

УДК 339.7(045)

Роль глобальных дисбалансов в формировании тенденции диверсификации активов мирового финансового рынка

ЗВОНОВА ЕЛЕНА АНАТОЛЬЕВНА,

д-р экон. наук, профессор, заведующая кафедрой «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия

E-mail: zvonovalena7@mail.ru

Аннотация. В статье анализируется роль глобальных дисбалансов мировой финансовой архитектуры в формировании современной императивной тенденции диверсификации активов финансовых рынков. Тематика статьи охватывает исследование статистического материала о состоянии и тенденциях развития основных групп финансовых активов международного и национальных финансовых рынков (НФР). Цель работы: выявить основные проблемы и направления развития мирового финансового рынка в условиях глобальных дисбалансов. В работе проведена обработка статистической информации, которая позволила дать количественные характеристики основных видов финансовых активов и их роли в эволюции глобального финансового рынка. В ходе исследования использовались методы сравнительного анализа, синтеза, комплексного подхода, системности и иные методы познания. Сделан вывод о том, что в связи с широкой диверсификацией финансовых активов в посткризисный период ключевыми объектами реформы мировой финансовой архитектуры являются ее следующие институты: банковский сектор; финансовый рынок в широком смысле, особенно его фондовый сектор и сектор деривативов; небанковские финансовые институты; кредитные рейтинги и рейтинговые агентства.

Ключевые слова: глобальные дисбалансы, мировая финансовая архитектура, диверсификация финансовых активов, навес ликвидности, ремонетизация золота, реформирование мирового финансового рынка.

The role of global imbalances in the formation of the global financial market assets diversification trend

ELENA ANATOL'EVNA ZVONOVA,

doctor of Economics, Professor, Head of the Global Finance Department of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

E-mail: zvonovalena7@mail.ru

Abstract. The article analyzes the role of global imbalances, the global financial architecture in the formation of the modern imperative trend of diversification of financial asset markets. The article subject covers the study of statistical data on the state and trends of the major groups of financial assets of international and national financial markets (NFM). The objective is to identify the main problems and development directions of the global financial market in the conditions of global imbalances. The work carries out the processing of statistical data that allowed to give the quantitative characteristics of the main types of financial assets and their role in the evolution of the global financial market. The methods used for study are those of comparative analysis, synthesis,



integrated approach, system and other methods of cognition. It was concluded that due to the broad diversification of financial assets in the post-crisis period, the key objects of reform global financial architecture are its following institutions: the banking sector; financial market in the broadest sense, especially its equity sector and derivatives sector; non-bank financial institutions; credit ratings and rating agencies.

Keywords: global imbalances, the global financial architecture, diversification of financial assets, the liquidity overhang, remonetization of gold, reforming the global financial market.

Глобальный финансовый кризис 2008–2009 гг. и современный период посткризисного развития глобальных финансов и мировой финансовой архитектуры (МФА) создали ситуацию повышенной неопределенности цен на все активы мирового финансового рынка (МФР). В этой ситуации глобальные дисбалансы сбережений и потребления, внешней задолженности, а также несоответствия национального уровня регулирования МФР его глобальным масштабам не только продолжали углубляться, но и создавали новые системные проблемы в реформировании МФА.

Основным следствием глобального дисбаланса сбережений и потребления стало ускорение оттока капитала из «производительной периферии» (которая на современном этапе, помимо нефтедобывающих стран Ближнего Востока, охватывает также ряд других, в том числе индустриально развитых экономик, ориентированных на экспорт) в «потребляющий центр» англосаксонской модели глобальной экономики. Прежде всего — в США и Великобританию. Так, по данным МВФ, на современном этапе основными чистыми экспор-

терами капитала выступают: Германия, Китай, Саудовская Аравия, Нидерланды, Корея, Тайвань, Кувейт, Сингапур, Россия, Катар, ОАЭ, на которые в совокупности в 2014 г. приходилось 74% чистого экспорта капитала (рис. 1). В то же самое время почти половина (49,5%) чистого притока капитала в мире в 2014 г. поступила в США и Великобританию (рис. 2).

Еще около 15–20% экспорта капитала приходилось на портфельные инвестиции суверенных инвестиционных фондов этих стран, которые стали формироваться за счет доходов от экспорта сырья и другой продукции [3]. При этом отмеченный в данный период приток портфельных инвестиций в страны БРИКС носил преимущественно краткосрочный (спекулятивный) характер.

Устойчивое и масштабное инвестирование Китая и Японии в американские казначейские обязательства обусловлено:

- политическими обязательствами перед США;
- размерами экономик;
- привязкой экспортных стратегий к американским рынкам;

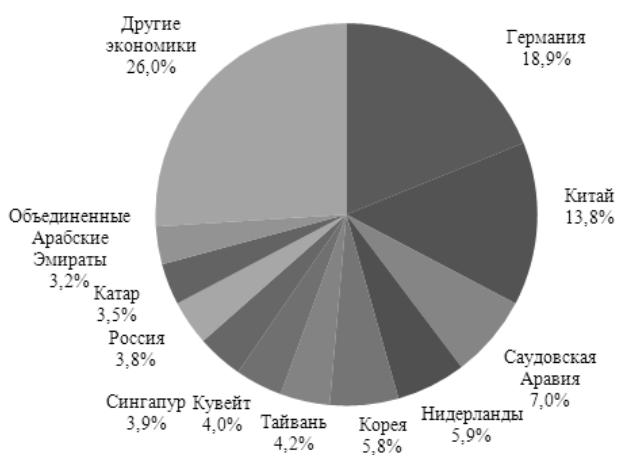


Рис. 1. Крупнейшие чистые экспортеры капитала, 2014 г.

Источник: [1, 2].

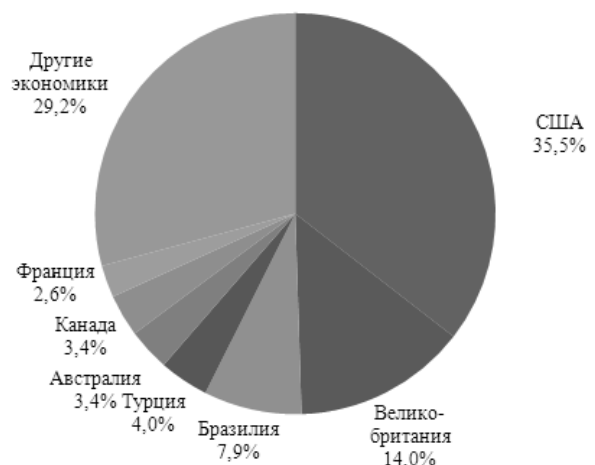


Рис. 2. Крупнейшие чистые импортеры капитала, 2014 г.

Источник: [1, 2].



- доминирующей ролью доллара во взаимных внешнеторговых расчетах (что соответственно вызывает необходимость стерилизации долларовой выручки на их внутренних рынках);
- необходимостью обеспечения ликвидности и стабильности НФС в условиях действующей системы свободно плавающих валютных курсов и свободного трансграничного движения капиталов с целью противодействия спекулятивным атакам на курсы национальных валют Китая и Японии (рис. 3).

Показательно, что Россия постепенно сворачивает свое участие в финансировании внешнего государственного долга США как в относительных, так и абсолютных показателях. Так, доля российского портфеля инвестиций в американские казначейские бумаги снизилась с 2,8% (142,1 млрд долл.) в феврале 2012 г. до 1,2% (70,6 млрд долл.) в мае 2015 г. (рис. 4).

Результатом устойчивого притока капиталов на формирующиеся рынки стало хроническое «перенакопление» международной ликвидности развивающимися странами (полюс сбережения), которое отчетливо проявилось в превышении

ими основных порогов достаточности — критерия покрытия трехмесячного импорта и критерия Гвидотти — покрытия выплат по внешнему долгу. По состоянию на 2014 г. (до введения экономических санкций в отношении РФ) накопленный объем резервных активов развивающихся стран более чем втрое превышал критерий трехмесячного импорта и вдвое — критерий покрытия краткосрочных выплат по внешнему долгу [4].

Проведенный анализ показал, что сохраняющиеся глобальные дисбалансы в МФА привели в посткризисный период к формированию тенденции неопределенности стоимостных трендов финансовых активов. Устойчивая тенденция диверсификации активов МФР стала следствием того, что глобальный финансовый кризис продемонстрировал: ни один финансовый актив не обеспечивает абсолютной защиты от рисков.

В посткризисной эволюции структуры финансовых активов на МФР сформировалось несколько устойчивых тенденций:

- 1) волатильность валютных курсов в целом, и в частности резервных валют, что сформировало

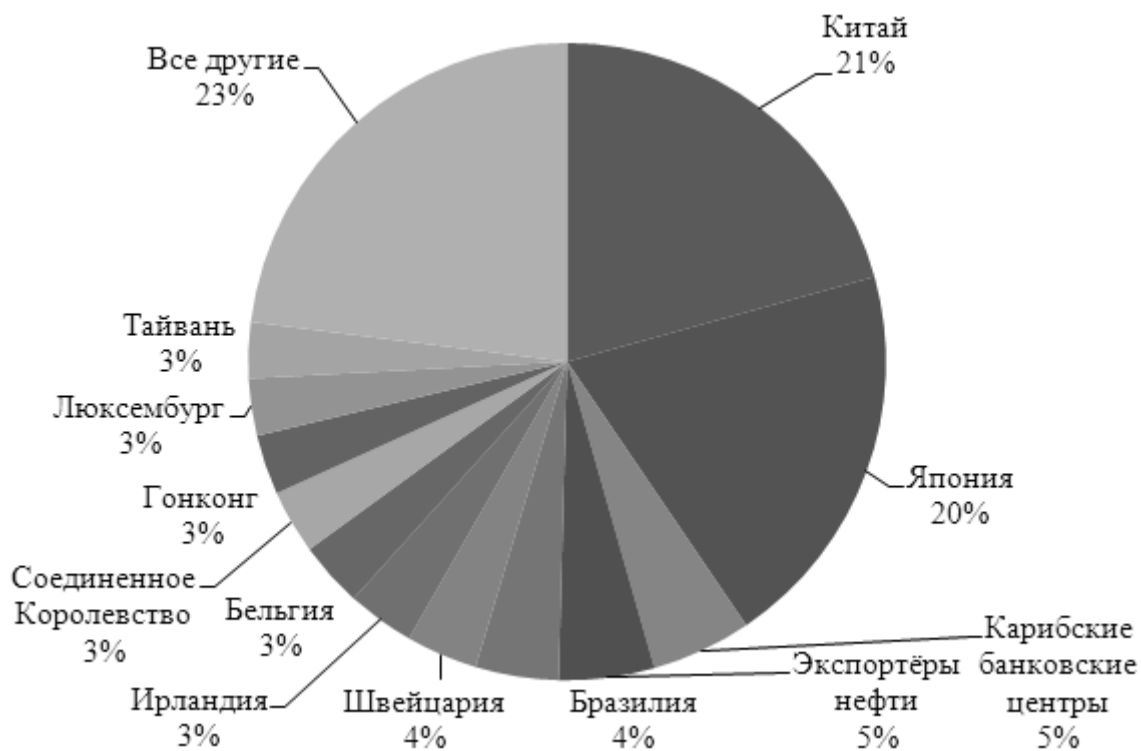


Рис. 3. Основные страны — держатели казначейских бумаг США, май 2015 г. (в % от совокупного размера — 6,1 трлн долл.)

Источник: [3].

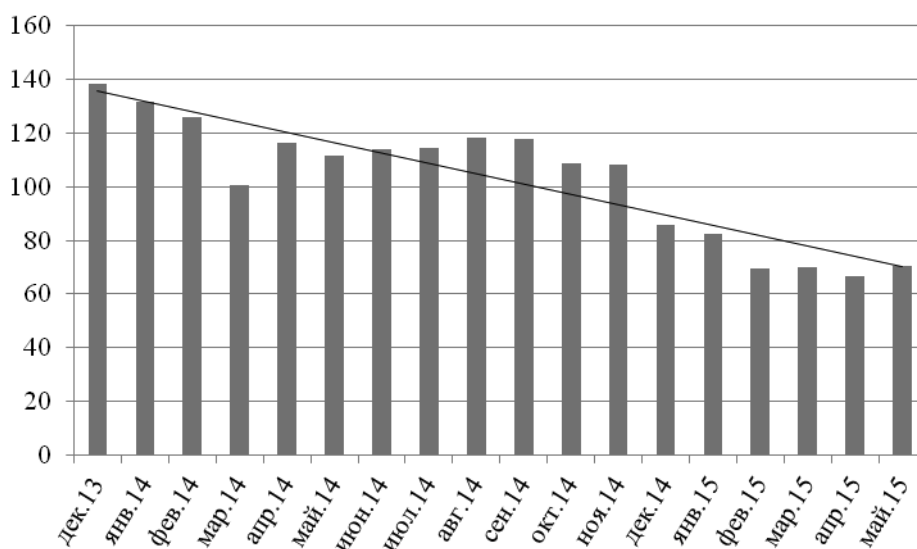


Рис. 4. Динамика снижения размера российского портфеля казначейских облигаций США, декабрь 2013 – май 2015 гг., млрд долл. США

Источник: [2].

тенденцию к снижению удельного веса ключевых мировых валют в структуре международных резервов при одновременном повышении значимости не только прочих валют (юаня), но и золота, удельный вес которого в совокупных международных резервах вырос с 10,8% в 2009 г. до 15,8% в 2014 г. [5];

2) увеличение объема ликвидности на МФР («навес» ликвидности), вызванное широко используемым в период кризиса и в посткризисный период монетарным стимулированием, спровоцировало повышенный спрос на финансовые активы при одновременном развороте потоков прямых и портфельных инвестиций с финансовых рынков развивающихся стран на финансовые рынки развитых стран;

3) в условиях неопределенности цен на все виды финансовых активов сформировалась тенденция частичной «ремонетизации» золота, которое рассматривалось в период 2008–2015 гг. как наиболее надежный финансовый актив;

4) посткризисное восстановление мировой экономики и мирового финансового рынка сформировало устойчивую потребность в привлечении дополнительных долгосрочных финансовых ресурсов («длинных» денег), источником которых стали такие институты МФР, как пенсионные и инвестиционные фонды, страховые и лизинговые компании и пр.;

5) глобальный кризис, наиболее болезненно сказавшийся на кредитно-банковском секторе

МФР, практически «обнулil» кредитную активность банков. Восстановление банковского сектора как основного сегмента финансового рынка, где происходит трансформация сбережений и накоплений в инвестиции и потребление, стало основным императивом реформирования посткризисной банковской архитектуры и для национальных, и для наднациональных регуляторов МФР;

б) в целях преодоления основных глобальных дисбалансов и восстановления нормального функционирования мирового финансового рынка в посткризисный период проводятся комплексные структурные реформы МФР на международном и национальном уровнях.

Волатильность валютных курсов

До глобального кризиса в результате усиления финансовой взаимозависимости всех участников системы мировых финансов произошло значительное увеличение объемов транснациональных потоков капитала и степени их волатильности. В результате возросло давление на валютные курсы, которые, в свою очередь, демонстрируют высокую степень волатильности. Поскольку валютный курс — это цена на один из базовых финансовых активов — валюту, очевидно, что для регулирования основных глобальных дисбалансов МФА режим формирования валютного курса должен быть максимально гибким. В то же время чрезмерная



волатильность валютных курсов дестимулирует активность участников МФР, повышает неопределенность и риски в мировой финансовой системе. Следовательно, выбор режима валютного курса в новых посткризисных условиях, представляя собой многофакторный процесс, приобрел особое значение. В 2015 г. в мире насчитывалось 43 страны (в основном государства — члены ОЭСР — Организации экономического сотрудничества и развития), которые придерживались плавающего валютного курса в отношении своих национальных валют, и 47 стран с режимом управляемого валютного курса. Остальные страны придерживались той или иной формы фиксированного валютного курса [6].

Фиксированный валютный курс, когда цена национальной валюты определяется на основе другой, более устойчивой иностранной денежной единицы, имеет ряд преимуществ для развивающихся стран, стремящихся повысить уровень стабильности национальной экономики и снизить темпы инфляции. Тем не менее страны с фиксированными валютными курсами в период глобального кризиса более всего подвержены и валютным, и банковским кризисам. В этой связи в период кризиса многие развивающиеся страны перешли на режим плавающих валютных курсов (Бразилия, Чили, Израиль, Польша и др.). Но политика свободного курсообразования по существу представляет собой механизм перераспределения благосостояния стран «периферии» в пользу «центра» МФА, что повышает риски неликвидности и финансовой устойчивости стран с заниженным курсом валют.

Наиболее наглядным показателем перераспределения национального дохода через заниженную покупательную способность валют выступает показатель ВВП. Так, по данным Всемирного банка, в результате девальвации рубля ВВП России (в долларовом эквиваленте) в 2009 г. по сравнению в 2008 г. сократился на 438 млрд (в 2014 г. по сравнению с 2013 г. падение российского ВВП составило 219 млрд долл.). Подобная ситуация наблюдалась и на Украине: в 2009 г. сокращение ВВП этой страны составило 62,7 млрд долл. по сравнению с 2013 г.; в 2014 г. ВВП сократился на 51,5 млрд долл. по сравнению с 2013 г. Для того чтобы избежать дефолта, в 2014 г. Украина обратилась за помощью к МВФ. Реализация антикризисной программы МВФ на Украине привела к беспрецедентному увеличению размера учетной

ставки процента Национального банка Украины (с 6,5% в апреле 2014 г. до 30% в марте 2015 г.), четырехкратному повышению стоимости коммунальных услуг, тотальному демонтажу социальной системы [7, расчеты автора].

В посткризисный период на саммитах «Группы двадцати» было принято решение о необходимости усиления роли свободного формирования курсов национальных валют как базового условия свободной и сбалансированной международной торговли и сокращения глобальных дисбалансов, особенно дисбаланса сбережения и потребления. Ряд стран с формирующимися рынками, имевшие по классификации МВФ относительно негибкие режимы валютных курсов после 2012 г., провели соответствующие реформы. Так, Россия сначала расширила допустимые пределы колебания курса рубля, а с ноября 2014 г. ввела режим свободного (впоследствии управляемого) плавления рубля.

Что касается китайского юаня, фиксированный валютный курс которого признается главным фактором сохранения основного глобального дисбаланса сбережения и потребления, то после 2012 г. монетарные власти КНР расширили коридор колебания курса юаня относительно доллара США. Китай не раскрывает информацию о валютных интервенциях, а если принять во внимание, что международные резервы КНР в начале 2015 г. превысили 4,1 трлн долл., то у Центрального банка Китая существуют практически неограниченные возможности поддержания фиксированного курса юаня. Тем не менее в августе 2015 г. Китай провел девальвацию юаня на 5% [8, расчеты автора].

В целом в процессе современного реформирования МФА предполагается для ее стабилизации и преодоления глобальных дисбалансов развивать систему плавающих валютных курсов, направленную на поддержание реальных курсов валют. При этом национальные монетарные регуляторы должны самостоятельно принимать решение о целевом уровне инфляции, а отсутствие арбитража на номинальных процентных ставках в разных странах будет достигаться за счет «подстройки» номинального валютного курса. Создание такой системы валютных курсов в рамках МФА предполагает решение ряда вопросов (выбор способа расчета реального валютного курса, разработка системы практических правил для национальных регуляторов и пр.).



Ремонетизация золота

В кризисный и посткризисный период особенно ярко проявился перераспределительный эффект основного глобального дисбаланса МФА в сфере накопления государствами международных резервов.

Во-первых, резервные активы, будучи размещенными в финансовых инструментах развитых стран, подвержены как инфляционному обесценению, так и курсовым, кредитным и политическим рискам.

Во-вторых, накопление международных резервов формирующимися рынками, как свидетельствует международная практика, по сути, представляет «односторонний поток» и не трансформируется в наращивание высокотехнологичного импорта, приобретение товарных ценностей и др.

В-третьих, возросший перераспределительный эффект от накопления международных резервов развивающимися странами в последнее время стал дополняться активизацией геополитических рисков, которые реализуются в угрозе эмбарго, частичного замораживания счетов, ограничении операций и в других конфискационных мерах.

Наиболее подвержены данному риску активы, размещенные в резервных валютах, и прежде всего та их часть, которая представлена государственными ценными бумагами. Такая ситуация сформировала объективный тренд поиска направлений частичной диверсификации международных резервов в иные, отличные от номинированных в резервных валютах инструменты. Основными путями модификации политики управления резервными активами стало увеличение официальных авуаров в золоте.

Представляется, что в условиях глобализации экономики наращивание золотого запаса приобретает новое наполнение: систематическое искажение развитыми странами эмиссионной функции и отсутствие стоимостной основы формирования обменных курсов превращает золото практически в единственный актив, позволяющий установить истинную ценность обращающихся на МФР валютных активов. Несмотря на ряд «зашумляющих» факторов, в среднесрочном периоде в цене золота находят отражение масштабы нарушения закона денежного обращения на глобальном рынке и степень обесценения резервных валют.

Осознание исключительной роли золота в условиях перманентного искажения механизма эмиссии валют выразилось в модификации позиции центральных банков в отношении управления авуарами в драгоценных металлах: чистая продажа золота эмиссионными учреждениями с 2009 г. сменилась нетто-приобретением металла; в 2010–2013 гг. всего было приобретено 714,1 т (см. таблицу) [9].

В совокупности в конце 2014 г. центральным банкам принадлежало около 30,9 тыс. т золота, что составляет примерно пятую часть всего добытого драгметалла. Покупки золота центральными банками разных стран не прекращаются на протяжении последних 17 кварталов подряд. 19 мая 2014 г. ЕЦБ и другие центральные банки объявили о подписании четвертого золотого соглашения, регулирующего покупки золота для формирования международных резервов стран-участниц.

Потребность в привлечении дополнительных долгосрочных финансовых ресурсов («длинных» денег)

Источником «длинных» денег на МФР в посткризисный период стали такие институты, как пенсионные и инвестиционные фонды, страховые и лизинговые компании. Процессы реформирования МФА в значительной степени затронули институциональных инвесторов (причем отмечается и обратная связь). Наряду с взаимными и хеджевыми фондами, серьезные изменения коснулись такого обширного класса институциональных инвесторов, как пенсионные фонды. Всплеск активности и соответствующий рост операций пенсионных фондов в развитых странах пришелся на 1980–1990-е гг., а его главной причиной (оказавшей серьезное влияние и на динамику МФР) стало накопление средств институциональными инвесторами, прежде всего пенсионными фондами, связанное с реформированием системы финансирования выхода на пенсию. Следовательно, в развитых странах в конце прошлого века отмечалась тесная взаимосвязь размеров и динамики пенсионных сбережений и финансовых рынков.

В результате глобальных изменений МФА были внесены коррективы в принципы управления финансовыми активами пенсионных фондов, которые, однако, не стали переломными для их деятельности (отход от традиционных и переход к фондируемым схемам), но повысили риски.



Официальные мировые запасы золота и их доля в общем объеме национальных золотовалютных резервов, декабрь 2014 г.

Страна	Запасы золота, т	Доля, %
США	8133,5	70,9
Германия	3384,2	66,0
МВФ	2814,0	нет данных
Италия	2451,8	65,4
Франция	2435,4	63,6
Россия	1168,7	10,2
Китай	1054,1	1,0
Швейцария	1040,0	7,4
Япония	765,2	2,3
Нидерланды	612,5	53,2
Индия	557,7	6,6
Всего	32 139,1	–

Источник: рассчитано по [10].

Прежде всего к таким решениям можно отнести массивные вложения средств пенсионных фондов в хедж-фонды. Коммерческие банки развитых стран довольно активно сотрудничают с пенсионными фондами по целому ряду направлений, в первую очередь пенсионные средства обеспечивают банкам финансирование. Фонды кладут деньги на депозиты, пополняя ресурсную базу банковской системы, и вкладываются в банковские инструменты. Банки сотрудничают с фондами, выступая их клиентами.

Посткризисное снижение кредитной активности

В предкризисный период потребительский и инвестиционный спрос как в развитых, так и в развивающихся странах в основном финансировался за счет кредитов финансово-банковского сектора. В развитых странах экономический рост основывался в период 2001–2007 гг. на кредитных ресурсах МФР, стимулировавших повышенный потребительский спрос и инвестирование как в финансовые, так и нефинансовые активы (недвижимость). Расширение кредитования за счет низких процентных ставок также обеспечивало условия для экономического роста. Финансирование экономического роста развитых стран за счет глобального притока инвестиционных ресурсов в

форме иностранных сбережений (в основном из развивающихся стран) сформировало дисбаланс между уровнем потребления развитых стран и уровнем сбережения в развивающихся странах. Глобальный кризис 2008–2009 гг. существенно отразился на параметрах глобальных трансграничных потоков капитала, вынудив большинство развитых стран полюса потребления предпринимать действия по формированию внутренних сбережений. Однако объективное противоречие политики количественного смягчения, в основном базирующейся на низких, почти нулевых процентных ставках, и возникающего в этой связи дестимулирующего эффекта для формирования депозитов в банковской системе не могло не сказаться на замедлении внутренней сберегательной активности в развитых странах.

В период кризиса и посткризисного восстановления основные меры национальных (центральных) банков и наднациональных регуляторов были направлены на поддержание устойчивости финансово-банковского сектора, которая обеспечивала бы трансформацию сбережений в инвестиции и потребление. В этих целях были разработаны новые механизмы, инструменты и методы, направленные на повышение качества активов, а также капитализации и ликвидности кредитно-банковского сектора МФР.



Во-первых, широко практиковались стандартные монетарные меры:

- 1) снижение процентных ставок по инструментам предоставления и абсорбирования ликвидности центральных банков;
- 2) повышение доступности кредитных ресурсов за счет расширения перечня залогового обеспечения;
- 3) допущение в ряде случаев беззалогового кредитования нефинансовых организаций;
- 4) удлинение сроков кредитования нефинансовых организаций.

Во-вторых, были задействованы нестандартные методы:

- 1) предоставление субординированных кредитов;
- 2) временная полная или частичная национализация крупных системообразующих банков;
- 3) выкуп государством «токсичных» активов банковской системы;
- 4) направление масштабных государственных ресурсов на обеспечение государственных гарантий по кредитам.

Все эти меры были призваны так или иначе «разбудить» кредитную активность национальных финансовых рынков в посткризисный период и особенно активно использовались в период 2009–2014 гг. в Германии, Франции, Италии, Португалии, Канаде, Дании.

Одновременно с перечисленными чрезвычайными мерами во всех развитых странах в целях стимулирования кредитной активности базовая процентная ставка была снижена до уровня 0–0,25%, что позволило банковской системе предоставлять кредиты предприятиям нефинансового сектора под 1,5–2,5% годовых. Но даже такие чрезвычайные меры не смогли восстановить к 2014 г. предкризисную кредитную активность банковского сектора.

Представляется, что основным фактором, продолжающим сдерживать кредитную активность на фоне практически «бесплатных» кредитов (уровень базового процента в развитых странах по-прежнему не превышает 0,25%), является сохраняющаяся высокая степень финансовой неопределенности, связанная с современными высокими валютными и кредитными рисками. Как результат, в большинстве стран (и развитых, и развивающихся) при продолжающемся тренде к сокращению относительной величины национальных валовых сбережений

трансформировалась структура располагаемого валового дохода. Если в целом в глобальной экономике величина валового сбережения в 2014 г. ненамного уступала предкризисному уровню 2007 г. (24 и 24,3% глобального ВВП соответственно), то в развитых странах средний показатель уровня национального валового сбережения к ВВП не достиг в 2014 г. уровня 2007 г. (18,3 и 20,7% соответственно). Что касается развивающихся стран, средняя относительная величина национального валового сбережения составила в 2007 г. 33,2% ВВП, в 2013 г. — 33,3% ВВП [11, расчеты автора].

В посткризисный период сформировалось одно из основных последствий глобальных дисбалансов МФА на национальном уровне: ослабление сберегательной активности на национальных финансовых рынках. Предкризисная сберегательная активность по состоянию на 2014 г. не восстановлена не только в наиболее проблемных с позиций внешней задолженности странах (Греции, Испании, Италии, Португалии, Ирландии), но и в относительно «благополучных» с точки зрения постепенного восстановления показателей экономического роста. Так, в Германии (полюс сбережения в глобальном дисбалансе МФА) в 2014 г. валовые сбережения не превышали 23,1% ВВП, тогда как накануне кризиса (в 2007 г.) этот показатель приблизился к 27%. Во Франции валовые сбережения снизились по отношению к ВВП с 21% в 2007 г. до 18,2% в 2014 г. В США (полюс потребления) этот показатель составлял соответственно: 16,7% в 2007 г. (начало года) и 13,2% в 2014 г. В Великобритании в 2014 г. валовые сбережения в ВВП не превысили 12,3% по сравнению с 15,5% в 2007 г. В Японии с 2007 по 2014 г. показатель валовых национальных сбережений к ВВП снизился с 26,4 до 20,2% [11].

Посткризисное сужение сберегательной активности на национальных финансовых рынках сформировало устойчивый тренд снижения ресурсной базы кредитно-банковских секторов национальных финансовых рынков, что стало основным препятствием к восстановлению докризисной кредитной активности банковской системы. Одновременно формировался еще один неблагоприятный для восстановления кредитной активности банков тренд: продолжающееся снижение денежного мультипликатора, отражающего трансформацию сбережений в кредиты и инвестиции, производимую национальной бан-



ковской системой. Этот тренд в большей степени характеризует национальные финансовые рынки развитых стран, активно использовавших в посткризисный период (помимо традиционных монетарных мер) методы количественного смягчения. В США показатель денежного мультипликатора, рассчитанный по широкой денежной массе (т.е. с учетом депозитов в иностранной валюте), уменьшился с 14,1% в 2007 г. до 8,5% в 2014 г. В Великобритании величина этого показателя снизилась более чем в 2,5 раза: с 30,3% в 2007 г. до 7,5% в 2014 г. В Швейцарии денежный мультипликатор, рассчитанный по широкой денежной массе, с 2007 по 2014 г. снизился с 14,2 до 3,4%, в Японии — с 10,9 до 3,1% соответственно [12, расчеты автора]. Что касается развивающихся стран, то в них, напротив, сформировался повышательный тренд динамики показателя кредитного мультипликатора. С 2008 по 2013 г. в Индии он вырос с 4,8 до 5,8%, в России — с 3,0 до 3,8% соответственно. В результате в ряде стран с быстро растущими экономиками практически восстановилась докризисная активность банковского сектора, что позволяет говорить о наметившейся в этих странах тенденции его оздоровления.

Тем не менее в целом по глобальной финансовой системе посткризисный период демонстрирует, что повышение доступности заемных средств на НФР, а также масштабные вливания банковской ликвидности в экономику («навес ликвидности») не принесли ожидаемого эффекта — роста внутренних сбережений в отдельных странах. Главным препятствием стали сохраняющиеся высокие риски, которые сформировали основной сдерживающий фактор оживления кредитной и сберегательной активности в большинстве стран и не позволили банковской системе трансформировать сбережения в инвестиции. Масштабные финансовые ресурсы в основном направляются на потребительский рынок, усиливая инфляционные и валютные риски.

Сохраняющиеся низкие процентные ставки формируют угрозы для институциональных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов, страховых и лизинговых компаний и др.), которые представляют собой основной источник формирования «длинных» денег на национальных финансовых рынках. Чрезмерная монетарная экспансия при одновременном сохранении высоких уровней финансовых рисков приводит к тому, что средства инвесторов направляются на

фондовые секторы НФР. При этом если фондовые индексы превысили предкризисный уровень, то фундаментальные макроэкономические показатели еще не восстановлены. Создавшаяся ситуация способствует формированию очередного «пузыря» на фондовом секторе мирового финансового рынка.

Высокий уровень системного риска, сохраняющийся в посткризисной мировой финансовой системе, создает основное современное препятствие для реформирования МФА (финансовых инструментов, рынков и институтов). Взаимосвязь и взаимозависимость всех секторов МФР формируют так называемый системный риск, когда практически невозможно выделить и предотвратить отдельный риск (кредитный, валютный, фондовый, операционный, процентный, ликвидности и пр.) — настолько все риски финансового рынка взаимосвязаны. Поэтому императивом посткризисного реформирования МФА становится преодоление глобального дисбаланса регулирования и контроля со стороны наднациональных и национальных институтов системы кризисоустойчивости мирового финансового рынка. Очевидно, что для поддержания кризисоустойчивости МФР недостаточно мер денежно-кредитной и фискальной политики. Необходима согласованная система национальных и наднациональных действий по повышению устойчивости мировой финансовой системы, мониторингу и снижению уровня системного риска в МФА.

Реформы МФА, направленные на ужесточение системы ее регулирования, разрабатываются в настоящее время Советом по финансовой стабильности (СФС), Базельским комитетом по банковскому надзору (БКБН), Международным валютным фондом (МВФ) и другими международными организациями, а также национальными регуляторами. Проведенный анализ современных процессов реформирования МФА в целях выравнивания дисбаланса наднационального и национального регулирования позволил выделить пять ключевых направлений реформ:

1) создание более прозрачной глобальной финансовой системы, в которой и регулирующие институты, и инвесторы должны представлять, как распределяются риски и насколько они взаимосвязаны. Все элементы МФА (инструменты, институты и рынки) должны быть транспарентны для адекватной оценки рисков;



2) снижение уровня глобальной внешней задолженности;

3) установление более высоких требований к объему и качеству резервного капитала и резерва ликвидности, которые повысили бы кризисоустойчивость финансовых институтов;

4) повышение качества контроля над небанковскими финансовыми институтами;

5) разработка процедур для своевременного и эффективного принятия решений в отношении системно значимых финансовых институтов, предполагающих минимальные издержки для их контрагентов и налогоплательщиков.

Выводы

По состоянию на текущий момент императивным направлением реформирования системы регулирования МФР является повышение его кризисоустойчивости и стабильности, а также безопасности операций во всех секторах финансового рынка. Ключевыми объектами реформы являются следующие институты МФА: банковский сектор; финансовый рынок в широком смысле, особенно его фондовый сектор и сектор деривативов; небанковские финансовые институты; кредитные рейтинги и рейтинговые агентства.

Литература/References

1. Global Financial Stability Report Statistical Appendix. International Monetary Fund. April 2015. P 3.
2. U.S. Department of the Treasury. URL: <http://www.treasury.gov/Pages/default.aspx> (Accessed 08 July 2015).
3. Звонова Е.А., Ершов М.В., Кузнецов А.В. и др./ под ред. Е.А. Звоновой Реформирование мировой финансовой архитектуры и российский финансовый рынок М.: РУСАЙНС. 2016. С.89–93 / Zvonova E., Ershov M., Kuznetsov A. i dr. / pod red. E.A. Zvonovoj Reforming the global financial architecture and the Russian financial market. [Reformirovanie mirovoj finansovoj arhitektury i rossijskij finansovyj rynok] M.: RUSAINS. 2016. P.89–93 (in Russian).
4. Достаточность международных резервов отдельных стран для покрытия импорта товаров и услуг по состоянию на 01.01.2014. [Электронный ресурс] URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/res_import.htm&pid=svs&sid=ITM_18612 (дата обращения: 08.07.2015) / Sufficiency of the international reserves of the certain countries for a covering of import of goods and services as of 1/1/2014. [Dostatochnost' mezhdunarodnyh rezervov ot del'nyh stran dlja pokrytija importa tovarov i uslug po sostojaniju na 01.01.2014].
5. International Financial Statistics, 2015. URL: <http://www.imf.org> (Accessed 08 July 2015).
6. De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks//IMF. URL: <http://www.imf.org> (Accessed 08 July 2015).
7. The World bank. URL: <http://www.worldbank.org> (Accessed 08 July 2015).
8. The International Monetary Fund. URL: <http://www.imf.org>. (Accessed 08 July 2015).
9. Звонова Е.А., Навой А.В., Пищик В.Я. О концепции трансграничного движения капитала в России в условиях обострения геэкономических рисков // Проблемы теории и практики управления. 2015. № 11. С.185–196 / Zvonova E.A., Navoj A.V., Pishhik V.Ja. About the concept of cross-border capital flow in Russia in the conditions of a sharpening of geoeconomic risks [O koncepcii transgranichnogo dvizhenija kapitala v Rossii v uslovijah obostrenija geojekonomicheskikh riskov]. *Problems of the theory and practice of management – Problemy teorii i praktiki upravlenija*, 2015, no. 11, pp.185–196 (in Russian).
10. World official gold holdings / World Gold Council. URL: https://www.gold.org/download/file/3347/World_Official_Gold_Holdings_as_of_December2014_IFS.pdf (Accessed 08 July 2015).
11. World Economic Outlook, 2015. URL: <http://www.imf.org/external/index.htm> (Accessed 08 July 2015).
12. International Financial Statistics, 2015r. URL: <http://www.imf.org/en/Data> (Accessed 08 July 2015).

