

Современные трансформации мировой финансовой системы, финансовых рынков и национальных финансовых политик

Нынешний 2012 год дает миру надежду на потенциальное урегулирование проблем, ставших клеймом 2011 года. Многие экономисты начинают говорить о выздоровлении мировой экономики, хотя при этом все чаще и чаще звучат высказывания по поводу замедления экономического роста развивающихся стран. Главной темой обсуждения в первые два месяца текущего года было состояние экономики Греции, а также других стран европейской периферии: Испании, Португалии и Италии. Несмотря на наличие событий во всех сферах экономики во всем мире, проблемы Евросоюза практически полностью оккупировали новостной фон. Основанием для этого послужил тот факт, что проблемные страны ЕС (главным образом, Греция) приняли окончательное решение о внедрении мер жесткой фискальной консолидации вопреки их политической непопулярности и массовых протестов со стороны населения стран. В результате принятия этих мер упомянутым странам была обещана поддержка со стороны ЕЦБ, а также (и посредством) Европейского Фонда Финансовой Стабильности (ЕФФС). Способы предоставления данной помощи носят довольно противоречивый характер и являются отступлением от принципов экономического либерализма. На этой почве многие экономисты и финансисты стран, определенная часть которых прямо пострадала от внедрения данных мер поддержки, вступили в горячий спор по поводу целесообразности спасения практически безнадежных стран, таких, как Греция.

Динамика финансовых рынков в начале 2012 года дала надежду на более быстрое, чем ожидалось, выздоровление мировой экономики. Многие рыночные «медведи» перекинулись на сторону «быков» в конце февраля, когда американский индекс Dow Jones перевалил через отметку 13000 пунктов. Несмотря на положительную динамику на финансовых рынках, многие развивающиеся страны пострадали от резкого оттока капитала как в форме прямых, так и портфельных инвестиций. Большое внимание инвесторы уделяют ситуации в Греции, возможному введению третьего раунда стимулирующей программы ФРС (известной как QE3).

Экономика США, по мнению многих экономистов (и в соответствии с заявлениями президента страны), может оказаться на краю «фискальной скалы» в конце 2012 года и в первом квартале 2013 года. Причиной тому послужит запланированное окончание большинства

налоговых льгот, которые относительно стимулируют американскую экономику в данный момент, а также запланированное на начало 2013 года сокращение государственных расходов во многих сферах экономики.

В будущем году многие ожидают замедления развивающихся экономик. Прогнозы роста экономик Индии, Китая и Бразилии уже были понижены в среднем на 1-2%. Одновременно с этим более заметными стали структурные перемены в экономиках Китая и Бразилии. Новый пятилетний план предполагает небольшую перестановку в движущих силах китайской экономики.

Политические риски по-прежнему занимают лидирующее место среди факторов, движущих международными рынками. В первые два месяца текущего года политические риски были сосредоточены в отношениях между странами ЕС в контексте принятия решения по финансированию проблемных стран; в отношениях между Ираном и странами, пытающимися предотвратить формирование ядерного вооружения в Исламской Республике; а также вокруг предвыборных событий в России.

Значение европейского фискального кризиса в развитии мировой экономики сложно переоценить. Весь мир пристально следил за переговорами по поводу предоставления помощи Греции, Португалии, Испании и Италии. Каждая страна должна принять ряд заранее определенных мер для того, чтобы иметь возможность претендовать на средства Европейского стабилизационного фонда, который недавно был увеличен до 1 трлн. евро. Так называемая «тройка», представляющая собой МВФ, ЕЦБ и Еврокомиссию, поставила перед греческим правительством задачу еще более жесткой фискальной консолидации. В Греции это требование вызвало массовые и еще более агрессивные протесты. Именно для введения нового пакета рестриктивных мер новым премьер министром был избран Лукас Пападемос. Предложение провести описанную политику со стороны «тройки» было воспринято греками как попытка прямого давления со стороны европейских финансовых институтов и Германии. Влияние Германии в переговорах о финансовой помощи уже стало фактором межнациональных трений.

Для получения финансовой помощи в размере 130 млрд. евро. Греция должна провести следующие реформы:

1. Сокращение стандартной заработной платы на 22% (сокращение для людей возрастом до 25 лет составило 32%);
2. Сокращение государственных расходов на 3,2 млрд. евро (из них 386 млн. евро приходится на сокращение пенсионных выплат и 400 млн. евро на сокращение оборонного бюджета);

3. Приватизация государственных активов стоимостью более 19 млрд. евро до 2015 года (пока процесс завершен лишь на 10%).

Все эти меры направлены на сокращение государственного долга со 160% до 120% от ВВП до 2015 года. Кроме этого, «тройка» поставила практически невыполнимое требование уменьшить дефицит государственного бюджета до 6,5% от ВВП. В этом процессе международные регуляторы, однако, оказали неоценимую помощь Греции, заставив частных инвесторов (в основном, крупные европейские банки и инвестиционные фонды) списать 50% суверенного долга Греции на их балансах при обмене старого долга на новый. Вместе с принудительным понижением купона по греческим облигациям банки вынуждены будут списать около 60% суверенного долга со своих активов. Некоторые венчурные фонды и инвестиционные компании уже начали готовить документы для судебных исков против ЕЦБ и МВФ по этому вопросу. Непреклонность европейских лидеров и финансовых организаций в вопросе спасения Греции, а также гарантии по будущим выпускам облигаций не спасла Грецию от дальнейшего понижения кредитного рейтинга до уровня «выборочный дефолт». Однако, по мнению экономистов, директивная модель финансового регулирования со стороны ЕЦБ предотвратит резкий рост требуемой доходности на греческие облигации. Лидеры европейских стран (все, кроме Великобритании) подписали соглашение, усиливающее фискальную интеграцию Европейского союза. Одним из шагов к этой интеграции станет обязательство руководства каждой страны по сокращению структурного дефицита бюджета страны до 0,3% от ВВП. По сути, это может послужить первым шагом на пути к установлению единого центра финансового и фискального регулирования в ЕС.

Вместе с жесткими требованиями к частным инвесторам, ЕЦБ начал проводить достаточно либеральную кредитно-финансовую политику, направленную на обеспечение дополнительной ликвидности на рынке. Центральный Банк расширил кредитную линию для европейских коммерческих банков. Залогом для получения доступа к кредитной линии могут служить облигации внешнего государственного займа (скорее всего, имеются в виду облигации проблемных стран Евросоюза). Это позволило скомпенсировать недостаток средств на рынке облигаций и репо, которым банки активно пользовались ранее. Интересно отметить противоречивость в действиях ЕЦБ, так как вместе с обеспечением ликвидности на рынке, главный европейский регулятор в попытке обеспечить стабильность финансовой системы ввел новые регуляторные нормы банковского капитала: увеличить долю собственного капитала (уставной капитал, обычные акции и зарегистрированные резервы) к активам, взвешенным на показатель риска для каждого портфеля до 9%. Таким образом, ЕЦБ одной рукой обеспечивает

дополнительную ликвидность, а другой предотвращает ее использование, повышая требования к нормам капитала. Позитивным моментом является тот факт, что многие большие европейские банки (за исключением испанских банков, которые стали причиной финансовых проблем Испании) уже привели размеры собственного капитала в соответствие с требованиями стандартов Basel III, что, по сути, нивелирует действие новой регуляторной нормы.

Дополнительное давление на финансовый сектор может оказать введение в Евросоюзе налога Тобина, по сути, подразумевающего обложение налогами транзакционной деятельности банков. Идея налога, изобретенного нобелевским лауреатом Джеймсом Тобином, состоит в ограничении спекулятивных операций (в частности, в сфере трейдинга и валютного арбитража) со стороны больших банков, способных дестабилизировать финансовую систему в целом. Введение налога должно стимулировать банки к использованию более долгосрочных инвестиционных стратегий и более взвешенной операционной деятельности. Однако новый налог может одновременно повысить стоимость и операций, необходимых для нормальной деятельности финансовой системы. Кроме этого, введение налога должно иметь место во всех странах Европы, иначе банковский сектор стран, не принявших налог, получит незаслуженное преимущество. Однако, одновременно с этим, банковская система Евросоюза будет менее динамична и прибыльна, чем банковская система, например, Соединенных Штатов. Таким образом, принятие нового закона является очень противоречивым вопросом, решение которого может иметь значительное влияние на сценарий развития европейской финансовой системы.

Основной проблемой Италии является не ее высокий государственный долг или состояние бюджета (в Италии в данный момент наблюдается профицит бюджета перед выплатой процентов по государственному долгу). Основным риск-фактором в системе государственных финансов является крайне высокая доходность облигаций государственного долга (6,25%), которую требуют инвесторы при финансировании долга страны. Италия, как никакая другая страна, выиграет от стабилизации настроений на рынке и получения гарантий Европейского Стабилизационного Фонда. Понижение стоимости обслуживания долга в Италии позволит политикам проводить более мягкую фискальную политику, что облегчит выход из кризисной ситуации. Таким образом, Италия может стать одной из первых стран в ЕС, которые смогут использовать проциклическое государственное регулирование. По состоянию на конец января 2012 года спреда дефолтных свопов Италии (индикатор, показывающий степень риска, ассоциированного с суверенным долгом страны) был одним из самых высоких в Европе (выше только у Греции).

В конце февраля доходность по облигациям Италии была ниже, чем доходность по испанским облигациям, что дает возможность предположить, что инвесторы воспринимают проблемы банковского сектора Испании более серьезно, чем проблемы государственных финансов Италии. Правительство Италии провело серьезные рестриктивные реформы, ограничив расходы пенсионной системы и увеличив

Риск растущего долгового бремени нужно рассматривать в контексте структуры этого долга. Каждая страна по-своему зависит от внешних и внутренних ресурсов. Как всем известно, высокий государственный долг Японии, который по состоянию на начало 2012 года превышал 200% к ВВП, никогда не был проблемой для этой страны в силу того, что большая часть долга страны принадлежит ее гражданам, которым не характерны спекулятивные настроения. В таком случае, можно провести сравнительный анализ структуры долга стран, о которых все чаще упоминается в новостях.

Можно отметить, что позиции Франции являются самыми уязвимыми. Будучи зависимой на 56% от внешнего долга, Франции подвержена рискам резкого изменения конъюнктуры на международных рынках облигаций и чувствительна к повышенной волатильности последних месяцев. Это стало одной из причин того, что долговой рейтинг страны постоянно находится под угрозой понижения.

Китайский центральный банк вновь понизил резервную ставку до уровня 20,5%. Это второе понижение ставки за последние пол-года. При этом уровень цен в стране в годовом выражении незначительно вырос до уровня 4,5% в январе 2012 года. Индекс потребительских цен в Китае сильно зависит от колебаний на международных товарных рынках, а также от изменений цен на продукты питания. Изменение уровня жизни в стране сильнее всего отражается на спросе на продукты питания, в частности, свинину, которой население страны потребляет все больше.

Стоит вспомнить, что в Китае более 80% экономики составляет государственный сектор. Большинство ресурсов, как бюджетных так и небюджетных, уходят в направлении государственных компаний. Так, в 2009 году 85% всех кредитов (а, именно, 1,4 трлн.долл) были получены именно государственными компаниями. Такая статистика предоставляет новый взгляд на структуру спроса в стране. Увеличение ликвидности в финансовой системе Поднебесной лишь косвенно отражается на доступности этой ликвидности для потребителей и частного корпоративного сектора.

Резкий рост индексов на нескольких рынках финансовых активов (товарных, облигаций и акций) одновременно дает ложное ощущение растущего благосостояния и противоречивые

сигналы по поводу превалирующих рыночных сил. Одновременный рост на рынке золота, облигаций и акций случался всего 4 раза за последние 5 лет. При этом в трех из четырех случаев данное ралли заканчивалось существенной коррекцией на рынке акций. Логика в данной зависимости очевидна: рыночная ликвидность распределяется между тремя рынками одновременно, что значительно ускоряет истощение имеющихся у инвесторов денежных ресурсов. Рынок акций уходил в пике первым, главным образом из-за того, что он более ликвидный и волатильный. Падение цен на золото подразумевало бы также падение рынка государственных облигаций. Цены на золото в целом росли с начала 2012 года после серьезной коррекции в конце 2011 года. Несмотря на общий восходящий тренд на рынке драгоценного металла, стоит отметить резкое падение цен на золото в конце февраля, обусловленное объявлением Бена Бернанке о том, что ФРС в ближайшее время не планирует вводить следующий раунд стимулирующего финансирования. По сути это означало, что ФРС воспринимает текущее экономическое положение в стране как стабильное и улучшающееся. В поддержку такой теории можно привести ряд макроэкономических показателей из США, демонстрирующих улучшение на потребительском, производственном рынках, рынке труда, а также общих настроениях как производителей (и строителей), так и потребителей. Двумя самыми яркими показателями в этом контексте стали уровень безработицы в США, упавший до 8,3% и темпы роста ВВП, составившие 3% по итогам 2011 года. В результате стабильного улучшения во всех перечисленных сферах, большинство трейдеров и инвесторов перешли на сторону «быков». Агрессивный и внезапно возникший на рынке спрос вывел основные американские фондовые индексы на рекордные уровни: Dow Jones выше 13000 пунктов, S&P500 до уровня 1375 пунктов, Лондонский FTSE 100 практически до отметки 6000. В мире биржевых торгов эти уровни представляют собой серьезный психологический барьер, преодоление которого (в случае отсутствия последующей мгновенной коррекции) является предвестником нового этапа роста. Пока что рынки переживают незначительную коррекцию, что, скорее всего, обусловлено временным истощением спроса, а не фундаментальными экономическими факторами.

Стоит отметить, что отток капитала имеет неоднородную структуру: инвесторы из одних стран оказались более чувствительными к экономическим событиям, чем другие. Так, инвесторы из Великобритании, практически единогласно сделали выбор в пользу валюты и «вышли» из всех менее ликвидных активов, как развитых, так и развивающихся стран. Американские же инвесторы, наоборот, увеличили спрос на акции и дали положительный

импульс биржевым индексам. При этом они все же избавлялись от инвестиций в акции компаний развивающихся стран и покупали акции национальных компаний.

Лопаткина, И.В. Современные трансформации мировой финансовой системы, финансовых рынков и национальных финансовых политик [Текст] / И.В. Лопаткина // Стратегічні напрями розвитку національної економіки у посткризовий період: збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (2-3 квітня 2012 р.) / за ред. В. В. Засадко. – Львів: СПОЛОМ, 2012. – С. 169–176.