

## ***Экономические обзоры***

---

УДК: 338.244.4

### **НОВЫЙ КРИЗИС – СТАРЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

© 2017 г. **Д.С. Антонов, С.Ю. Богатырев\***

*Статья поступила в редакцию 5.09.2017.*

*"Рынки могут оставаться иррациональными дольше,  
чем вы можете оставаться платёжеспособными".*

*Джон Мейнард Кейнс*

*В последнее время опубликовано много исследовательских работ по прогнозированию экономических кризисов. В большинстве из них используются макроэкономические показатели. В статье проанализированы показатели, широко применяемые в корпоративных финансах. Их анализ показал, что, несмотря на все усилия североамериканского руководства, можно ожидать новое ухудшение экономической ситуации. Проанализированы корпоративные показатели деловой активности, мультипликаторы. Показатели распределены по группам и выделены основные проблемы, которых стоит ожидать. С середины нулевых годов в представлениях экономистов и финансистов произошла стремительная смена взглядов, которые оказали влияние на проводимую финансово-экономическую политику. Вдруг, оказалось, что ситуация середины нулевых годов, когда по некоторым аналитическим исследованиям, количество денег в экономиках несопоставимо мало с потребностями по обслуживанию транзакций, повторилась и после кризиса 2008 г. Но повторилась при совершенно другом масштабе денежной эмиссии. Исследование этой проблемы с использованием инструментов корпоративных финансов, представленное в статье, даёт ещё более озадачивающие выводы. Определяет направления развития кризисных явлений. На основе синтеза показателей, часто используемых в корпоративных финансах, отрывает новые способы диагностики явлений и инструментарий их изучения.*

**Ключевые слова:** *экономический кризис, спекуляции на фондовом рынке, мультипликаторы, обслуживание долга, финансово-экономические индикаторы*

Прошло восемь лет с разрушительного кризиса 2008 г., который был настолько серьёзным, что каждый житель земли прочувствовал на себе хватку экономической нестабильности. Очень часто этот кризис сравнивают с "Великой депрессией", которая ещё в начале XX века обрисовала цепи глобализации, которыми охвачен весь мир, соединяющий экономики всех более или менее развитых стран. Даже социалистическая экономическая модель Советского Союза была подкошена волной экономической турбулентности, которая при-

---

\* **АНТОНОВ Денис Сергеевич** – магистр Финансового университета при Правительстве РФ. 101000, Москва, Малый Златоустинский переулок, 7 (incredibleden@yandex.ru).

**БОГАТЫРЕВ Семён Юрьевич** – кандидат экономических наук, доцент департамента корпоративных финансов и корпоративного управления Финансового университета при Правительстве РФ. 101000, Москва, Малый Златоустинский переулок, 7 (sbogatyrev@fa.ru).

шла из западного мира, уменьшив цену на главный на тот момент экспортный товар СССР – зерно [Внешняя торговля, 1939].

Глобализация каждый день демонстрирует свою цепкую хватку, усиливает невидимые узы, которые скрепляют экономики всех стран в единый организм. Связь стала настолько сильной, что эффект от экономического импульса на одной стороне земного шара имеет практически незамедлительный эффект по другую сторону. Многие семьи в России в конце 2000-х годов прочувствовали на себе эффект от экономического падения, вызванного кризисом ипотечного кредитования в США. Благодаря действиям многих стран по стимулированию экономической деятельности мы смогли преодолеть кризис намного быстрее, чем наши предки в 20–30-х годах прошлого века, справившись с экономическими последствиями не за десять лет, а за два–три года. Только, если в прошлом веке кризис был преодолен больше органическим путём<sup>1</sup>, т.е. де-факто был отдан на откуп экономическим агентам, то на этот раз пожар кризиса тушили печатным станком Соединённых Штатов Америки. Насколько мы знаем, кризис пришёл из США из-за чрезмерной долговой нагрузки на простых американцев, которые не были способны платить по ипотечным кредитам. В дальнейшем дыры в балансах коммерческих банков были залатаны ещё большим долгом, выделенным финансовой властью США банковским учреждениям для срочного спасения всей системы.

### **Общая ситуация развития новых кризисных явлений**

Чтобы понять, в каких условиях формируются новые кризисные направления, приводится краткое описание среды, в которой развиваются современные экономические явления. Эту среду красноречиво характеризуют аналитики и практики финансовых рынков.

По мнению Алана Морисона из Саид бизнес-школы и колледжа Мертонса (*Saïd Business School and Merton College*), не позволив неэффективным банкам обанкротиться (*too big to fail*), государство США увеличило систематические риски в своей финансовой системе, создав ещё больше банковских гигантов, при дестабилизации которых может случиться коллапс всей банковской системы [Morrison A., 2011]. До сих пор коммерческие учреждения выплачивали кредиты и проценты по ним, увеличивая общую долговую нагрузку, т.е. получая всё новые кредиты.

В соответствии с позицией Майкла Бурри, управляющего хедж-фондом "Сион" (*Scion*), уменьшив ставку рефинансирования с 5% до 0% (недавно увеличив её до 0,5%), США де-факто исключили механизм оценки риска<sup>2</sup>. Таким образом, вновь кредиты получают те люди, которые не смогут их вернуть, а если и смогут, то, только взяв ещё один кредит, но рано или поздно рефинансирование старых долгов уже не может быть выходом из ситуации, потому что ставка рефинансирования в США будет непременно повышаться.

---

<sup>1</sup> Encyclopedia Britannica. URL: [http://eml.berkeley.edu/~cromer/great\\_depression.pdf](http://eml.berkeley.edu/~cromer/great_depression.pdf).

<sup>2</sup> NYMAG Available at: <http://nymag.com/daily/intelligencer/2015/12/big-short-genius-says-another-crisis-is-coming.html#> (accessed: 24.08.2017).

Сам долг коммерческих компаний в США удвоился<sup>3</sup> с кризисного 2007 года. Благодаря тому, что больше половины американских долларов циркулирует в банковских системах других стран [Yong Tang, 2005], удвоение монетарной базы США М2 с кризисного 2007 г. до 2017 г. прошло никак не повлияв на инфляцию в этой стране.

Де-факто, США может напечатать ещё больше денежных средств, но это ещё усложнит долговые проблемы и утяжелит ношу коммерческих компаний.

Отдельно стоит отметить то, какое влияние монетарная политика США с 2008 г. оказывает на фондовый рынок. Индекс "Стэндрт энд Пурс-500" (*S&P 500*) бьёт все новые исторические максимумы, превосходя самые пиковые показатели докризисного периода более чем на 39%. Долг стал главной причиной такого безумного роста. При выпуске облигаций компании стали тратить уже 8% от всех облигационных займов на рекапитализацию дивидендов (выкуп собственных акций, либо начисление дивидендов с полученных средств), искусственно повышая цену акций.

Учитывая сложившуюся ситуацию после действий США в 2007–2008 гг., можно решить загадку рывка американской экономики и её стабильного роста в послекризисный период. Рыночные индикаторы всего спектра экономической деятельности сигнализируют о перегреве финансовых рынков. Подробнее они описываются в параграфе, посвящённом рыночным сигналам.

Выход из такого положения невозможен без очень серьёзных экономических потрясений, которые затронут нынешнее ядро экономической жизни, переконфигурировав те экономические институты, к которым мы так привыкли. Вряд ли можно ожидать крах доллара, но серьёзные последствия падения фондового рынка в США, которое случится в конце 2017 – в начале 2018 гг., стоит ожидать и надо к нему быть готовыми.

В статье на основе анализа эмпирических данных выделены три направления развития новых кризисных явлений: долг, перегрев финансовой системы и западная повестка экономической политики.

## Долг

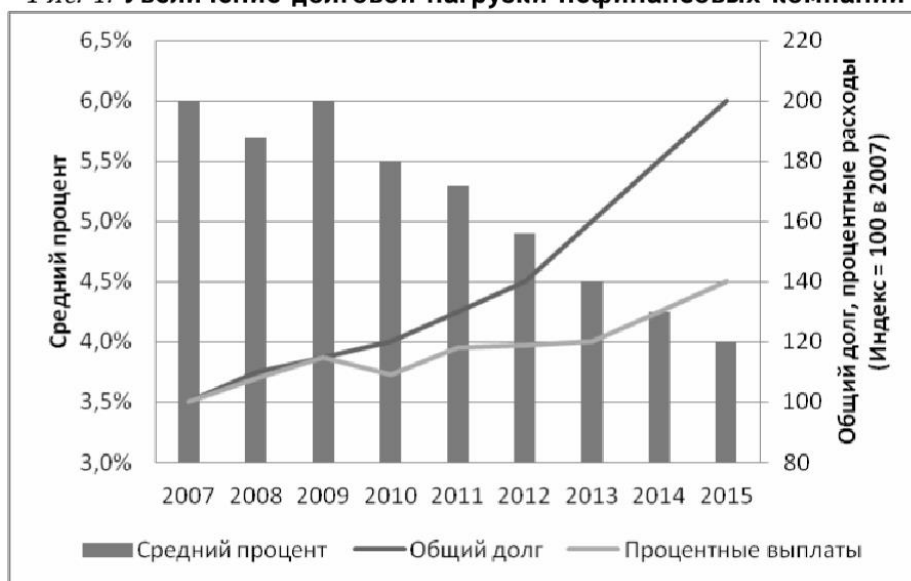
*Общий долг нефинансовых компаний.* Главный результат американской монетарной и фискальной послекризисной политики – это увеличение долговой нагрузки нефинансовых компаний с 2007 г. по 2015 г. в 2 раза.

Несмотря на падение средней процентной ставки, уплачиваемой американскими компаниями, с 6% в 2007 г. до 4% в 2015 г., процентные платежи выросли на 40%. Таким образом у американских компаний остаётся ещё меньше денежных средств на финансирование других важных сфер своей деятельности, например инвестирования. Описание этого направления приведено на рис. 1.

---

<sup>3</sup> Bird Mike Corporate America Has Quietly DOUBLED its Debt Levels since 2008 // [uk.businessinsider.com](http://uk.businessinsider.com/goldman-sachs-says-us-corporate-debt-levels-have-doubled-since-2008-2015-11). (Available at: <http://uk.businessinsider.com/goldman-sachs-says-us-corporate-debt-levels-have-doubled-since-2008-2015-11> (accessed 224/08/2017)/

Рис. 1. Увеличение долговой нагрузки нефинансовых компаний



Goldman Sachs Global Research.

Сам по себе рост долга не является каким-то негативным событием, но за-кредитованность до такого уровня, что отдать уже не представляется возможным – опасная ситуация. Существует большое количество качественных индикаторов, которые предупреждают компании об опасных уровнях за-кредитованности. И один индикатор считается наиболее интересным с точки зрения описания того, насколько важно поставить вопрос чрезмерного долга на повестку дня.

*Чистый долг/EBITDA.* Обслуживание долга является всё более затратным для американских компаний. Один из показателей того, насколько тяжело компаниям обслуживать свои долги – чистый долг, разделённый на *EBITDA*. Чем меньше данный показатель, тем больше вероятность того, что долг будет выплачен обратно, и соответственно чем больше этот показатель, тем меньше вероятность, что долг будет возвращён.

Рост процентных платежей с 2007 г. для американских компаний на 40% не прошёл незамеченным для данного индикатора. В самый пик кризиса показатель чистый долг/*EBITDA* составлял 1,3, а на 2015 г. этот показатель превышал 1,6. Индикатор сигнализирует о том, что компании в США теперь имеют даже меньше возможности выплачивать долги, чем в кризисное время конца 2000-х. Особенно пострадали нефтегазовые американские компании из-за обрушения цен на углеводороды.

Графическое описание тренда приведено на рис. 2.

В ходе исследования новых трендов кризиса был проведён анализ другого показателя: выпуск коммерческих облигаций и дивидендные рекапитализации. Сверхнизкие процентные ставки дали возможность американским компаниям занимать ровно в 2 раза больше на рынке корпоративных облигаций. Сумма займов в виде облигаций на рынке долгосрочного финансирования до 2007 г. никогда не превышала 400 млрд долл., теперь же новой нормой стали заимствования более 700 млрд долл. в год.

Рис. 2. Возможности по выплате долгов



Goldman Sachs Global Research.

Если сравнивать "лучший" год для рынка заимствований за 2007 г. с 2015 г., то ежегодный выпуск облигаций увеличился ровно в 2 раза. К сожалению, на этом настораживающие значения финансово-экономических индикаторов не кончаются. Долгое время компании выпускали облигации для финансирования инвестиций и развития, выкуп собственных акций. Другими словами, долговое начисление дивидендов не часто практиковалось до 2009 года.

Однако начиная с 2010 г. компании в США не только увеличили общее количество долгов на своих балансах, но и начали направлять более 8% заимствований на обратный выкуп акций, либо на выплату дивидендов, используя займы (так называемая "дивидендная рекапитализация"). Даже в самый "лучший" 2007 г. для американских компаний, с точки зрения долгового выкупа собственных акций и дивидендной рекапитализации, на данные цели был потрачен только 1% облигационных займов.

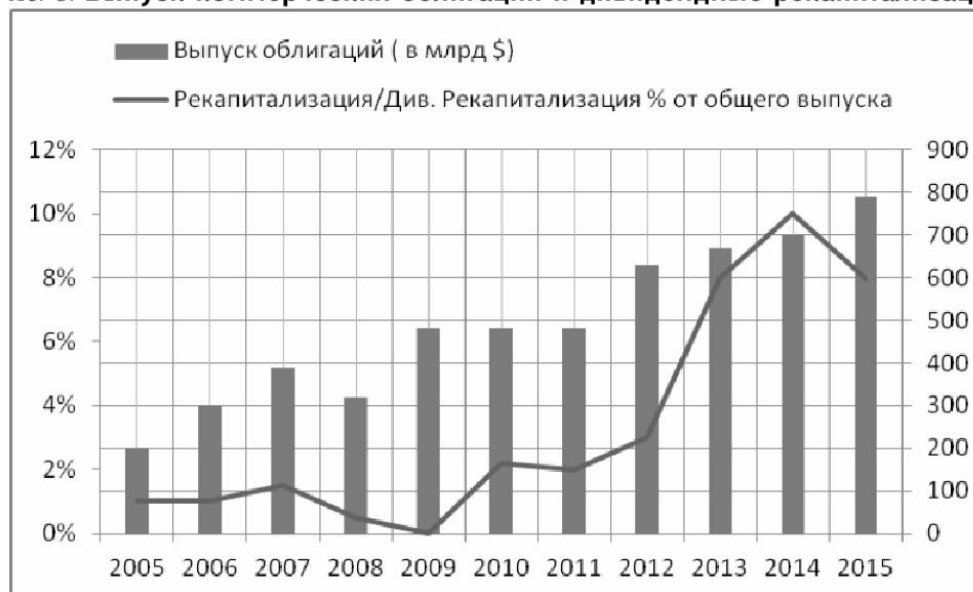
Используя эти механизмы, компании искусственно увеличивают цены своих акций. Такие схемы подрывают в среднесрочной и долгосрочной перспективе стоимость своих компаний, финансируя дивиденды не из собственной чистой прибыли, а из долговых источников. Выявленные тенденции графически изображены на графике на рис. 3.

*EBITDA/процентные платежи* – это ещё один проанализированный в исследовании показатель. Он указывает на увеличение проблемы растущих процентных платежей. В США индикатор *EBITDA/процентные платежи* почти достиг уровня 2009 г., когда уровень покрытия процентных платежей составлял 13.

Ситуация продолжает ухудшаться и по итогам 2016 г., скорее всего будет либо достигнут, либо преодолен уровень кризисного года, либо кризисный уровень. С каждым месяцем американские компании становятся всё более неспособны обслуживать собственные долги. "Беспроцентные" кредиты от ФРС дали возможность коммерческой банковской системе выдавать огромные кре-

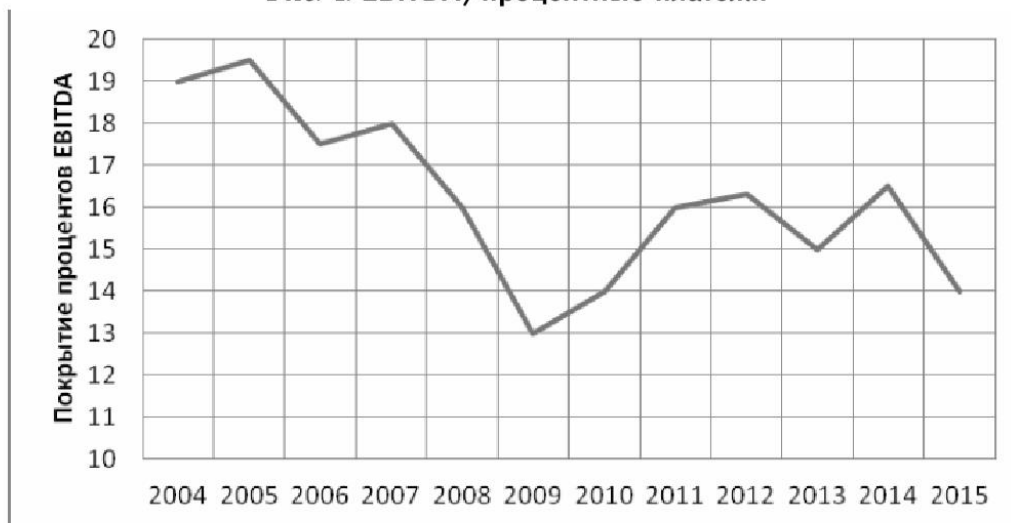
дитные средства компаниям, которые, похоже, забывают о том, что эти деньги придётся возвращать обратно. Графическое изображение – на рисунке 4.

**Рис. 3. Выпуск коммерческих облигаций и дивидендные рекапитализации**



Goldman Sachs Global Research.

**Рис. 4. EBITDA/процентные платежи**



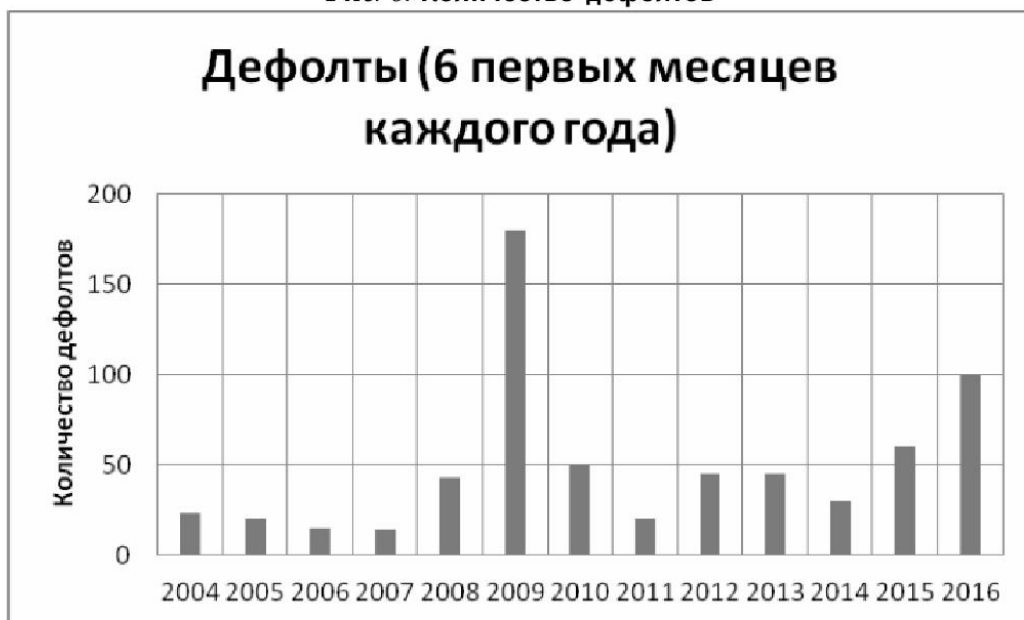
Goldman Sachs Global Research

### Рыночные сигналы

Дефолты. Самый показательный индикатор приходящего финансового апокалипсиса – количество дефолтов. На данный момент общая сумма дефолтов за первые шесть месяцев 2016 г. составляет 100. Это самый большой уровень дефолтов после 2009 г., за те же шесть месяцев в том году было 180 дефолтов. Скорее всего, 2017 или 2018 г. станут самыми впечатляющими по общему количеству банкротств в США и Европе. Авторы допускают, что 2009 г. пока-

жется лёгкой версией того, что ожидается в ближайшем будущем. Огромное количество людей останется без работы и возможности зарабатывать, поэтому это будет больше не экономический, а социальный кризис. Такой пожар уже будет невозможно потушить вновь напечатанными денежными знаками. Графический анализ – на рис. 5.

Рис. 5. Количество дефолтов



Standard and Poor's

Рис. 6. Цены на жильё в США



FRED.

Цены на дома в США. Один из косвенных признаков грядущего финансового апокалипсиса – цены на жильё в США. Проблема в том, что они возвращаются на свой кризисный уровень. Это не самый главный индикатор кризиса, но одно из последствий заливания кризиса печатным станком. Индекс



*S&P/Case-Shiller Home Price* достиг отметки, близкой к кризисному показателю 2007 года.

Динамика показателя – на рис. 6. Темные зоны обозначают рецессии в американской (мировой) экономике.

*Индекс Шиллера – или мультипликатор цена/прибыль, P/E*. Роберт Шиллер, лауреат Нобелевской премии по экономике, неоднократно указывал на экономические дисбалансы американской системы, включая перекупленность многих активов.

Для более качественного анализа состояния перекупленности в целом Роберт Шиллер публикует собственные данные, которые измеряют дороговизну компаний на фондовом рынке. Индекс *P/E* показывает сколько чистых прибылей стоит компания на фондовом рынке (Капитализация, разделённая на чистую прибыль).

На данный момент общий индекс *P/E* фондового рынка составляет больше 20, показатель уже приблизился к кризисному уровню. Печальный станок США простимулировал создание большого количества "бумажной" чистой прибыли, поэтому этот индекс лишь частично может раскрыть размеры катастрофы, которая вскоре накроет весь финансовый мир и всю мировую экономическую деятельность. Динамика мультипликатора – на рис. 7.

**Рис. 7. Динамика мультипликатора цена/прибыль**



<http://www.multpl.com/shiller-pe/>

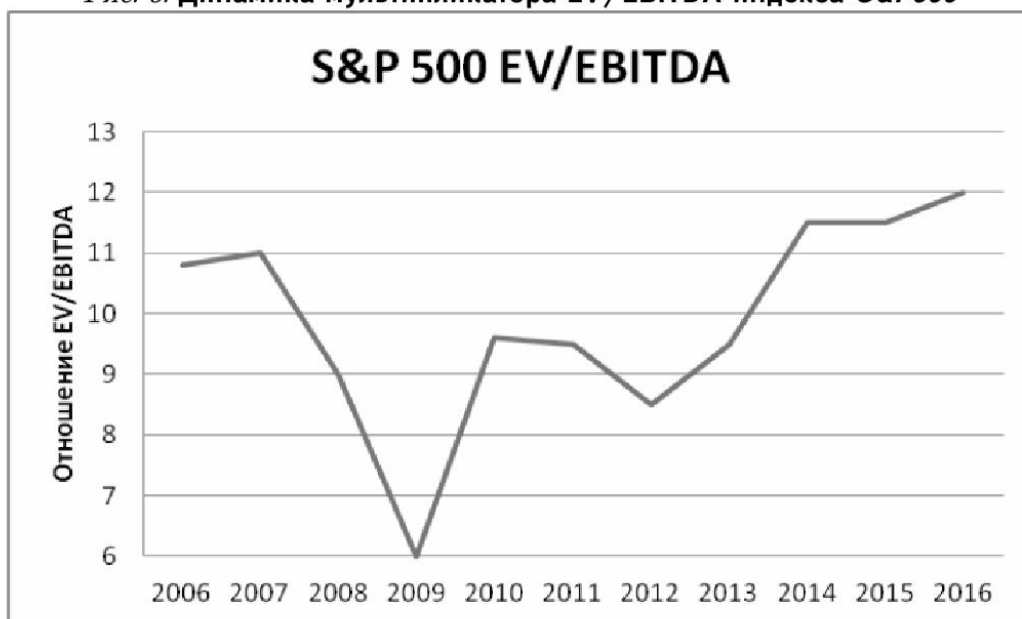
*Мультипликатор EV/EBITDA* индекса *S&P500* – индикатор тревожных трендов. Индикатор *EV/EBITDA* считается более индикативным инструментом измерения уровня перекупленности акций определённых компаний или групп компаний. Дело в том, что в балансе строка "чистая прибыль" очень часто манипулируется, многие компании имеют "нарисованную" прибыль (в бухгалтерском учёте существует много возможностей), в то время как показатель *EBITDA* является более объективным.

*EV/EBITDA* предоставляет из себя стоимость компании с учётом долга, разделённую на *EBITDA*. Таким образом, с его помощью можно узнать, какое количество *EBITDA* стоит компания. По последним данным, *EV/EBITDA* индекса *S&P500* составляет 11,5, что на 0,5 больше максимальных показателей докризисного периода. Напомню, что докризисный показатель *EV/EBITDA*



упал с 11 до 6 за годовой промежуток. Какое падение ждать сейчас, когда "бумажные" показатели как никогда велики – неизвестно. Но падение будет по-настоящему катастрофическим. Динамика мультипликатора – на рис. 8.

Рис. 8. Динамика мультипликатора EV/EBITDA индекса S&P500



Bloomberg.

Индексы фондовых рынков. Главный американский индекс S&P500 уже превзошёл уровни 2008 г. на 33%, что является очень странным, учитывая то, что уровни 2007–2008 гг. считались пузырьём. История существования фондовых рынков доказывает, что долгое время такие пузыри не держатся. Никаких объективных причин для взрывного роста не было, рост американской экономики не превышал 2% с 2010 года.

Рис. 9. Динамика индекса европейских компаний Stoxx600.



investing.com.

С другой стороны, есть индекс *Stoxx600*, который агрегирует акции компаний из европейских стран. Достигнув пика в апреле 2015 г. этот индекс начал своё падение, просев уже на 17,7%. Данные графика на рис. 9 совпадают с данными о предыдущих кризисах идеально. Кризис 2001 г. (кризис "доткомов"), кризис 2008 г. (американский ипотечный кризис) и новый кризис, который в Европе начался в 2015 г., а в США начнётся в 2017–2018 году.

## **Западная финансовая политика**

Главная причина кризиса – не долг, а новый западный способ избавления от экономических проблем. Тушение пожара с помощью реагента, который успокоит огонь лишь на время и через некоторый промежуток времени разожжёт его с ещё большей силой. Именно таким образом можно описать то, как именно тушили пожар в 2009 г. Уникальное положение доллара США в мировой системе даёт огромное преимущество Соединённым Штатам с точки зрения инфляционного экспорта. При введении в оборот больших сумм практически все доллары уходят в другие страны, где остаются в резервах центральных банков или в депозитах населения и коммерческих организаций. Поэтому до сих пор США не встречались с серьёзными проблемами избытка денежной массы, даже удвоив денежный агрегат М2 с 2008 года.

Особо стоит отметить главных идеологов количественного смягчения, которое накрыло США с начала кризиса. Во-первых, главный идеолог – это председатель Федеральной резервной системы Бен Бернанке, который являлся председателем основное время кризисной ситуации. Дело в том, что Бен Бернанке в свои профессорские годы активно занимался исследованием проблематики "Великой депрессии" 1929–1933 гг.<sup>4</sup> Как следствие, он был активным сторонником экспансионной монетарной политики.

Главным аргументом серьёзного наращивания долговой нагрузки и политики процентных ставок является то, что от политики стимулирования ожидается эффект роста ВВП, который превзойдёт рост долга<sup>5</sup>. Аргументы связаны также с дефляционными ожиданиями, которые гасятся выпуском денежной массы. Вместе с Беном Бернанке одним из главных идеологов такой политики наращивания долга является Пол Кругман, известный Нобелевский лауреат по экономике и идеолог Демократической партии США.

Самое интересное в ситуации с американским фондовым рынком состоит в том, что многие отказываются верить в саму вероятность проседания американских акций. Относительно недавно кандидат в президенты США от Республиканской партии Дональд Трамп заявил, что на фондовом рынке США возникает пузырь, который вскоре лопнет с катастрофическими последствиями.

---

<sup>4</sup> Paul Krugman Earth to Ben Bernanke // Nytimes.com Available at: <http://www.nytimes.com/2012/04/29/magazine/chairman-bernanke-should-listen-to-professor-bernanke.html> (accessed: 28.08.2016).

<sup>5</sup> Ibidem.

ми (подчеркнув, что нулевые процентные ставки простимулировали данную плачевную ситуацию)<sup>6</sup>.

На многих финансово ориентированных каналах сразу начали выступать "эксперты", которые "опровергли" Трампа, при этом не предоставив абсолютно никаких весомых аргументов против его позиции. Следует предположить, что это было чисто политическое действие, направленное против Трампа. Перегрев фондового рынка на данный момент – это очень слабо дискутируемая тема в американской политике и финансовой сфере. Одним из "предсказателей" приближающегося кризиса является также Джим Роджерс, известный инвестор в сферу сельского хозяйства<sup>7</sup>.

Таким образом, существует вероятность того, что, как обычно, кризис придёт незаметно и обрушит всю финансовую систему мира ещё лет на пять. Когда именно это случится? Тут нельзя назвать точных дат, но будет цепная реакция. Что-то должно подтолкнуть первое домино в цепи, обрушив всё. Можно лишь сказать, что это случится скоро, примерно в течение года. Российский фондовый рынок будет тоже падать, несмотря на его маленькую капитализацию и оценку активов. В наших же силах остаётся только подготовиться к этому кризису. Какие основные действия мы должны предпринять, чтобы обезопасить себя? Вывести денежные средства из фондового рынка и вложить их в контрциклические активы.

## **Заключение**

Проведённое в статье исследование макроэкономических показателей и показателей корпоративных финансов позволило проанализировать новые сформировавшиеся направления развития неблагоприятных явлений.

В результате использования этих различных экономических индикаторов, авторы продемонстрировали приближение нового кризиса. Этот новый кризис, который, по оценке авторов, случится в 2017–2018 гг., будет в очередной раз запущен падением американского фондового рынка.

Основная причина – это политика нулевых процентных ставок в США и, как следствие, увеличение долговой нагрузки и сильный "перегрев" американского фондового рынка.

Российские финансисты и практики фондового рынка, регулятор частных и государственных финансов должны быть готовы к неблагоприятному развитию ситуации и принять соответствующие действия по разработке стратегий. Следование уже принятым векторам развития отечественного производства, реальные инвестиции в местные компании позволят предотвратить негативные последствия неблагоприятных глобальных веяний.

---

<sup>6</sup> Trump Predicts Massive Recession but Economists Say He's Wrong // Cnbc.com Available at: <http://www.cnn.com/2016/04/03/trump-predicts-massive-recession-but-economists-say-hes-wrong.html> (accessed: 24.08.2016).

<sup>7</sup> Jim Rogers: There's a 100% Probability of a U.S. Recession Within a Year // Bloomberg. Available at: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-04/jim-rogers-there-s-a-100-probability-of-a-u-s-recession-within-a-year> (accessed: 24.08.2017).

## Список литературы

Внешняя торговля СССР за 20 лет. 1918–1937 гг. Статистический сборник. – М.: Международная книга, 1939.

## References

Vneshnjaja trgovlja SSSR za 20 let. 1918-1937 gg. [International trade in USSR for the 20 years 1918 – 1937]. Statisticheskij sbornik.- M.: Mezhdunarodnaja kniga, 1939, s. 13, 35.

Morrison Alan D. Systemic Risks and the too-big-to-fail Problem // Oxford Review of Economic Policy, Volume 27, Number 3, 2011, pp. 498–516

Yong Tang China, U.S. Should Adjust Approach to Economic Growth // En. people. cn. (Available at:

[http://en.people.cn/200512/26/eng20051226\\_230852.html](http://en.people.cn/200512/26/eng20051226_230852.html)) (accessed: 24.08.2017).

## Economic Survey

### New Crisis – Old Indicators

*(USA ❖ Canada Journal 2017, No 12, p. 96-107)*

*Received: 5.09.2017.*

ANTONOV Denis Sergeevich, Financial University under the Government of the Russian Federation 101000, Moscow, Malyi Zlatoustinskiy per., 7, Russian Federation (incredibledden@yandex.ru).

BOGATYREV Semen Yurievich, Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Financial University under the Government of the Russian Federation 101000, Moscow, Malyi Zlatoustinskiy per., 7, Russian Federation (sbogatyrev@fa.ru).

*Recently, many research papers on forecasting economic crises have been published. In most studies, macroeconomic indicators are used. The present article analyzes the indicators widely used in corporate finance. Their analysis showed that, despite all the efforts of the North American leadership, we can expect a further deterioration in the economic situation. Analyzed corporate indicators of business activity, multipliers. The indicators are divided into groups and the main problems to be expected are highlighted. From the middle of the zero years in the views of economists and financiers, a rapid change of views took place that influenced the financial and economic policy pursued. Suddenly, it turned out that the situation in the middle of the zero years, when, according to some analytical studies, the amount of money in the economy is incomparably small with the needs for servicing transactions, it was repeated after the 2008 crisis. But it was repeated under a completely different scale of money issue. The study of this problem using the tools of corporate finance, presented in this article, gives even more puzzling conclusions. Defines the direction of development of crisis phenomena. Based on the synthesis of indicators, often used in corporate finance, detaches new ways to diagnose the phenomena and tools for their study.*

**Keywords:** *economic crisis, speculation in the stock market, multipliers, debt servicing, financial and economic indicators.*

About the authors:

ANTONOV Denis Sergeevich, Master of Sciences.

BOGATYREV Semen Yurievich, Candidate of Sciences (Economics).