6.2550	60	x	14
1998, 10 авг.	87.77	Оборот с 10 по 14 августа– 2.67 млрд. долл.	120.91	Оборот с 10 по 14 августа– 90.0 млн. долл.	6.2585	60	67.13	14
1998, 11 авг.	107.55		109.90		6.2620	60	x	14
1998, 12 авг.	124.34		108.19		6.2650	60	x	14
1998, 13 авг.	162.74		101.17		6.2685	60	126.98	14
1998, 14 авг.	162.51		115.00		6.2725	60	x	14

*Таблица составлена на основе следующих данных. Доходность государственных ценных бумаг на конец 1997 г., 31 марта и 30 апреля 1998 г. – строка 60с (Treasury Bill Rate) IMF International Financial Statistics, доходность на остальные даты – показатель средней доходности по общему ГКО, часть 5 “Бюллетеней фондового рынка” Банка России. По оценке, указанные показатели на несколько пунктов меньше средневзвешенной доходности по ГКО – ОФЗ. Объем торгов по ГКО – ОФЗ раскрыт Банком России в недельных “Бюллетенях фондового рынка” от 17, 24, 31 июля, 7 и 14 августа 1998 г., опубликованных на сайте Банка России в Интернете. Валютный курс рубля – статистика официальных валютных курсов, публикуемая Банком России в Интернете. Фондовый индекс РТС – Интерфакс (значение закрытия)– статистика значений указанного индекса, ежедневный объем торгов на рынке акций опубликованы Российской торговой системой в Интернете.

**Ставки ломбардного кредитования на срок 7 дней, в процентах. 1997 – на конец года. Ставки за 20, 28 июля, 3,6,10,13 августа 1998 г. являются средневзвешенными ставками по кредитным аукционам на срок до 7 дней, на которых банки в течение этого периода получили дополнительную ликвидность в незначительном объеме. Нормативы обязательных резервов приведены по счетам до востребования и срочным обязательствам до 30 дней включительно. Данные о ставках ломбардного кредитования и нормативах обязательных резервов раскрыты Банком России в Интернете.

-в момент кризиса при масштабном и растущем (по оценке) дефиците средств на обслуживание ГКО – ОФЗ наблюдались быстрое падение оборотов на рынке (в 2.6 раза 10-14 августа в сравнении с периодом 13-17 июля 1998 г.), нарастающая его неликвидность (см. **таблицу 6**), экстремальный рост доходности ГКО с 50-55% 13-17 июля до 100 – 160% 11-14 августа 1998 г. при адекватном росте доходности ОФЗ и соответствующем масштабном падении курсов ГКО –ОФЗ (см. **таблицу 6**). В свою очередь, это означало резкое падение спроса инвесторов на приобретение ГКО – ОФЗ, вывод средств инвесторов с рынка и невозможность рефинансирования ГКО – ОФЗ через рынок;

-одновременно быстро падал (см. **таблицу 6**) объем торгов акциями (в 3.2 раза 10-14 августа в сравнении с 13-17 июля 1998 г.), нарастала неликвидность рынка акций при снижении фондовых индексов с уровня 180 – 195 13-17 июля до 100 – 120 10-14 августа 1998 г., или на 40-50% ниже. Это было продолжением долгосрочной тенденции: за девять месяцев до кризиса, 6 октября 1997 г., индекс РТС достиг своего исторического максимума в 571.66 пункт. В свою очередь, это означало, как и на рынке ГКО, вывод средств инвесторов с рынка;

-по данным Банка России,⁵³ с 17 июля по 14 августа 1998 г. объем находящихся в обращении ГКО – ОФЗ снизился с 427.8 млрд. руб. до 387.0 млрд. руб. на 14 августа 1998 г. (- 40.8 млрд. руб.). Часть средств с рынка ГКО-ОФЗ была выведена во второй половине июля 1998 г. в форме обмена ГКО – ОФЗ на еврооблигации Правительства РФ. Вместе с тем сужение рынка в бóльшей мере было определено прямым сокращением денежного спроса, отсутствием рефинансирования рынка ГКО – ОФЗ, невозможностью аукционов по размещению новых выпусков ГКО – ОФЗ. По экспертной оценке, более 50% снижения массы обращающихся ГКО было обусловлено выводом нерезидентами средств с рынка ГКО – ОФЗ. В остальном сокращение спроса на ГКО – ОФЗ было связано с изъятием денег с этого рынка Сберегательным банком и коммерческими банками;

-при этом Банк России не компенсировал отток средств с рынка ГКО – ОФЗ ростом собственных инвестиций в государственные ценные бумаги (см. **таблицу 7**). Таково было обязательство, взятое в июле 1998 г. перед МВФ.

Таблица 7* - Оценка динамики вложений Банка России в ГКО-ОФЗ

Показатели, на конец периода	Май 1998	Июнь 1998	Июль 1998	Август 1998
Вложения Банка России в государственные ценные бумаги, млрд. руб.	139.5	138.0	139.2	132.9
Объем ГКО – ОФЗ, находящихся в обращении, млрд. руб.	435.0 (5 июня)	433.1 (3 июля)	394.3	X
Вложения Банка России в государственные ценные бумаги / Объем ГКО – ОФЗ, находящихся в обращении, %	32.1	31.9	35.3	X

*Данные о вложениях Банка России в государственные ценные бумаги раскрыты в ежемесячных балансах Банка России, размещенных в Интернете. По оценке, вложения Банка России в ГКО – ОФЗ были несколько меньше общей суммы инвестиций в государственные ценные бумаги. Показатели объема ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении, содержатся в “Бюллетенях фондового рынка”, часть 4, размещенных Банком России в Интернете.

Джордж Сорос в своей книге “Кризис мирового капитализма”, характеризуя нарастание долгового кризиса в июле – августе 1998 г. в России, писал, что “обычно банковскому кризису противодействует центральный банк путем вмешательства и предоставления наличных средств, а также ссужая деньги под залог и льготные проценты; но в данном случае центральный банк не мог этого сделать в соответствии с условиями МВФ. В результате ситуация становилась... неразрешимой.”⁵⁴ Действительно, кроме обмена некоторой части ГКО – ОФЗ на еврооблигации, другим крупным событием,

⁵³ Бюллетени фондового рынка от 10, 17, 24, 31 июля, 10, 14 августа, опубликованные Банком России в Интернете.

⁵⁴ Сорос Дж. Кризис мирового капитализма (пер. с англ.). – М.: Издательский дом “Инфра – М”, 1999. - С. 173

влияющим на развитие кризиса, стало выделение 20 июля МВФ финансовой помощи в размере 4.3 млрд. долл., с поступлением денег на счета Банка России 23 июля 1998 г.

В связанном с выделением финансовой помощи со стороны МВФ Заявлении Правительства РФ и Центрального банка РФ о политике экономической и финансовой стабилизации (утверждено постановлением Правительства РФ от 20 июля 1998 г. № 851) содержались следующие обязательства (пункт 29): “Денежно-кредитная и валютная политика останется неизменной. Политика процентных ставок и в дальнейшем будет нацелена на поддержание в целом стабильного реального валютного курса и повышение уровня международных резервов; Центральный банк Российской Федерации будет воздерживаться от мер, компенсирующих влияние покупки или продажи валюты на ликвидность на внутреннем рынке, которые он мог бы осуществить для поддержки валютного курса. В то же время Центральный банк Российской Федерации станет воздерживаться от интервенций на рынке государственных краткосрочных обязательств, направленных на оказание влияния на процентные ставки, и станет корректировать процентные ставки по своим операциям в соответствии с рыночными условиями”

Таким образом Банк России в условиях нарастания кризисных явлений на рынке отказывался как от обычных операций центрального банка, поддерживающих курс национальной валюты, так и от интервенций на рынке государственных краткосрочных обязательств, которые могли бы поддержать денежный спрос на ГКО – ОФЗ, снизить доходность и поддержать курс государственных ценных бумаг. Одновременно Банк России заявлял о том, что он “еще больше ужесточит предоставление кредитов на внутреннем рынке”, т.е. не будет поддерживать ликвидность банков (пункт 30).

Если формально следовать логике Заявления, Банк России в условиях углубления кризисной ситуации оставлял за собой возможность активно действовать только в рамках политики процентных ставок. Однако, что касается процентной политики, то в отличие от международной практики, изменение ставки рефинансирования или ломбардной ставки центрального банка в 90-е годы оказывало крайне слабое влияние на состояние российского финансового рынка, так как Банк России под эти проценты предоставлял коммерческим банкам очень ограниченный объем кредитов.

По оценке, не использовались для поддержания ГКО – ОФЗ и средства аффилированного с Банком России Сберегательного банка (доля на рынке ГКО – ОФЗ - примерно 20%, расчет см. выше), динамика вложений которого в ГКО - ОФЗ, видимо,

соответствовала тому, как изменялись активы в форме государственных ценных бумаг 30 крупнейших российских банков – с 144.9 млрд. руб. (на 1 июля 1998 г.) до 135.5 млрд. руб. (на 1 августа 1998 г.) и 132.5 млрд. руб. (на 1 сентября 1998 г.).⁵⁵ Доминирующие игроки рынка (Банк России, Сберегательный банк), занимающие к моменту кризиса примерно 50% рынка ГКО - ОФЗ, в период кризиса “стояли” на рынке, не предъявляли платежеспособный спрос на ГКО - ОФЗ, который мог бы восстановить ликвидность рынка, сбить экстремальную доходность ГКО – ОФЗ и остроту кризиса, восстановить курсовую стоимость и способность рынка ГКО – ОФЗ к рефинансированию через рынок. Банк России выполнил обязательство, предусмотренное в Заявлении Правительства РФ и Центрального банка РФ о политике экономической и финансовой стабилизации, о том, что Банк России будет воздерживаться от интервенций на рынке ГКО.

В этих условиях (отсутствие спроса на ГКО – ОФЗ со стороны Банка России и Сбербанка, вывод средств другими участниками рынка) крах рынка ГКО – ОФЗ был неизбежен. Другие инструменты денежно – кредитной политики (см. **таблицу 6**) либо не применялись (изменение нормативов резервных требований), либо следовали за рыночными условиями (ставки ломбардного кредитования), либо их изменение не могло существенно повлиять на спрос на ГКО – ОФЗ (ставка рефинансирования снижена 23 июля 1998 г. с 80 до 60%).

Фактические действия ФКЦБ России

Момент кризиса. Официальная реакция ФКЦБ России на кризис августа 1998 г. свелась к публичной дискуссии с другими государственными ведомствами и к изданию нескольких нормативных актов (сентябрь 1998 г.), пересматривающих требования к величине капиталов операторов рынка в сторону понижения, а также к включению ГКО-ОФЗ в состав активов инвестиционных фондов (ГКО-ОФЗ стали рассматриваться как нежелательные активы). По имеющимся данным ФКЦБ России участвовала в управлении рынком РТС, в приостановлении торгов в августе – сентябре 1998 г., что тем не менее не

⁵⁵ Отдельные данные по Сберегательному банку на июль – сентябрь 1998 г. отсутствуют. Сводная информация по 30 крупнейшим банкам, включая Сберегательный банк РФ, приведена Банком России в Интернете на сайте www.cbr.ru. С учетом того, что на начало 1998 г. вложения Сберегательного банка РФ в государственные ценные бумаги составляли 95.25 млрд. руб., на конец 1998 г. – 128.8 млрд. руб. (данные балансов Сберегательного банка РФ, опубликованных на сайте Банка России в Интернете), доля Сберегательного банка во вложениях 30 крупнейших российских банков в государственные ценные бумаги должна была составлять 65 - 70% и во многом определять сводную динамику данного вида активов.

смогло препятствовать бытвому падению стоимости акций: индекс РТС снизился с 171.3 (22.07.98) до 149.6 (31.07.98) и далее- до 109.4 (17.08.98), 65.6 (31.08.98) и 41.1 (30.09.98).⁵⁶ Соответственно, падала и ликвидность рынка: ежедневный объем торгов акциями в РТС сокращался, по мере вывода инвесторами денег, с 45.6 млн. долл. (22.07.98) до 25.8 млн. долл. (31.07.98), 10.4 млн. долл. (17.08.98), 1.5 млн. долл. (31.08.98), 0.3 млн. долл. (30.09.98).

Основное содержание деятельности ФКЦБ России в посткризисный период. В наиболее сложное время (август 1998 г. – февраль 1999 г.), в период, когда резко сокращался объем активности в отрасли ценных бумаг, **основной объем деятельности** ФКЦБ России относился к внесению не связанных с кризисом **изменений** в массив нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг,⁵⁷ **раскрытию** информации по эмитентам, **конфликту** с центральным банком – по поводу объекта регулирования, рынка ценных бумаг, который в то время практически перестал существовать. **Антикризисное управление** (как свидетельствует официальная информация о работе ФКЦБ России и принятых комиссией решениях) **было подменено обычной регулятивной работой** (лицензированием, аттестацией специалистов, утверждением документов по эмиссиям и новым нормативных актов).⁵⁸ Кроме того, ФКЦБ России создавала шоковые ситуации на рынке, которые были способны углубить кризис (противодействие выпуску облигаций Банка России, призванных ослабить давление на валютный рынок, попытки закрыть рынок акций на ММВБ (одного из двух фондовых рынков России, имеющих национальное значение), лишение Банка России права лицензировать кредитные организации на право профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, публичные предложения запретить коммерческим банкам операции на рынке корпоративных ценных бумаг и т.д.). Предписанием ФКЦБ России от 13 октября 1998 г. ММВБ было запрещено проведение торгов акциями и другими ценными бумагами (кроме государственных) (постановление было отменено только 30 ноября 1998 г.). Постановлением ФКЦБ России от 30 ноября

⁵⁶ Данные РТС.

⁵⁷ Из 36 постановлений и распоряжений ФКЦБ, вынесенных в период с 17 августа 1998 г. по конец февраля 1999 г. по данным правовой системы “Консультант – Плюс”, только 3-4 относились к минимизации негативных последствий фондового кризиса (снижение требований к минимальному капиталу профессиональных участников рынка ценных бумаг, пересмотр структуры вложений паевых инвестиционных фондов), остальные – к текущим регулятивным вопросам (8 – порядок лицензирования, 4 – порядок раскрытия информации на рынке ценных бумаг, 3 – стандарты эмиссии, 3 – порядок обращения для регистрации ценных бумаг, саморегулируемые организации – и т.п.).

1998 г. была приостановлена генеральная лицензия Банка России в качестве регулирующего органа на рынке ценных бумаг (в связи с нарушениями в выпуске облигаций Банка России).

Отсутствие взаимодействия регуляторов фондового рынка

Исследование действий двух основных регуляторов фондового рынка – ФКЦБ России и Банка России – показывает следующее: а) отсутствие результативных действий, противостоящих нарастающему кризису, оперативных мер, способных смягчить кризисную фазу, и – в случае ФКЦБ – посткризисной политики, направленной на восстановление рынка; б) ряд решений регуляторов, наоборот, объективно мог способствовать большей остроте кризиса и затягиванию посткризисного периода; в) отсутствовала программа совместных действий регуляторов фондового рынка в “специальных” (острокризисных) ситуациях, вместо совместности – обострился конфликт интересов ФКЦБ России и Банка России; г) не были подведены итоги кризиса, не сформирована политика государства, предупреждающая будущие финансовые кризисы, дающая детальную программу совместных действий регуляторов в периоды кризисных ситуаций.

Последствия финансового кризиса в России (1997 – 1998 гг.)

Модель финансового кризиса в России 1998 г. отличается от ситуации, в которой могут реализовываться системные риски в 2000-е гг., поскольку экономика из **кризисного нестационарного состояния**, в котором только начали проявляться первые признаки стабилизации (за исключением потенциально взрывного финансового рынка), перешла в 1997 – 1998 гг. в **состояние**, в котором **степень разбалансированности, кризисности была значительно выше**. Соответственно, острота шока от системных рисков в такой экономике должна быть выше.

Другие особенности: сам **системный риск** (российский кризис 1997 – 1998 гг.) был в значительной степени **произведен от расстроенного состояния государственных**

⁵⁸ Именно в этом качестве и сама ФКЦБ России рассматривала свою антикризисную деятельность (см. годовой отчет ФКЦБ России за 1998 год, раздел “Российский рынок ценных бумаг в 1998 году”, пункт 3 (отчет размещен на сайте ФКЦБ России в Интернете).

финансов (сокращение реальных доходов и расходов бюджета на фоне опережающего роста расходов над доходами в номинальном выражении, постоянный рост размеров государственного долга относительно ВВП) на фоне падения ВВП, расходов домашних хозяйств и вложений в формирование основного капитала. Всё это ужесточало эффект воздействия финансового кризиса на состояние государственных финансов.

Противоположным по воздействию стал **эффект** внезапного **повышения цен на нефть** (при девальвации российского рубля), что обеспечило ускоренный выход из экономики из финансового кризиса, существенно расширило доходную базу бюджета, начиная с конца 1998 г., и несколько смягчило воздействие системных рисков на состояние государственных финансов.

Как следует из **таблицы 8**, традиционные проявления системных рисков – **сокращение реального ВВП, расходов домашних хозяйств и вложений в основной капитал**, сопровождались **экстремальным ослаблением российского рубля** по отношению к доллару США и другим твердым конвертируемым валютам, **резким ростом уровня процента**, возобновлением **массированного оттока капиталов из страны**, **глубоким падением фондового рынка** в сегментах акций и государственных долговых обязательств.

В силу изложенных выше причин **глубина воздействия системного риска на государственные финансы оказалась выше, чем по рассмотренной** (приложение 3) **группе индустриальных и развивающихся стран** (падение доходов и расходов бюджета более чем на 30% в реальном выражении, рост уровня государственного долга к ВВП в 2,6 раза).

Соответственно, возможно прогнозировать, что при реализации системных рисков в российской экономике 2000-х гг., находящейся на стадии подъема и обеспечивающей в течение 6 – 7 последних лет стабильное состояние и позитивную динамику в сфере государственных финансов, глубина воздействия на бюджет, государственный долг, оказываемая финансовым кризисом, ограничится размерностью в 10 –15% стоимостной величины денежных потоков, формирующих ключевые параметры государственных финансов.

Таблица 8 - Воздействие финансового кризиса на государственные финансы, Россия (1997 –1999 гг.)⁵⁹

Показатель	1995	1996	1997	1998	1999
Экономическая и финансовая динамика					
ВВП в номинальном выражении, % к предыдущему году	252,0	139,4	115,5	110,6	173,9
Расходы домашних хозяйств, % к предыдущему году	279,0	139,2	122,1	117,4	162,3
Формирование основного капитала, % к предыдущему году	242,1	138,4	106,2	98,1	144,4
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	297,5	147,7	114,7	127,7	185,7
Официальный валютный курс к долл. США на конец года, % к предыдущему году	-23,5	-16,5	-6,7	-81,3	-23,5
Финансовый счет платежного баланса, млрд. долл. США((+) - приток, (-) – отток)	-7,5	-23,6	-2,9	-12,6	-19,1
Капитализация рынка акций, % к 1995 г.	х	257,1	200,0	15,3	181,8 (октябрь)
Рыночная стоимость облигаций, % к 1995 г.	406,3	204,6	161,3	31,9	79,6
Степень устойчивости государственных финансов					
Доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	н/д	124,6	114,5	92,8	203,1
Расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	н/д	145,4	110,2	90,1	155,9
Профицит (+), дефицит (-) государственного бюджета / Расходы государственного бюджета, %	-25,1	-36,0	-33,1	-30,5	-8,6
Государственный долг (внутренний и внешний) / ВВП, %	51,1	52,3	52,5	138,1	н/д
Уровень процента (денежный рынок)	190,4	47,7	20,97	50,56	14,79
Дефлированные доходы и расходы бюджета					
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	297,5	147,7	114,7	127,7	185,7
Дефлированные доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	н/д	84,4	99,8	72,7	109,4
Дефлированные расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	н/д	98,4	96,1	70,6	83,9

⁵⁹ IMF International Financial Statistics January 2003, Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.:Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002

**Финансовые кризисы: типичные ситуации,
причинно-следственные связи (1970-е – 2000-е гг.)**

Частота и хронология финансовых кризисов

Хронология финансовых кризисов 1970 – 2007 гг.: США - Великобритания приведена в таблице 1⁶⁰.

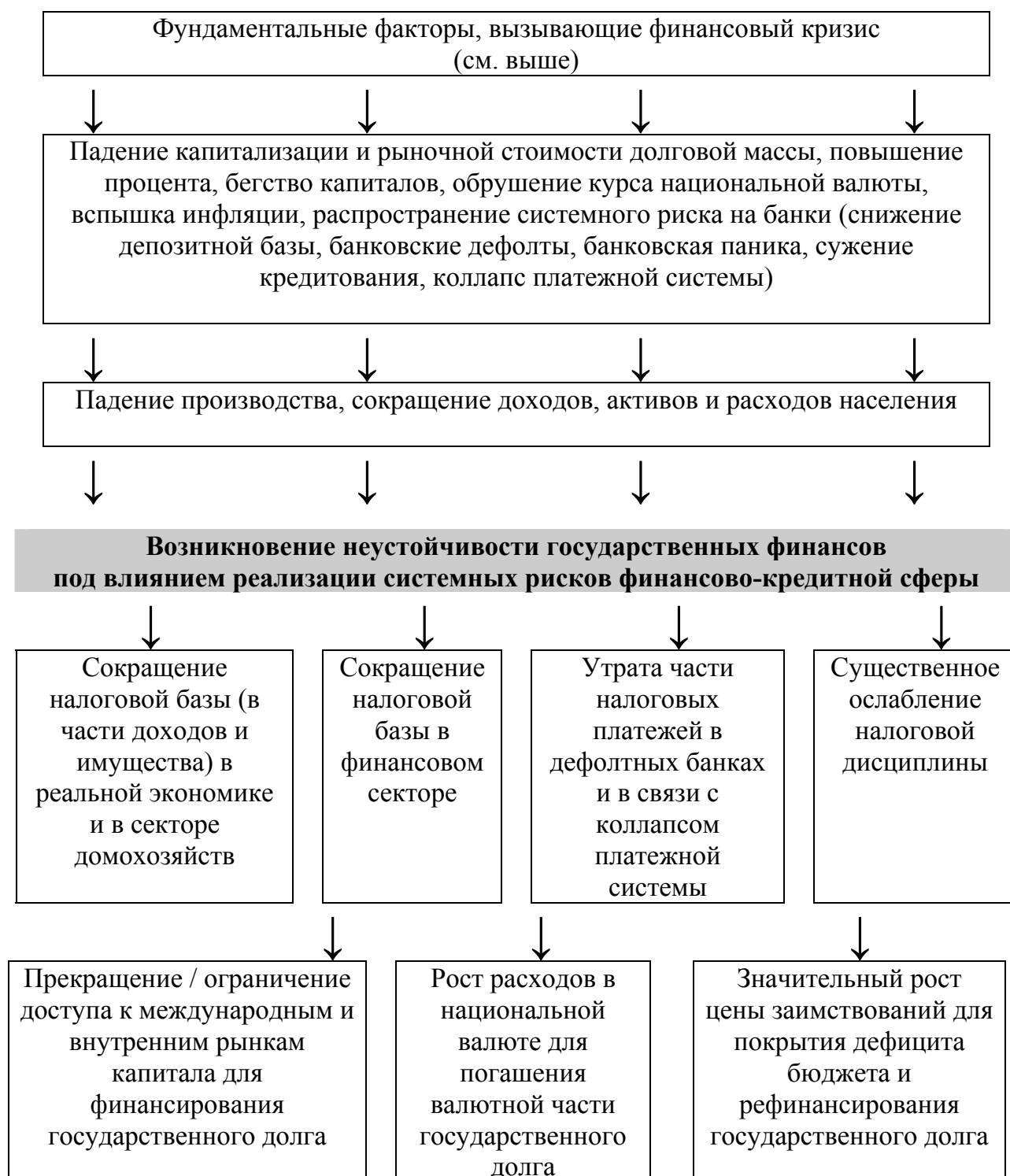
Таблица 1 - Хронология финансовых кризисов в США и Великобритании: 1970 – 2007 гг.

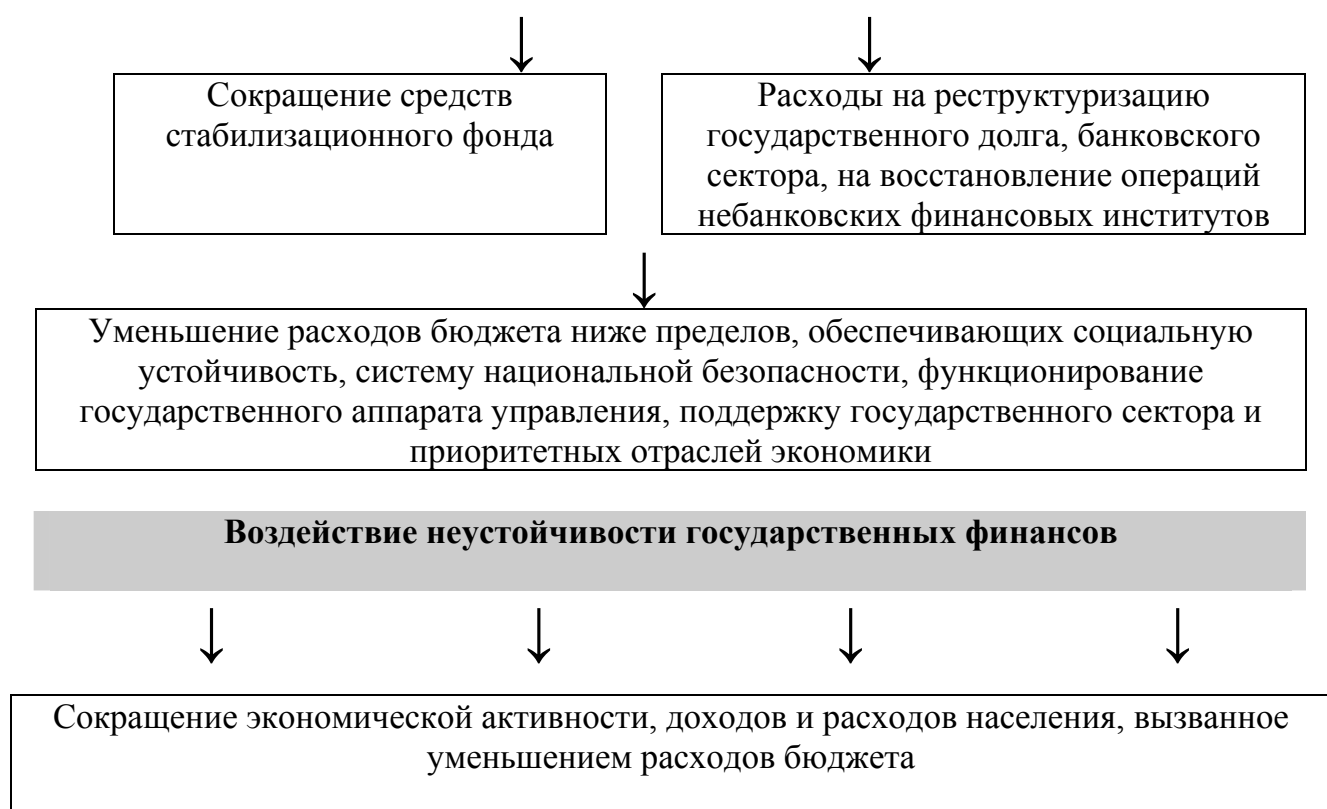
Пик	Дно	Изменения цен на акции, %		Основные причины
		Номина- льная	Дефлиро- ванные	
США				
1919	1921	-22.0	-24.5	Разоружение, дезинфляция
1929	1932	-73.4	-66.5	Крах после бума 1920-х гг., Великая Депрессия
1936	1938	-25.7	-27.0	Жесткая денежная политика
1939	1942	-28.1	-38.8	Мировая война
1946	1949	-10.8	-27.1	Послевоенное падение
1968	1970	-15.7	-24.4	Распад Бреттон-Вудской системы
1972	1975	-24.1	-38.7	Нефтяной шок
1976	1979	1.0	-20.9	Нефтяной шок
2000	2002	-27.7	-30.8	Бум информационных технологий
Великобритания				
1909	1920	-49.2	-80.5	Мировая война
1928	1931	-60.3	-55.4	Великая Депрессия
1936	1940	-50.1	-59.9	Жилищный бум, война
1944	1947	-29.2	-29.8	Мировая война
1948	1949	-32.3	-34.0	Послевоенное падение
1968	1970	-18.9	-27.8	Распад Бреттон-Вудской системы
1971	1974	-69.3	-76.6	Нефтяной шок
1975	1976	-19.1	-30.8	Кризис фунта стерлингов
1980	1982	-11.4	-27.0	Революция Тэтчер
2000	2002	-24.8	-26.7	Бум информационных технологий

⁶⁰ Bordo M. Stock Market Crashes, Productivity Boom Busts and Recessions: Some Historical Evidence. – Rutgers University, 2003

Причины-следственные связи: финансовые кризисы и посткризисные последствия

Причинно-следственные связи между реализацией рисков финансового кризиса и экономикой, финансово-кредитной сферой и государственными финансами отражены в следующей схеме:





США - классический кризис рынка акций 1929 г.: “мыльный пузырь” за счет долговых источников финансирования и маржинальной торговли

В 1920-х гг. широкое неконтролируемое распространение маржинальных сделок (при массовой игре на повышение и убежденности публики, что акции – это надежный актив, всегда повышающийся в цене) привело к агрессивному росту курсов ценных бумаг, к их широкой переоцененности, с последующим паническим сбросом ценных бумаг 24 – 29 октября 1929 г., с цепной реакцией игры на понижение, с массовым выставлением брокерами требований довести деньги или пополнить залоги, с массовыми отказами клиентов сделать это. Поскольку одним из источников займов брокеров клиентам являются банковские ссуды и, в свою очередь, клиентские портфели ценных бумаг являются обеспечением по подобным ссудам коммерческих банков, то проблемными – во все возрастающем размере - оказываются кредитные портфели банков. Требования банков к брокерам пополнить свое обеспечение или погасить часть ссуд (вслед за падением стоимости ценных бумаг как залогового обеспечения) сталкиваются с растущими убытками и неликвидностью брокеров. Как следствие, становятся неликвидными сами

коммерческие банки, вызывая цепную реакцию расстройств финансового сектора и кризиса платежной системы.

Пример США – мыльный пузырь фондового рынка, основанный на маржинальных сделках, в 1920-х гг. и кредитах брокерским фирмам, предоставляемых банками, и – биржевой крах в октябре 1929 г. с последующим распространением системного риска на банковский сектор и банковской паникой и запуском механизма общеэкономического кризиса в США начала 1930-х гг..

США - кризис рынка акций высокотехнологичных компаний 2000 г.

Мыльный пузырь на рынке доткомов - мыльный пузырь на рынке акций интернет-компаний / высокотехнологичных компаний в 1997 – 2000 гг. на рынке акций США (преимущественно на внебиржевом рынке Системы автоматических котировок Национальной ассоциации инвестиционных дилеров (**NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ))**) и “новых рынках” Европы (биржевых рынках, специально созданных для финансирования высокотехнологичных компаний).

Сформировалась мода на акции интернет-компаний независимо от размера их активов, генерируемой выручки, прибыли и операционной способности; курсовая стоимость высокотехнологичных акций постоянно и быстро росла. Основная масса инвесторов была уверена в постоянном росте курсов акций, что стимулировалось усилиями брокерских фирм, направленными на рост продаж акций, неоправданно оптимистическими рекомендациями аналитиков на покупку, подогревалось финансовой прессой и исследованиями, которые ввели концепцию быстро растущей, финансово успешной “новой экономики”. Сложилось мнение, что высокотехнологичные компании обладают особой финансовой природой, обычные критерии финансового анализа к ним мало применимы, они должны быть облегчены с учетом быстрого роста, который должен демонстрировать такой бизнес в будущем. На практике это приводило к тому, что инвесторы с готовностью вкладывались в акции любых компаний, объявлявших о своей принадлежности к доткомам и электронной коммерции. Массовая мания привела к перегреву рынка NASDAQ в 1999 – начале 2000 гг., отрыву цен на акции от их реальной стоимости, к резкому, в разы снижению курсов акций компаний “новой экономики” весной 2000 г. В свою очередь, это стало причиной падения рынков голубых фишек и других акций устойчиво работающих компаний на Нью-Йоркской

фондовой бирже, привело к цепной реакции снижения котировок в Западной Европе и на других развитых рынках, стало спусковым механизмом для длительного падения рынков ценных бумаг в 2001 – начале 2003 гг.

США – долговой кризис лета – сентября 2007 г.: избыточность долговых конструкций с накоплением проблемных портфелей, сверхконцентрацией кредитного и системного риска

Современная практика секьюритизации позволяет переупаковывать кредитные портфели с повышенной долей проблемных кредитов (при заниженных требованиях к заемщикам) в долговые ценные бумаги, имеющие инвестиционные кредитные рейтинги (см. рисунок 1 и вставку ниже).

COLLATERALIZED DEBT OBLIGATION (CDO) - обеспеченное долговое обязательство (долговая ценная бумага специальной конструкции, обычно облигация, выпущенная под покрытие денежными потоками, генерируемыми пулом долговых активов (ссуд, ценных бумаг, покрытых активами (**asset-backed securities (ABS)**), ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (**mortgage-backed securities (MBS)**) и др.). Конструктивные особенности: пул долговых активов обычно принадлежит офшорной компании специального назначения / офшорному трасту (**special purpose vehicle (SPV)**), учрежденным в качестве центрального звена схемы, SPV является эмитентом долговых обязательств; вся схема находится под управлением инвестиционного банка или дочерней компании – управляющей активами; под пул долговых активов выпускается несколько траншей CDO (от траншей, имеющих наиболее полное покрытие с кредитным рейтингом AAA или подобным ему, до траншей, имеющих пониженные кредитные рейтинги, но с более высокой доходностью. Вся конструкция основана на математических симуляциях и компьютерных моделях поведения пула активов и выпущенных под него траншей CDO, что должно обеспечивать управление риском, доходностью и ликвидностью и предупреждать наступление дефолтов по CDO). Существует значительное число разновидностей CDO с позиций их конструкции и интересов, которым они удовлетворяют



Рис. 1 - Схема переупаковки рисков, лежащая в основе кризиса CDO - Collateralized Debt Obligations (кризис 2007 г.)

Механизм переупаковки долговых портфелей в ценные бумаги с инвестиционным рейтингом и, соответственно, резкое расширение возможностей финансирования таких портфелей на открытом рынке в течение ряда лет привел к существенному расширению кредитования финансовыми институтами США заемщиков в сегменте “субпрайм” и, соответственно, к сверхконцентрации кредитных рисков в этой сфере (постоянный рост доли проблемных кредитов).

SUBPRIME субпрайм - не относящийся к обычным условиям финансирования, являющийся финансовой сделкой худшего качества с худшим заемщиком в сравнении с обычным потоком заимствований
--

С другой стороны, механизм переупаковки основан на расширенном участии в финансировании долговых портфелей таких инвесторов, как хедж-фонды, которые сами действуют с высоким левэрижем, т.е. конечным источником их средств являются кредиты коммерческих банков. Соответственно, произошла избыточная концентрация кредитных рисков на стороне конечного инвестора, который приобретает переупакованные риски долговых портфелей субпрайм.

Механизм долгового кризиса: сверхконцентрация кредитных рисков (рост неплатежей по проблемным ссудам) привели к возникновению убытков у финансовых институтов – оригинаторов долговых портфелей субпрайм с последующим распространением кредитных рисков на выпущенные ими CDO – и далее с возникновением кредитных потерь у институциональных инвесторов в CDO, соответственно, у хедж-фондов с обращением указанных потерь на кредитовавшие их банки. Трансмиссия кредитного риска имела продолжением обесценение финансовых активов на рынках облигаций и акций с потенциалом последующего расширения в форме реализованного системного риска, однако, при этом была остановлена (по состоянию на октябрь 2007 г.) операциями Федеральной резервной системы и других центральных банков индустриальных стран, предоставивших банкам масштабные объемы ликвидности.

Великобритания: последствия финансового кризиса

1972 – 1976 гг.

Нефтяной шок, связанный с повышением цен на нефть, которые до этого были стабильно низки, привел к возникновению депрессивной ситуации в **экономиках индустриальных стран** в 1974 – 1975 гг.

На примере **Великобритании** (таблица 2) – последовательно в течение 1974 – 1975 гг. уменьшался ВВП в реальном измерении, снижались расходы домашних хозяйств

(в дефлированном выражении), сокращалось в сопоставимых ценах формирование основного капитала. В 1974 – 1976 гг. существенно выросла инфляция, при том, что валютный курс фунта стерлингов по отношению к долларам США существенно упал. Крайне волатильным стал рынок акций, демонстрируя в отдельные годы значительные падения.

Доходы и расходы государственного бюджета, хотя и не упали в реальном измерении, имели разную динамику – в связи с опережением темпов роста расходов бюджета в сравнении с доходами размеры бюджетного дефицита выросли на 20 – 80%. Примерно двукратно увеличилась стоимость заимствований для государства – от 5,51% в 1972 г. до 10 – 11% в 1975 – 1976 гг. (при этом величина долговой нагрузки – отношения государственного долга к ВВП сохранилась неизменной).

Таблица 2 - Воздействие финансового кризиса (нефтяной шок) на государственные финансы, Великобритания (1972 –1976 гг.)⁶¹

Показатель	1972	1973	1974	1975	1976
Экономическая и финансовая динамика					
ВВП в сопоставимых ценах, % к предыдущему году	103,5	107,4	98,3	99,3	102,8
Расходы домашних хозяйств, % к предыдущему году	113,1	114,4	115,3	123,2	116,2
Формирование основного капитала, % к предыдущему году	109,2	123,4	118,8	120,2	116,4
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	106,8	109,3	116,0	124,3	116,6
Рыночный валютный курс к долл. США, % к концу предыдущего года	-8,0%	-1,2%	+1,1	-13,9	-16,0
Внутренний кредит / ВВП, %	52,2	57,3	59,6	51,1	45,3
Финансовый счет платежного баланса, млрд. долл. США((+) - приток, (-) – отток)	+0,5	+0,2	+3,3	+0,1	-6,2
Динамика промышленного фондового индекса, % к 1972 г.	127,1	86,5	59,1	124,2	120,4
Рыночная стоимость облигаций, % к 1972 г.	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Степень устойчивости государственных финансов					
Доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	105,7	108,7	127,1	128,0	117,1
Расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	114,0	113,1	129,1	135,8	118,1

⁶¹ IMF International Financial Statistics 1998 Yearbook

Профицит (+), дефицит (-) государственного бюджета / Расходы государственного бюджета, %	-8,4	-10,7	-12,6	-18,9	-14,9
Государственный долг (внутренний и внешний) / ВВП, %	53,5	50,5	51,1	50,4	50,8
Стоимость краткосрочного государственного долга (Treasury Bill Rate)	5,51	9,29	11,37	10,16	11,12
Дефлированные доходы и расходы бюджета					
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	106,8	109,3	116,0	124,3	116,6
Дефлированные доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	99,0	99,5	109,6	103,0	100,4
Дефлированные расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	106,7	103,5	111,3	109,3	101,3

Признаки неустойчивости государственных финансов Великобритании, направления и глубина воздействия системных рисков, вызванных нефтяными шоками и кризисной ситуацией 1974-1976 гг.:

-**двукратное увеличение** стоимости заимствований государства;

-**опережающий рост расходов** государства по отношению к доходам, проявление неэластичности расходов к отрицательной экономической динамике;

-**увеличение веса бюджетного дефицита** в структуре государственных финансов, соотношение дефицита бюджета и государственных расходов (в 1975 – 1976 гг. 15-19%) выросло на 20 – 80%.

Австралия – 1998 г.: атака на валютном рынке⁶²

Кризисное состояние валютной сферы возникло в условиях, когда фундаментальные факторы в Австралии были позитивны (устойчивый экономический рост, низкая инфляция, профицитный бюджет, сильный финансовый сектор при дефицитном платежном балансе, связанном с сокращением экспорта на азиатские рынки и падением цен на экспортируемые товары). Медленное ослабление австралийского доллара в 1997 г. сопровождалось занятием крупными макро хедж-фондами, работающими с высоким леввериджем, объемных коротких позиций, что в мае – июне 1998 г. инициировало

⁶² Report on the Working Group on Highly Leveraged Institutions. – Financial Stability Forum, April 2000. – P.127 - 129

активную игру на понижение австралийского доллара на рынках спот и валютных деривативов (по сообщениям участников рынка, с распространением слухов о предстоящей спекулятивной атаке и активными действиями на понижение), с нарастающим вовлечением в игру на понижение других участников рынка и накоплением крупных позиций в периоды низкой ликвидности рынка.

В результате летом 1998 г. курс австралийского доллара достиг исторических минимумов. Объем коротких позиций макро хедж-фондов превышал более 2% ВВП Австралии.

Гонконг – 1997 – 1998 гг.: двойная игра на валютном рынке и рынке акций, обострение кризиса офшорным трейдингом⁶³

Давление на финансовые рынки Гонконга оказывалось в октябре 1997 г. – 1998 г. (в условиях фундаментально сильной экономики, с банковским сектором, в котором капиталы, взвешенные по уровню риска, достигали 20%, при том, что цены на активы были чрезмерно завышены, демонстрировались признаки рецессии, национальная валюта имела, по мнению ряда участников рынка, завышенный курс).

Власти Гонконга были уверены, что группа спекулянтов манипулирует валютным рынком и рынком акций. По мнению участников рынка, короткие позиции макро хедж фондов и других глобальных институтов, действующих с высоким левеиджем, достигали в своих пиках 6% ВВП Гонконга. Использовались агрессивные стратегии, направленные на то, чтобы обеспечить необходимые ценовые движения рынка, инициировались крупные продажи вне торговых часов на малоликвидных офшорных рынках, в электронных брокерских системах выставлялись котировки на гонконгский доллар ниже уровня, который должен поддерживаться интервенциями монетарных властей. Распространялись слухи в периоды офшорной торговли вечерами в пятницы, что девальвация гонконгского доллара произойдет в выходные дни. По предположению ряда участников рынка, делались попытки “двойной игры” – на валютном рынке и рынке акций / рынке фьючерсов на акции (установление коротких позиций на рынке акций сопровождалось понижательным давлением на валютном рынке, чтобы заставить монетарные власти поднять уровень процента и, таким образом, оказать дополнительное понижательное давление на рынок акций). До момента интервенции монетарных властей четыре крупных хедж-фонда

⁶³ Report on the Working Group on Highly Leveraged Institutions. – Financial Stability Forum, April 2000. – P.130 - 132

занимали 40% суммарной позиции на рынке фьючерсов на акции, ряд институтов, работающих с высоким левэриджем, занимал параллельно короткие позиции на рынке акций и на валютном рынке.

По оценке, понижающее давление, оказываемое местными финансовыми институтами, не было значительным (т.е. основная спекулятивная активность на понижение осуществлялась со стороны международных игроков).

Малайзия – 1997 – 1998 гг.: атака на внутреннем валютном рынке, обострение кризиса трейдингом на иностранных рынках⁶⁴

Понижающее давление на валютный рынок (малазийский рингит) оказывалось с мая 1997 г. по середину августа 1998 г. (трансмиссия турбулентности вслед за финансовым кризисом в Таиланде).

Макроэкономическая ситуация: низкий внешний долг, высокий бюджетный профицит, экономический рост (до момента возникновения финансовой турбулентности).

Крупные глобальные институты, действующие с высоким левэриджем, заняли объемные короткие позиции, играя на понижение; местные финансовые институты под влиянием слухов об игре на понижение со стороны нерезидентов осуществляли хеджирование своих валютных обязательств, принимая также короткие позиции по рингиту; значительное понижающее давление оказывалось через заграничные рынки (депозиты в рингитах в Сингапуре). По предположению ряда участников рынка в Сингапуре, понижающее давление постепенно прекратилось с середины августа 1998 г. вслед за закрытием позиций крупными глобальными институтами и разрешением финансового кризиса в России.

Последствия финансового кризиса в Малайзии (1997 – 1998 гг.)

Глубокое падение в конце 1997 – 1998 гг. реального ВВП (на 7,4% в 1998 г. по отношению к 1997 г.), резкое сокращение расходов домашних хозяйств и соответствующий провал в формировании основного капитала в сопоставимых ценах (сокращение в 1998 г. на 27,5% в номинальном выражении в сравнении с 1997 г.) сопровождалось повышенной ценовой динамикой и существенным – **двузначным** – **ослаблением национальной валюты** (см. таблицу 3).

⁶⁴ Report on the Working Group on Highly Leveraged Institutions. – Financial Stability Forum, April 2000. – P.133 - 134

Приток капитала в страну сменился его **нарастающим оттоком** в конце 1997 – 1999 гг., капитализация рынка акций упала более чем **в 3 раза**, рыночная стоимость облигаций, обращающихся на организованных рынках, в **2 –2,6** раза.

Резко **упали доходы государственного бюджета**, как в номинальном, так и в реальном выражении, при том, что **бюджетные расходы демонстрировали неэластичность** относительно отрицательной макроэкономической динамики. Как результат, **вместо профицита бюджета**, устойчиво демонстрируемого в начале и середине 1990-х гг., **возник его устойчивый дефицит** в кризисные годы (8 – 14% к сумме государственных расходов). Значительно возросла стоимость государственных заимствований.

Признаки неустойчивости государственных финансов Малайзии, направления и глубина воздействия системных рисков, вызванных кризисной ситуацией 1997 -1998 гг.:

-**рост стоимости заимствований государства;**

-**падение реальных доходов** государственного бюджета на **18%** в 1998 г., расходов бюджета – на **3%**;

-**опережающий рост номинальных расходов** государства по отношению к доходам, их сокращение в реальном измерении в существенно меньшей степени по сравнению с уменьшением доходов бюджета, проявление неэластичности расходов к отрицательной экономической динамике;

-**возникновение вместо профицита бюджета его устойчивого дефицита** в размере 8 – 14% к сумме государственных расходов).

Таблица 3 - Воздействие финансового кризиса на государственные финансы, Малайзия (1997 –1999 гг.)⁶⁵

Показатель	1995	1996	1997	1998	1999
Экономическая и финансовая динамика					
ВВП в сопоставимых ценах, % к предыдущему году	107,2	110,0	107,4	92,6	106,1
Расходы домашних хозяйств, % к предыдущему году	113,1	109,5	109,4	92,1	106,2
Формирование основного капитала, % к предыдущему году	123,2	111,2	112,7	62,5	86,6
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	105,3	103,5	102,6	105,3	102,8

⁶⁵ IMF International Financial Statistics January 2003, World Federation of Exchanges Time Series

Номинальный эффективный валютный курс, % к концу предыдущего года	0,0	+3,1	-2,7	-23,1	+1,2
Внутренний кредит / ВВП, %	93,7	111,7	129,8	125,9	118,0
Финансовый счет платежного баланса, млрд. долл. США((+) - приток, (-) – отток)	7,6	9,5	2,2	-2,6	-6,6
Капитализация рынка акций, % к 1995 г.	100,0	127,5	38,8	39,8	58,3
Рыночная стоимость облигаций, % к 1995 г.	100,0	98,5	51,1	37,5	50,1
Степень устойчивости государственных финансов					
Доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	103,0	114,4	112,8	86,3	103,5
Расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	109,0	115,0	104,7	102,1	113,0
Профицит (+), дефицит (-) государственного бюджета / Расходы государственного бюджета, %	+3,8	+3,2	+11,2	-8,2	-13,9
Государственный долг (внутренний и внешний) / ВВП, %	41,1	35,3	31,9	36,4	37,3
Стоимость краткосрочного государственного долга (Treasury Bill Rate)	5,50	6,41	6,41	6,86	3,53
Дефлированные доходы и расходы бюджета					
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	105,3	103,5	102,6	105,3	102,8
Дефлированные доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	97,8	110,5	109,9	82,0	100,7
Дефлированные расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	103,5	111,1	102,0	97,0	109,9

Индонезия (1997 – 1999 гг.)

Спекулятивная атака и финансовый кризис конца 1997 – 1998 гг. вызвали **падение реального ВВП** на 13,1% в 1998 г. в сравнении с 1997 г. (см. **таблицу 4**), резко снизились **объемы формирования основного капитала** в сопоставимых ценах. Кризис сопровождался **обрушением курса национальной валюты** по отношению к доллару США (от 40 до 50% ежегодно в 1997 – 1998 гг.) и **вспышкой инфляции** вслед за длительным периодом умеренной ценовой динамики (рост цен в 1998 г. относительно предыдущего года – 157,7%).

Таблица 4 - Воздействие финансового кризиса на государственные финансы, Индонезия (1997 –1999 гг.)⁶⁶

Показатель	1995	1996	1997	1998	1999
Экономическая и финансовая динамика					
ВВП в сопоставимых ценах, % к предыдущему году	109,9	107,8	104,7	86,9	100,7
Расходы домашних хозяйств, % к предыдущему году	122,7	118,6	116,7	167,3	125,5
Формирование основного капитала, % к предыдущему году	122,2	122,0	112,8	136,7	91,1
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	108,9	108,0	106,7	157,7	120,5
Рыночный валютный курс к долл. США на конец года, % к предыдущему году	-4,7	-3,1	-48,8	-42,1	+13,3
Внутренний кредит / ВВП, %	52,6	55,0	58,5	58,9	62,0
Финансовый счет платежного баланса, млрд. долл. США((+) - приток, (-) – отток)	10,3	10,8	-0,6	-9,6	-5,9
Капитализация рынка акций, % к 1995 г.	100,0	136,7	61,5	46,7	135,6
Рыночная стоимость облигаций, % к 1995 г.	x	x	x	x	x
Степень устойчивости государственных финансов					
Доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	115,9	112,2	126,1	138,2	136,8
Расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	107,9	116,8	144,9	154,2	128,4
Профицит (+), дефицит (-) государственного бюджета / Расходы государственного бюджета, %	+15,1	+7,9	-3,7	-16,2	-5,6
Государственный долг (внутренний и внешний) / ВВП, %	30,8	23,9	72,5	55,2	45,2
Стоимость краткосрочного государственного долга (Ориентир – Discount Rate)	13,99	12,80	20,00	38,44	12,51
Дефлированные доходы и расходы бюджета					
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	108,9	108,0	106,7	157,7	120,5
Дефлированные доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	106,4	103,9	118,2	87,6	113,5
Дефлированные расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	99,1	108,1	135,8	97,8	106,5

⁶⁶ IMF International Financial Statistics January 2003, World Federation of Exchanges Time Series

Вместо роста **капитализации** рынка акций, как это было в начале – середине 1990-х гг., ее последовательное **падение** в 1997 г. на 55,0% и в 1998 г. – на 24,0% к предшествующему году. Фундаментальной причиной краха рынка акций являлась **смена направления потоков капитала из-за рубежа** – вместо притока, как это было, до 1996 г. включительно, отток в 1997 – 1999 гг. (в 1998 г. отток капитала составил 9,6 млрд. долл. США).

В 1998 г. доходы государственного бюджета в реальном выражении сократились на 12,4%, расходы на 2,2%. В 1997 – 1999 гг. возник дефицит государственного бюджета (до этого бюджет был профицитным), составлявший в 1998 г. 16,2% государственных расходов (см. таблицу 4).

Признаки неустойчивости государственных финансов Индонезии, направления и глубина воздействия системных рисков, вызванных кризисной ситуацией 1997 -1998 гг.:

- рост стоимости заимствований государства** (с уровня 13 – 14% до 20 –38% в годовом выражении);
- рост государственного долга** с уровней 25 – 30% ВВП в 1995 – 1996 гг. до уровней 55 – 70% ВВП в 1997 – 1998 гг.;
- падение реальных доходов** государственного бюджета на **12,4%** в 1998 г., расходов бюджета – на **2,2%**;
- опережающий рост номинальных расходов** государства **по отношению к доходам**, сокращение расходов в реальном выражении в существенно меньшей степени по сравнению с уменьшением доходов бюджета, проявление неэластичности расходов к отрицательной экономической динамике;
- возникновение** вместо профицита бюджета его устойчивого **дефицита** в размере 8 – 14% к сумме государственных расходов).

Таиланд (1997 – 1999 гг.)

Финансовый кризис вызвал последовательное сокращение в 1997 – 1998 гг. реального ВВП (на 3,4% и 10,4%, соответственно). Снизилась расходы домашних хозяйств в сопоставимых ценах, сократилось формирование основного капитала в реальном измерении (более чем на 20% в 1997 г. и более чем на 40% в 1998 г.). Кризис увеличил инфляционный потенциал экономики (экстраординарный рост цен в 1998 г.), вызвал

резкое падение курса национальной валюты по отношению к доллару США (в 1997 г. на 46% в 1997 г.) (таблица 5).

Постоянный приток капитала в экономику сменился в 1997 – 1999 гг. ежегодным оттоком в 11 – 14 млрд. долл. США. Капитализация рынка акций составила в конце 1997 г. 16,8% к уровню 2005 г., рыночная стоимость облигаций – 18,1%.

Таблица 5 - Воздействие финансового кризиса на государственные финансы, Таиланд (1997 –1999 гг.)⁶⁷

Показатель	1995	1996	1997	1998	1999
Экономическая и финансовая динамика					
ВВП в сопоставимых ценах, % к предыдущему году	106,0	105,9	98,6	89,6	104,4
Расходы домашних хозяйств, % к предыдущему году	113,6	113,4	101,5	107,4	104,3
Формирование основного капитала, % к предыдущему году	118,6	110,1	84,5	64,7	93,3
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	105,9	105,8	105,7	108,1	100,2
Официальный валютный курс к долл. США на конец года, % к предыдущему году	-3,4	-1,6	-45,8	+28,8	-2,1
Внутренний кредит / ВВП, %	97,0	100,7	131,9	133,3	127,5
Финансовый счет платежного баланса, млрд. долл. США((+) - приток, (-) – отток)	+21,9	+19,5	-12,1	-14,1	-11,1
Капитализация рынка акций, % к 1995 г.	100,0	70,6	16,8	25,1	42,1
Рыночная стоимость облигаций, % к 1995 г.	100,0	47,6	18,1	18,1	8,0
Степень устойчивости государственных финансов					
Доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	116,8	109,8	99,4	84,7	99,3
Расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	112,2	127,5	106,9	96,2	98,9
Профицит (+), дефицит (-) государственного бюджета / Расходы государственного бюджета, %	+18,1	+5,3	-1,7	-15,3	-18,5
Государственный долг (внутренний и внешний) / ВВП, %	4,6	3,8	6,3	14,6	21,4
Стоимость государственного долга (Government Bond Yield)	10.75	10.75	10.75	10.25	6.69
Дефлированные доходы и расходы бюджета					

⁶⁷ IMF International Financial Statistics January 2003, World Federation of Exchanges Time Series

Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	105,9	105,8	105,7	108,1	100,2
Дефлированные доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	110,3	103,8	94,0	78,3	99,1
Дефлированные расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	105,9	120,5	101,1	89,0	98,7

В 1997 – 1999 гг. доходы государственного бюджета сократились как в номинальном, так и в реальном выражении; расходы бюджета демонстрировали аналогичную тенденцию, хотя и не в той же степени, что и доходы. Как следствие, государственные финансы перешли в 1997 – 1999 гг. в зону дефицитности бюджета (размеры дефицита - до 15 – 18% от величины государственных расходов).

Признаки неустойчивости государственных финансов Таиланда, направления и глубина воздействия системных рисков, вызванных кризисной ситуацией 1997 -1998 гг.:

- рост государственного долга** с уровней 4 - 5% ВВП в 1995 – 1996 гг. до уровней 15 - 20% ВВП в 1998 – 1999 гг.;
- падение реальных доходов** государственного бюджета на 6% в 1997 г., на 21,7% в 1998 г., расходов бюджета – **на 11,0%** в 1998 г.;
- сокращение** государственных расходов в реальном выражении в существенно меньшей степени по сравнению с уменьшением доходов бюджета, **проявление неэластичности расходов** к отрицательной экономической динамике;
- возникновение** вместо профицита бюджета его устойчивого **дефицита** в размере 15 - 18% к сумме государственных расходов).

Турция –1994 г.: кризис государственного долга, сопровождаемый валютным кризисом и кризисом рынка ценных бумаг⁶⁸

В 1989 г. в Турции был полностью либерализован счет капиталов. Следствием этого было укрепление национальной валюты и быстрый рост импорта (при росте доходов населения), что, в свою очередь, привело резкому росту дефицита торгового счета платежного баланса.

Одновременно в 1989 – 1993 гг. нарастали дефицит бюджета (рост заработной платы в государственном секторе, военных расходов, процентных платежей, финансовой

поддержки аграрного сектора и государственных предприятий) и размеры его покрытия за счет долгового финансирования. Государственный долг рос неконтролируемыми темпами. Центральный банк ограничил размеры собственного покрытия дефицита бюджета 15%, соответственно, основным источником долгового покрытия стали иностранные заимствования (банки занимали за рубежом, в значительной мере на краткосрочной основе, приобретали национальную валюту против иностранной и направляли эти средства на внутренний рынок долговых обязательств под более высокий процент, делая эти операции одним из основных источников своей прибыли). Приобретение центральным банком иностранной валюты стало основным источником роста денежной массы в обороте (рефинансирование коммерческих банков центральным банком, минуя приобретение иностранной валюты, было резко сокращено). Резко вырос внешний долг, прежде всего банковского сектора в его краткосрочной компоненте.

В 1992 – 1994 гг. проблемой стали процентные платежи бюджета, сокращались сроки государственного долга, в этой связи заимствования на долговом рынке стали постепенно замещаться прямым финансированием дефицита бюджета со стороны центрального банка. Министерство финансов со второй половины 1993 г. отменило большинство аукционов по размещению государственных ценных бумаг. Это решение имело негативный психологический эффект. Как следствие выросли инфляционные ожидания экономических агентов и они стали активно замещать активы, номинированные в национальной валюте, иностранными активами, прогнозируя (и вызывая) неизбежное падение курса национальной валюты за пределами коридора, внутри которого поддерживались курсовые соотношения.

К апрелю 1994 г. поддержание высокого уровня бюджетных расходов сопровождалось ростом инфляции, резким, и периодически шоковым увеличением спроса на иностранную валюту во внутреннем обороте, который вел к резкому ослаблению национальной валюты. Коммерческие банки закрывали свои внешние обязательства в иностранной валюте покупками ее у центрального банка, который в значительной мере терял свои валютные резервы. Рынок ценных бумаг находился в постоянной понижительной тенденции. Набирала силу тенденция изъятия из банков значительной части депозитов в турецких лирах.

⁶⁸ Celasun O. The 1994 Currency Crisis in Turkey. – Wash.: The World Bank, April 1998

Кризис был преодолен в мае 1994 г. (программа стабилизации – резкий рост цен с последующим их замораживанием, одноразовый налог на корпоративный сектор, сокращение государственных расходов, реструктурирование долговых обязательств правительства).

Турция –2000 - 2001 гг.: валютный кризис, перерастающий в банковский кризис⁶⁹

В конце 1997-1999-х гг. в Турции поддерживался уровень реальной процентной ставки в государственных ценных бумагах на уровне 30% годовых при том, что бюджетный дефицит финансировался преимущественно коммерческими банками - резидентами. С этой целью коммерческие банки прибегали к массированным внешним заимствованиям по более низким процентным ставкам (быстрые темпы роста внешнего долга в банковском секторе), перераспределяя привлеченные средства для финансирования государственного долга по более высоким реальным ставкам. Соответственно, основной источник покрытия государственного долга – внешние заимствования в иностранной валюте (через коммерческие банки – резиденты).

С января 2000 г. была принята стабилизационная программа, покрываемая финансированием МВФ, в соответствии с которой был зафиксирован валютный курс турецкой лиры и сформирован “режим, подобный квази-валютному совету (currency board), который устанавливал лимиты на чистые внутренние активы центрального банка... принятая денежная политика означала, что центральному банку фактически не было разрешено стерилизовать входящие – уходящие потоки капитала и контролировать уровень процента.”⁷⁰

Стабилизационная программа выполнялась в течение 11 месяцев (с повышением курса национальной валюты и замедлением инфляцией), затем последовал острый финансовый кризис. С лета 2000 г. проявился отток капитала из страны, а в ноябре началось бегство капитала - курс турецкой лиры рухнул с последующим распространением системного риска на банковский сектор (проблемы ликвидности, банковский кризис) и фондовый рынок (падение курсов ценных бумаг), резким ростом процентных ставок. Базовая причина – в связи с финансовой стабилизацией сокращение прибыльности

⁶⁹ Ekinci N.K., Erturk K. Turkish Currency Crisis of 2000 – 01, Revisited. Working Paper 2004 – 01.– NY.: Center for Economic Policy Analysis, January 2004

⁷⁰ Ekinci N.K., Erturk K. Turkish Currency Crisis of 2000 – 01, Revisited. Working Paper 2004 – 01.– NY.: Center for Economic Policy Analysis, January 2004

операций в Турции до уровня ниже премии за риск и, как следствие, соответствующий “переворот” позиций иностранных спекулятивных участников рынка – с притока на интенсивный отток капитала.

В феврале 2001 г. политический кризис в Турции вызвал резкое сокращение ликвидности, быстрый рост процентных ставок и отмену фиксированного курса национальной валюты (с его последующим падением на 40% в течение одного дня).⁷¹

Турция (2000 - 2002 гг.)

Финансовый кризис привел к **сокращению реального ВВП** в 2001 г. на 7,3% наравне с **сокращением расходов домашних хозяйств и расходов на формирование основного капитала** в 2001 – 2002 гг. пиковых значений достигло ослабление национальной валюты по отношению к доллару США (-53,6% в 2001 г. при том, что многолетнее ослабление турецкой лиры на фоне высокой инфляции являлось одной из фундаментальных составляющих финансового кризиса (таблица 6).

На пике кризиса последовал **объемный отток капитала** из страны (-14,6 млрд. долл.), демонстрируя изменение вектора движения иностранных капиталов (1998 – 2000 гг. характеризовались притоком капитала). Сокращение капитализации рынок акций в 2001 г. по сравнению с 2000 г. составило 32,%, в 2002 г. по сравнению с 2001 г. – 27,5%.

Таблица 6 - Воздействие финансового кризиса на государственные финансы, Турция (1998 – 2002 гг.)⁷²

Показатель	1998	1999	2000	2001	2002
Экономическая и финансовая динамика					
ВВП в сопоставимых ценах, % к предыдущему году	103,0	95,3	107,2	92,7	107,8
Расходы домашних хозяйств, % к предыдущему году	184,1	154,8	159,4	144,2	143,2
Формирование основного капитала, % к предыдущему году	168,5	131,9	164,4	116,4	142,1
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	184,5	164,8	154,8	154,4	144,9
Рыночный валютный курс к долл. США на конец года, % к предыдущему году	-34,6	-42,0	-19,6	-53,6	-0,12
Внутренний кредит / ВВП, %	39,3	48,8	49,9	70,3	58,0

⁷¹ Bodiroglu I., Erenay Z. A Pattern Recognition Model for Predicting a Financial Crisis in Turkey: Turkish Economic Stability Index. – Istanbul, Istanbul Technical University, Bogazici University, December 2006

⁷² IMF International Financial Statistics January 2003, World Federation of Exchanges Time Series

Финансовый счет платежного баланса, млрд. долл. США((+) - приток, (-) – отток)	-0,8	+5,0	+8,6	-14,6	+1,3
Капитализация рынка акций, % к 1995 г.	161,8	542,6	335,4	227,0	164,7
Рыночная стоимость облигаций, % к 1995 г.	182,4	209,8	265,4	412,2	453,4
Степень устойчивости государственных финансов					
Доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	200,0	156,4	178,9	153,6	н/д
Расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	194,5	175,8	166,7	179,9	н/д
Профицит (+), дефицит (-) государственного бюджета / Расходы государственного бюджета, %	-26,2	-34,2	-29,0	-38,5	н/д
Государственный долг (внутренний и внешний) / ВВП, %	41,4	53,5	50,9	99,9	н/д
Стоимость краткосрочного государственного долга (Treasury Bill Rate)	н/д	н/д	25,18	85,33	59,50
Дефлированные доходы и расходы бюджета					
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	184,5	164,8	154,8	154,4	144,9
Дефлированные доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	108,4	94,9	115,6	99,5	н/д
Дефлированные расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	105,4	106,7	107,7	116,5	н/д

Признаки неустойчивости государственных финансов Турции, направления и глубина воздействия системных рисков, проявившихся в кризисной ситуации 2000 - 2002 гг.:

-рост государственного долга с уровней 40 - 50% ВВП в 1998 – 2000 гг. до уровней 100% ВВП в 2001 гг.;

-падение реальных доходов государственного бюджета на 0,5% в 2001 г. при росте расходов бюджета – на 16,5% в 1998 г.;

-опережающий рост номинальных и реальных расходов государства по отношению к доходам, проявление неэластичности расходов к отрицательной экономической динамике (2001 г.);

-экстремальный рост стоимости государственных заимствований с 25,2% в 2000 г. по краткосрочным казначейским векселям до 85,3% в 2001 г.;

-возникновение пиковых значений дефицита бюджета (больше 38% к сумме государственных расходов в 2001 г.) на фоне многолетнего функционирования государственных финансов с устойчивым дефицитом бюджета.

Южная Африка – 1998 г.: кризис на рынке облигаций с перерастанием в валютный кризис⁷³

К апрелю 1998 г. нерезиденты имели значительные длинные позиции в финансовых активах на южно-африканском рынке; с апреля на рынок стало оказываться значительное понижающее давление, начатое с внутреннего рынка облигаций (рост процента, снижение курсов, уход нерезидентов с оказанием давления на национальную валюту) и продолженное на международном рынке еврооблигаций ЮАР (массовые продажи).

Как следствие этого, крупные глобальные институты, действующие с высоким левэриджем, заняли массивные короткие позиции против облигаций и национальной валюты (южноафриканского рэнда) (одновременно тем самым хеджируясь против потерь в длинных позициях на других формирующихся рынках, что позволял делать южноафриканский рынок как высоколиквидный, с развитым сегментом репо). Короткая позиция участников валютного рынка оценивалась в 7% ВВП, при этом наибольшая часть операций валютного рынка концентрировалась на его иностранных участниках. Следствием стало масштабное падение курса национальной валюты.

Бразилия – август – сентябрь 1998 г.: валютный кризис в результате трансмиссии системных рисков с российского финансового рынка

Немедленно за наступлением финансового кризиса в России в августе 1998 г. иностранные инвесторы начали массовую ликвидацию портфельных инвестиций на рынке Бразилии, превращая их в долларовую наличность. Масштабное бегство капитала привело к острому финансовому кризису (крах рынка акций, девальвация национальной валюты, обесценение бразильских облигаций – вслед за российскими – на внешних рынках, падение золотовалютных резервов и т.п.). Одним из предполагаемых каналов взаимосвязи были операции германских банков, которые вслед за потерями в России закрывали свои позиции в Бразилии, восстанавливая ликвидность.⁷⁴ Российский и бразильский финансовые

⁷³ Report on the Working Group on Highly Leveraged Institutions. – Financial Stability Forum, April 2000. – P.133 - 134

⁷⁴ Baig T., Goldfain I. The Russian Default and the Contagion to Brazil. – Wash.: International Monetary Fund. – Working Paper WP/00/160. – October 2000.

рынки воспринимались как рынки – субституты, соразмерные по уровню финансового риска.

Резкое усиление связи с российским рынком в кризисном 1998 г. показали и *другие рынки Латинской Америки* (коэффициенты корреляции между рынками акций России и Бразилии (январь – декабрь 1998 г.) – 0,956, России и Венесуэлы – 0,934, России и Аргентины – 0,917, России и Перу – 0,851, России и Чили – 0,939, России и Мексики – 0,947 9 (расчеты сделаны по месячным (январь – декабрь) значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995-2000 гг. и опубликованным в Интернете на сайте MSCI).

Аргентина – 2001 г.: кризис государственного долга на фоне экономической депрессии с перерастанием в валютный кризис, кризис банковского сектора и кризис на рынке ценных бумаг⁷⁵

К моменту кризиса в Аргентине более 10 лет существовал **валютный совет**, жестко привязывающий курс и эмиссию песо к курсу доллара США и, соответственно, к потоку долларов США, поступающих в экономику Аргентины. Одновременно нарастала финансовая долларизация (всё больше внедрение доллара США во внутренний финансовый оборот Аргентины). К концу 1990 –х гг. банковская система была высоко капитализирована, находилась в здоровом состоянии, более 70% активов принадлежали иностранным банкам (ожидалось, что их дочерние банки в Аргентине будут полностью защищены репутацией и торговыми марками своих иностранных собственников).

С конца 1998 г. экономический рост сменился депрессией (падение ВВП в 1999 – 2001 гг.), экцессивным увеличением дефицита бюджета и государственного долга (при сокращении доходов бюджета), оттоком иностранных инвестиций (в том числе влияние финансового кризиса в Азии, России и Бразилии). В течение 1990-х гг. постоянно дефицитным был текущий счет платежного баланса. В течение декабря 2000 г. – ноября 2001 г. продолжались попытки обеспечить нулевой дефицит государственного бюджета (увеличение налогов), реструктурировать государственный долг, получить расширенную финансовую помощь со стороны международных финансовых организаций на покрытие обязательств государства и удержание фиксированного курса песо. К декабрю 2001 г. пакет финансовой помощи получен не был, летом 1991 г. международными рейтинговыми

⁷⁵ De La Torre A., Yeyati E.L., Schmukler S.L. Living and Dying with Hard Pegs. The Rise and Fall of Argentina's Currency Board. – Wash.: World Bank, March 2003

агентствами был снижен кредитный рейтинг Аргентины, усилился отток иностранных инвестиций, сопровождающийся падением фондового рынка.

В ноябре – декабре 2001 г. – возникновение банковской паники, затронувшей почти все банки Аргентины и спровоцированной настроениями неизбежной девальвации песо и последующих дефолтов банков и будущей потерей населением размещенных в них депозитов (изъятие до 30 – 40% депозитов, резкое сокращение золотовалютных резервов). 2 декабря 2001 г. были наложены ограничения на изъятия депозитов населением из банков, после чего последовали социальные волнения, изменения политического руководства страны, объявление дефолта по государственному долгу и выход из валютного совета (с немедленной девальвацией песо на 40%).

Аргентина (2000 - 2002 гг.)

В связи с финансовым кризисом сокращение реального ВВП составило в 2001 г. – 4,4%, в 2002 г. – 10,9% (при том, что реальный ВВП сокращался и в 1999 – 2000 гг., что являлось одной из экономических основ реализации системного риска в финансово-кредитной сфере). Параллельно в 1999 – 2001 гг. уменьшались расходы домашних хозяйств (до 4% ежегодно) и расходы на формирование основного капитала (на 10 – 20% ежегодно) (**таблица 7**).

При сдержанной динамике цен (в Аргентине существовал режим валютного совета (Currency Board), вспышка инфляции возникла при выходе из указанного режима в 2002 г. – рост цен на 25,9% за год при одновременном снижении обменного курса национальной валюты к доллару США на 69,0%.

Таблица 7 - Воздействие финансового кризиса на государственные финансы, Аргентина (1998 – 2002 гг.)⁷⁶

Показатель	1998	1999	2000	2001	2002
Экономическая и финансовая динамика					
ВВП в сопоставимых ценах, % к предыдущему году	103,9	96,6	99,2	95,6	89,1
Расходы домашних хозяйств, % к предыдущему году	101,7	96,3	99,0	94,0	104,5
Формирование основного капитала, % к предыдущему году	105,1	85,7	90,0	82,8	98,2
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	100,9	98,8	99,1	98,9	125,9
Официальный валютный курс к долл. США на конец года, % к предыдущему году (Currency Board)	0,0	0,0	0,0	0,0	-69,0%

⁷⁶ IMF International Financial Statistics January 2003, World Federation of Exchanges Time Series

Внутренний кредит / ВВП, %	31,9	34,7	33,7	36,5	61,9
Финансовый счет платежного баланса, млрд. долл. США((+) - приток, (-) – отток)	18,9	14,4	7,9	-15,0	-20,7
Капитализация рынка акций, % к 1995 г.	120,0	147,8	121,3	88,4	43,8
Рыночная стоимость облигаций, % к 1995 г.	140,8	143,9	144,3	131,3	70,3
Степень устойчивости государственных финансов					
Доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	102,3	95,8	103,2	92,5	107,8
Расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	102,0	104,5	100,3	97,3	95,3
Профицит (+), дефицит (-) государственного бюджета / Расходы государственного бюджета, %	-8,8	-16,5	-13,8	-18,2	-7,6
Государственный долг (внутренний и внешний) / ВВП, %	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Стоимость краткосрочного государственного долга (Ориентир – Money Market Rate)	6,81	6,99	8,15	24,90	41,35
Дефлированные доходы и расходы бюджета					
Динамика потребительских цен, % к предыдущему году	100,9	98,8	99,1	98,9	125,9
Дефлированные доходы государственного бюджета, % к предыдущему году	101,4	97,0	104,1	93,5	85,6
Дефлированные расходы государственного бюджета, % к предыдущему году	101,1	105,8	101,2	98,4	75,7

Приток капитала в 1998 – 2000 гг. сменился ярко выраженным оттоком (до 15 – 20 млрд. долл. США ежегодно в 2001 – 2002 гг.). Как следствие, произошли крахи на рынке акций (снижение капитализации в 2001 г. на 27,1% и в 2002 г. еще на 50,5%) и на рынке облигаций (снижение рыночной стоимости облигаций, обращающихся на организованном рынке, в 2001 г. на 9%, в 2002 г. – на 46,5%).

Признаки неустойчивости государственных финансов Аргентины, направления и глубина воздействия системных рисков, в условиях воздействия системных рисков, вызванных кризисной ситуацией 2000 -2002 гг.:

- падение **номинальных доходов и расходов** государственного бюджета;
- падение **реальных доходов** государственного бюджета на 6,5% в 2001 г., на 14,4% в 2002 г., расходов бюджета – **на 1,6%** в 2001 г. и на 24,3% в 2002 г.;

-сокращение расходов в реальном выражении в существенно меньшей степени по сравнению с уменьшением доходов бюджета (2001 г.), проявление неэластичности расходов к отрицательной экономической динамике;

-возникновение пиковых значений дефицита бюджета (больше 18% к сумме государственных расходов в 2001 г.) на фоне многолетнего функционирования государственных финансов с устойчивым дефицитом бюджета;

-резкий рост стоимости заимствований по государственному долгу (в 3 – 5 раз в 2001 – 2002 гг.)