

## О циклах мировой финансовой системы и возникающих рисках

### Об авторе



#### Михаил Ершов

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

Финансовый университет при Правительстве РФ  
125993, г. Москва, ГСП-3, Ленинградский пр-т, 49  
lupandina@fief.ru

### Ключевые слова

финансовый цикл, финансовый кризис, центральные банки, фондовый рынок

### Основные тезисы

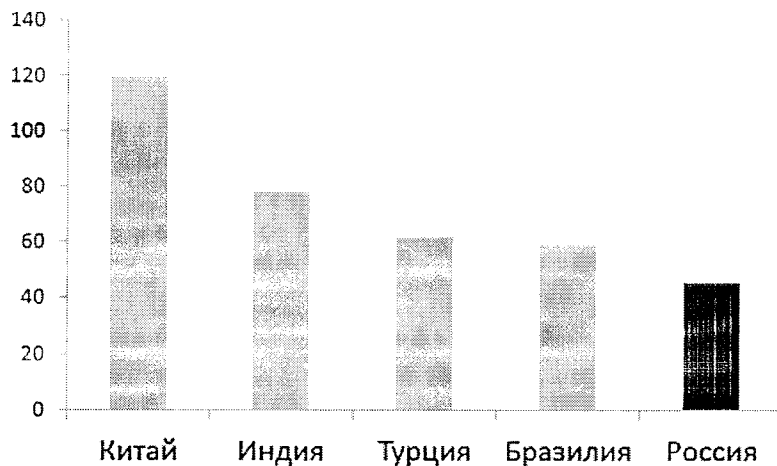
- В условиях возможных 7-летних циклов на финансовых рынках основные финансовые индикаторы, которые являются косвенными показателями состояния рынка, показывают свою перегретость.
- Поиск доходов в условиях низких процентных ставок способствует росту рискованного фондирования, который вновь достиг предкризисных уровней.
- В России следует быть готовыми к созданию механизмов, минимизирующих внешние шоки.

В российской финансовой системе начинает формироваться новое явление для последних лет — профицит структурной ликвидности. Он связан не только, и не столько с расходом средств из Резервного фонда, как это принято объяснять [1]. Этот профицит также связан с сжавшимся внутренним спросом (в том числе из-за девальвации рубля (рис. 1)), и с высоким уровнем процентных ставок (рис. 2). Это делает рублевые средства не востребованными и труднодоступными для населения и бизнеса. Многие отрасли просто не могут себе позволить взять деньги по такой цене. Принято считать, что у нас мало привлекательных проектов и мало надежных заемщиков. Однако,

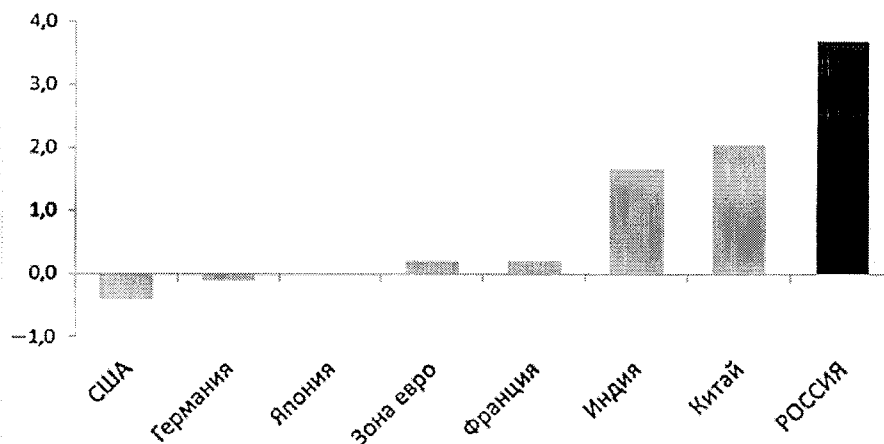
естественно, при снижении ставок круг возможных проектов расширится.

Еще больше осложнила ситуацию на финансовом рынке высокая волатильность рубля, добавляющая неопределенность при планировании будущих затрат для бизнеса и населения. По январским опросам реального сектора РСПП, наибольшее число респондентов назвали волатильность и слабый курс рубля (44 %) среди основных факторов мешающих росту. Курс рубля демонстрирует самую большую волатильность среди стран с развивающимися рынками (рис. 3).

Естественно запретительно высокие процентные ставки, повышенная волатильность рубля, курсовые провалы су-



**Рис. 1.** Номинальный эффективный валютный курс (январь 2010 г. — выбран за отметку 100, данные на январь 2016 г.)  
Источники: по данным центральных банков соответствующих стран



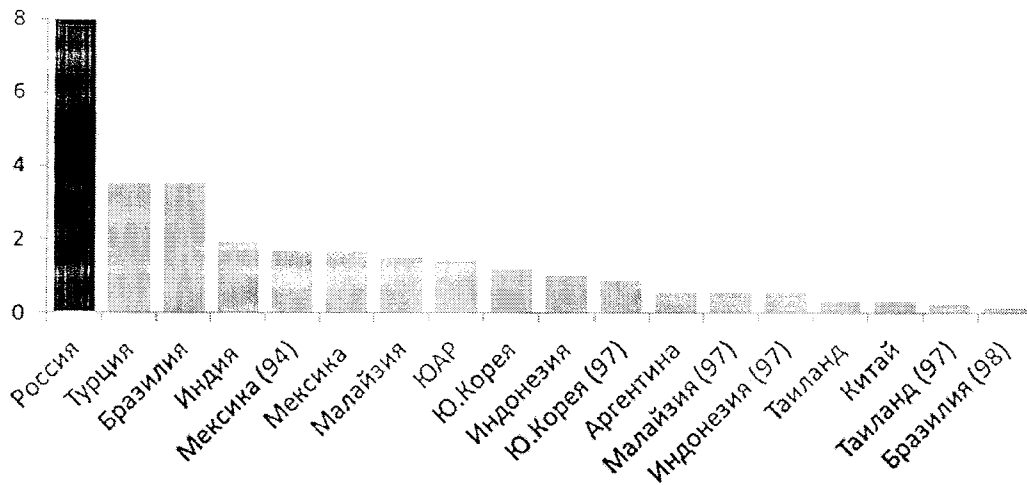
**Рис. 2.** Реальный уровень процентных ставок в ряде стран (май 2016 г.), %  
Источники: по данным центральных банков соответствующих стран

шественно усложняют условия ведения бизнеса и повышают риски. Все это обуславливает и формирование избытка средств в финансовом секторе.

Аналогично в ряде стран также наблюдается избыток финансовых средств, которые ищут сфер для вложений. Но там такой избыток имеет качественно иной характер. Он сформировался в результате вброса ликвидности со стороны центральных банков ведущих стран в ходе борьбы с последним финансовым кризисом. В условиях дешевизны процентных ставок это приводит к объемным вложениям фи-

нансовых ресурсов в различные активы (в первую очередь акции), что вызывает неоправданный рост их цен и ведет к перегреву рынков, повышая вероятность очередного финансового кризиса.

При этом многие задаются вопросом, что ожидать дальше, тем более по опыту провалов прошлого все помнят, что после первых падений через короткий период времени иногда происходил второй — еще более глубокий провал. Все это тем более актуально с учетом периодизации финансовых циклов в новейшей истории. Следует отметить, что



**Рис. 3.** Волатильность валютных курсов ряда стран (2015 г., в скобках указаны другие кризисные годы, когда была повышенная волатильность)  
 Источник: ЕЦБ

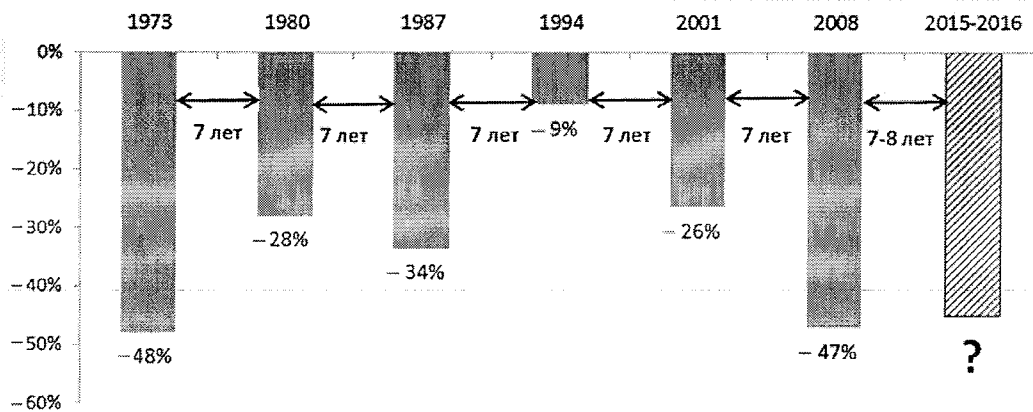
у финансовых кризисов отмечается своя периодичность — 6–8 лет, не совпадающая с очередностью известных циклов («кондратьевских» и др.) (рис. 4).

Это дает возможность предположить либо свою собственную периодизацию циклов в финансовой сфере, либо их искусственный рукотворный характер, при котором они провоцируются для решения неких системных задач (передел сфер влияния, собственности и др.).

Примечание: циклы развития экономики и циклы на финансовых рынках имеют определенную взаимосвязь. При

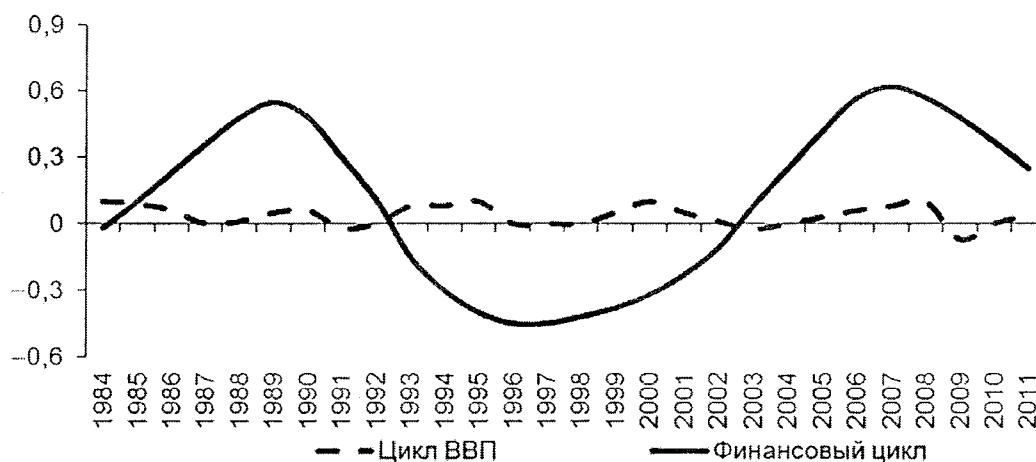
этом особенностью финансовых циклов является то, что они имеют большую продолжительность во времени и большую амплитуду, чем экономические циклы. Однако при этом финансовые циклы проявляются реже, чем бизнес-циклы.

Негативные тренды периодически остро проявляются на мировых фондовых рынках. Так, неуверенность участников рынка привела к тому, что в первые дни торгов 2016 г. американские фондовые индексы показали самое глубокое снижение более чем за 80 лет (рис. 6). Зна-



**Рис. 4.** Динамика Индекса S&P 500, %  
 Источник: расчеты автора, Bloomberg



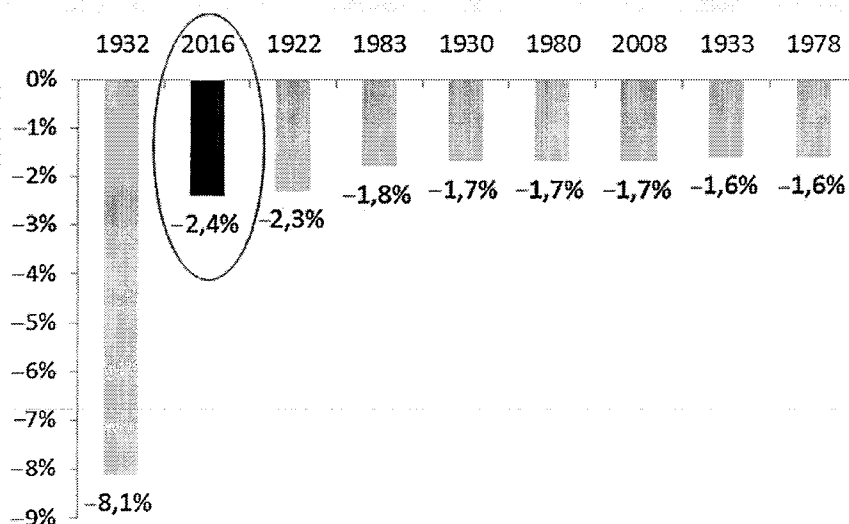


**Рис. 5.** Финансовые и бизнес циклы в США  
Источник: BIS

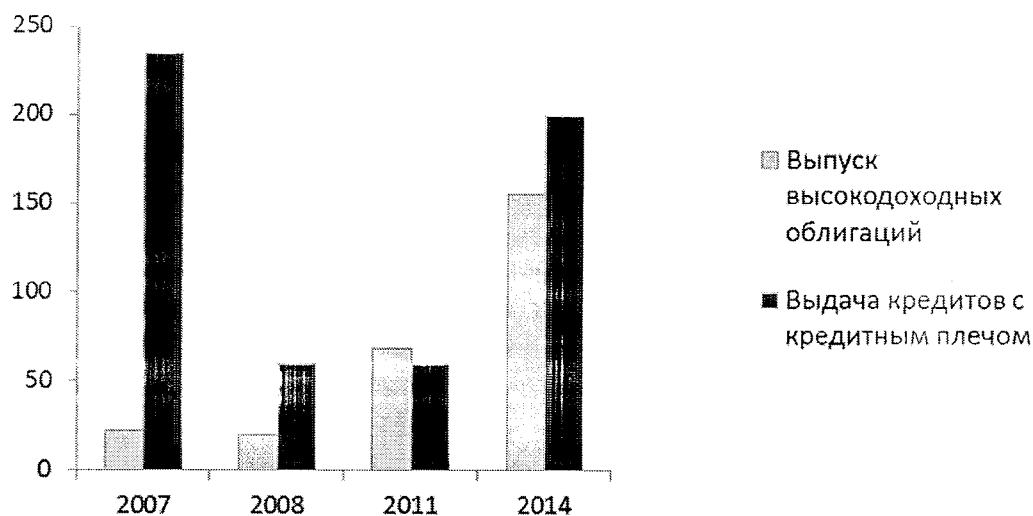
чительное падение отмечалось и на других мировых фондовых рынках.

В январе 2016 г. эксперты международного банка UBS заявили о возможности падения фондового показателя S&P500 на 20–30 % в течение 2016 г. По их мнению, возможен также драматический рост волатильности активов в ближайшие годы. Аналогично эксперты банка Societe Generale прогнозируют возможность падения американских фондовых индексов более чем на 75 %.

Поиск доходов в условиях низких процентных ставок способствует росту рискованного фондирования, который вновь достиг предкризисных уровней (рис. 7). Участники рынка начинают также более активно использовать кредитное плечо, которое отражается в увеличении показателя т. н. «маржинального долга» — «margin debt», показывая формирование больших пузырей внутри финансовой системы, и говорит о формировании потенциала по ее дестабилизации. «Большинство участников рынка вряд ли смогут



**Рис. 6.** Масштабный провал индекса S&P в первый день торгов 2016 г.  
Источник: Bloomberg

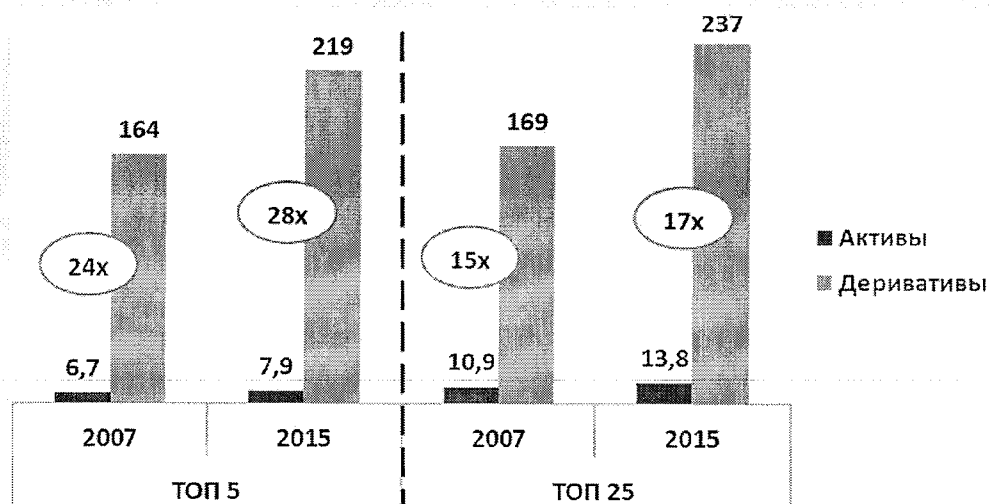


**Рис. 7.** Выпуск высокодоходных облигаций и выдача кредитов с кредитным плечом  
Источник: ЕЦБ

противодействовать давлению со стороны акционеров относительно необходимости повышения доходности операций» — сказал прежний глава Банка Японии М. Широкава.

«Мы находимся в гигантском пузыре активов, который может лопнуть в любой момент» — считает крупный финансовый инвестор М. Фабер. И наступление указанных событий лишь дело времени, поскольку фундаментальные перекосы не устраняются, а лишь обостряются.

Действительно, рост деривативов превышает рост активов, достигая предкризисных уровней (рис. 8). Так, для крупнейших американских банков top-5 соотношение «деривативы/активы» составило почти 30 раз, что более чем на 15% превышает свой предкризисный максимум (2007 г.). При этом для банков top-25 соотношение «деривативы/активы» составляет 17 раз, что также выше уровня, отмечавшегося до кризиса. Действительно, рост деривативов у банков может



**Рис. 8.** Активы и деривативы банков США (трлн долл.)  
Источник: US Office of the Comptroller of the Currency, April 2016



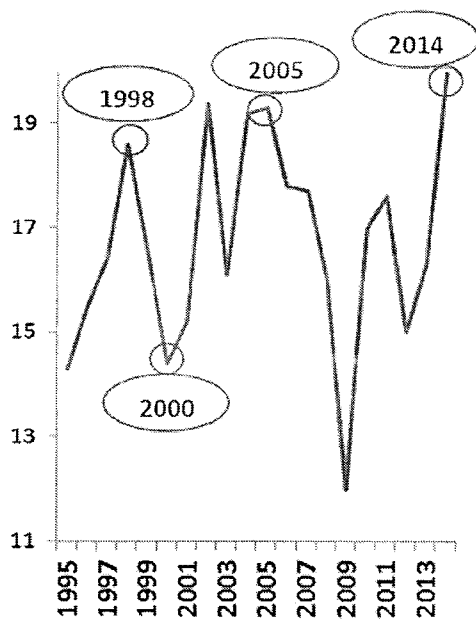


Рис. 9. Price/Earning multiple (медиана) (NYSE)

быть следствием «оптимизации» балансов и минимизации рисков, однако следует помнить, что подобные аргументы приводились и перед кризисом 2008 г. и именно деривативы усилили развитие кризисных процессов.

Все это приводит к неоправданному росту цен на фондовых рынках и их перегреву. Укажем, что американский фондовый рынок по ряду показателей в настоящее время находится на уровне, превышающем свои предкризисные пере-

гревы прошлого — пузыря технологических акций «dotcom» 2000–2001 гг. и ипотечного пузыря 2005–2007 гг. (рис. 9).

Отметим также, что показатель P/E превышает свои предкризисные пики, что, естественно, говорит о растущих рисках обвала (отдельные примеры этого, в частности периодически резкое снижение китайского индекса Shanghai Composite, является подтверждением этого).

Растущая неопределенность повышает актуальность стабилизационных мер. Так, участники рынка создают резервы, чтобы пережить возможные кризисные потрясения. Например, в июне Китай резко и масштабно (более чем на 50%) увеличил свои золотые резервы (рис. 10). Таким образом, Китай поднялся на 5 место в списке стран с наибольшими запасами золота, обогнав при этом Россию (рис. 11). Эксперты прогнозируют, что Китай и дальше продолжит аккумулировать золотые резервы.

Аналогично и Россия наращивает свой золотой запас. Более того, размер золотовалютных резервов России сейчас превышает величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) почти в 2 раза. По этому критерию рубль находится в категории обеспеченных валют (о чем необходимо напоминать рынку) (рис. 12). Согласно газете «The Washington Times», «Россия — страна с валютой, обеспеченной золотом», и лишь вопрос времени, когда она это преимущество реализует [3].

На нынешней фазе финансового цикла кризисные риски существенно обост-

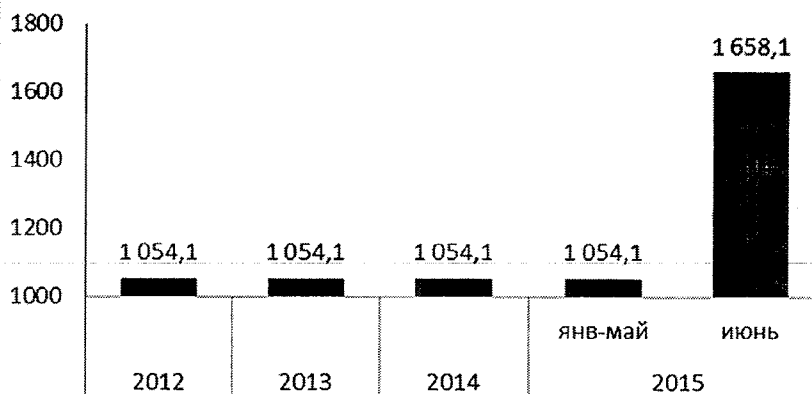
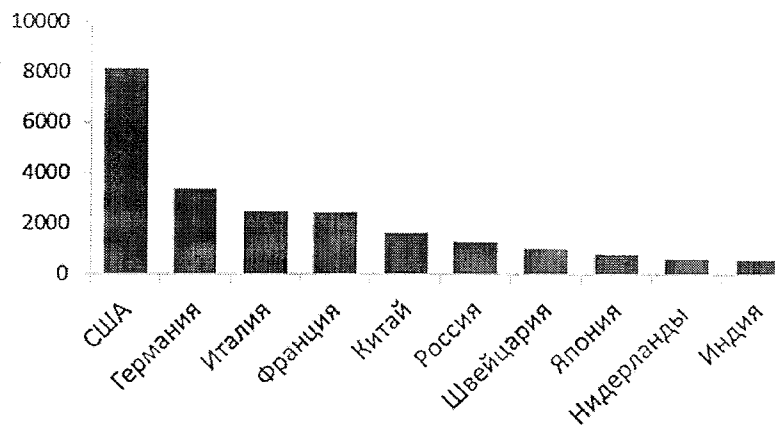
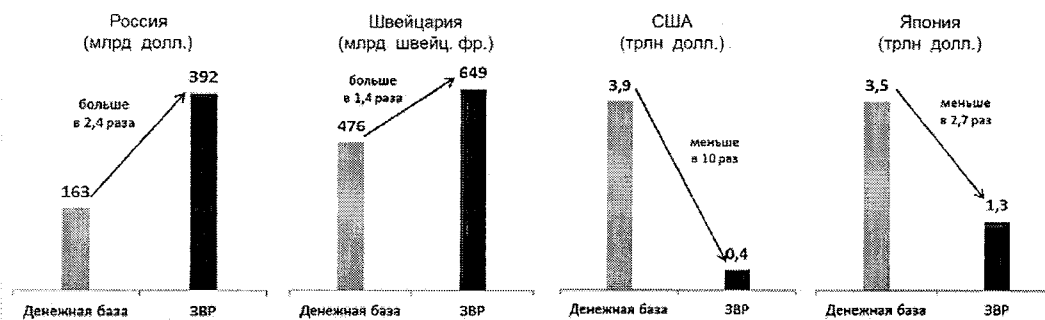


Рис. 10. Официальные запасы золота Китая (тонны)  
Источник: Центральный банк Китая



**Рис. 11.** Страны с крупнейшими запасами золота (тонны)  
Источник: центральные банки соответствующих стран



**Рис. 12.** Денежная база и международные резервы (2015 – апрель 2016 г.)  
Источник: центральные банки соответствующих стран

рились. Это делает необходимым формирование механизмов и подходов, которые позволят России нейтрализовать нега-

тивное воздействие и обеспечить ей устойчивое развитие.

## Литература

1. Доклад о денежно-кредитной политике. Март 2016. Банк России. С. 24.
2. Quarterly Review, June 2015. Bank for International Settlement.
3. [www.washingtontimes.com](http://www.washingtontimes.com), 30.04.2015.

## References

1. Monetary Policy Report. March 2016. Bank of Russia (in Russian).
2. Quarterly Review, June 2015. Bank for International Settlement.
3. [www.washingtontimes.com](http://www.washingtontimes.com), 30.04.2015.