

**Рынок финансово-банковских услуг**

Дмитрий ЛУКЬЯНЕНКО,  
Анатолий ПОРУЧНИК,  
Ярослава СТОЛЯРЧУК

**ГЛОБАЛЬНЫЕ  
ФИНАНСОВЫЕ ДИСБАЛАНСЫ  
И ИХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ  
ПОСЛЕДСТВИЯ****Резюме**

Выявлена сущность глобальных финансовых дисбалансов, оценен их уровень и последствия для глобальной финансовой стабильности, а также раскрыты причины, которые обусловили достижение ими гипертрофированного уровня в современных условиях. Раскрыта природа первого глобального экономического кризиса 2007–2009 гг. и причины цепной реакции ее распространения в отраслево-секторальном и территориальном измерениях мирового хозяйства. Доказано, что финансовый глобализм создает структурные предпосылки для накопления в мировой экономике финансовых дисбалансов, когда макроэкономическая политика государств оказывается практически бессильной им противостоять и может лишь приспособо-

---

© Дмитрий Лукьяненко, Анатолий Поручник, Ярослава Столярчук, 2010.

Лукьяненко Дмитрий, докт. экон. наук, профессор, заслуженный деятель науки и техники Украины, Киевский национальный экономический университет, Украина.

Поручник Анатолий, докт. экон. наук, профессор, Киевский национальный экономический университет, Украина.

Столярчук Ярослава, канд. экон. наук, доцент, Киевский национальный экономический университет, Украина.

биться к колебаниям глобальной финансовой конъюнктуры, которую задают мировые финансовые центры.

### **Ключевые слова**

Экономическая глобализация, финансовый глобализм, глобальный капитал, глобальные финансовые дисбалансы, мировой финансовый рынок, валютные резервы, внешние требования, внешние обязательства, платежный баланс, глобальная финансовая взаимозависимость, деривативы.

**Классификация по JEL:** G15, F34.

В начале XXI века, как свидетельствуют реалии экономического бытия, трансформационные процессы в мировом хозяйстве существенно динамизовались и приобрели системный характер, результатом чего стало формирование глобальной модели экономического развития. Интегрируя структурные элементы международной экономической системы, она придает ей внутренней целостности и единства на основе углубления интернационализации производства и обмена, роста уровней транснационализации и интеграции национальных экономик, модернизации технологической основы современной рыночной системы, утверждения универсальных стандартов жизнедеятельности и формирования институтов глобального менеджмента.

Однако экономический глобализм имеет противоречивый и асимметричный характер, а его выгоды и угрозы распределяются крайне неравномерно как в межгосударственном, так и в секторально-отраслевом разрезах, что свидетельствует о нынешней его неспособности обеспечить продолжительное экономическое равновесие в мировом масштабе. Так, финансовый глобализм как ключевой компонент экономической глобализации, связанный с процессами интернационализации национальных финансовых систем стран мира и развитием экономических отношений по поводу аккумуляирования, использования и присвоения финансовых ресурсов за пределами национальных границ, приобрел на сегодня наибольшие масштабы и более выразительные формы проявления, по сравнению с глобализационными процессами в сфере реальной экономики. Это обусловлено, прежде всего, расширением инвестиционно-кредитной деятельности транснациональных корпораций и банков и материально воплощается в формировании единого планетарного финансового рынка, более глубокой интеграции в него национальных финансовых систем стран мира, либерализации валютных, инвестиционных и кредитных рынков, расширению доступа раз-

личных государств к глобальным финансовым ресурсам, диверсификации механизмов концентрации инвестиционных ресурсов и синхронизации финансовых кризисов.

О высоком динамизме финансовой глобализации и стремительном росте уровня финансовой взаимозависимости национальных экономик стран мира свидетельствует, в частности, такой показатель, как отношение суммарного объема накопленного иностранного капитала к мировому ВВП: если в течение 1870–1914 гг., по оценкам М. Обсфельда и А. Тейлора, он возрос с 7 до 20%, а с 1945 до 1980 г. – с 5 до 18%, то в начале XXI в. достиг 62% [10]. Существенно возросли и совокупные объемы трансграничных финансовых потоков стран мира – прямых иностранных инвестиций, вложений в акции и долговые ценные бумаги, а также трансграничных займов и депозитов. Их стоимость в течение последних двух десятилетий возрас- тала минимум в 2,5 раза быстрее по сравнению с суммарным ВВП. Как результат – в 2007 г. объемы мировых трансграничных финансовых потоков по оценкам исследовательского центра «McKinsey Global Institute» достигли 11,2 трлн долл. США (или 20,5% глобального ВВП), тогда как в 2006 г. они составляли 9,4 трлн (18,5%), у 2005 г. – 8,4 трлн (17,7%), у 2000 г. – 5,8 трлн (16,1%), в 1995 г. – 1,6 трлн (6,0%), а в 1990 г. – лишь 1,1 трлн долл. (5,2%) [9]. Только за 2004–2007 гг. мировые объемы иностранного инвестирования почти утроились, объемы портфельных инвестиций за последнее десятилетие возросли в 5,5 раза, капитализация мирового фондового рынка по глобальному ВВП за последние двадцать лет возросла почти в 10 раз и превышает сегодня 100%, а ежегодные стоимостные объемы международного банковского кредитования, по прогнозным оценкам авторитетных экспертов, до 2015 г. достигнут 21 трлн долл. США [1, с. 26].

Вместе с тем, объективный анализ дает основания утверждать, что финансовый глобализм не является гомогенным и всеобъемлющим процессом. Так, с одной стороны, он придает мировому хозяйству целостную структуру, а с другой – вызывает углубление асимметричности регионального и структурно-функционального распределения глобального капитала. Ведь последний в поисках сфер наиболее прибыльного своего вложения ведет к высокой турбулентности международных финансовых потоков, формирует предпосылки для волнообразных притоков капитала в отдельные страны и их неожиданной утечки, вызывая таким образом острые кризисные явления в экономике тех или иных государств и регионов мира. Кроме того, финансовая глобализация стимулирует процессы сверхконцентрации глобального капитала в небольшой группе постиндустриальных стран и создает своеобразный «финансовый колониализм» отсталых государств, которые посредством механизмов внешнего финансирования своих национальных экономик и либерализации внутренних финансовых рынков попадают под вполне реальную угрозу потери экономического и политического суверенитета по причине долговой и иной финансовой зависимости, финансового подчинения развитым странам мира и «меркантилизации» гуманитарных ценностей.

Кроме того, сфера финансов, как наиболее мобильное звено общественного воспроизводства, на глобализационном витке мирохозяйственного развития демонстрирует все возрастающую самодостаточность и независимость от регуляторных механизмов влияния макроэкономической политики государств мира. Самостоятельно определяя параметры глобальных финансовых агрегатов, она обеспечивает себе получение сверхприбыли и стимулирует накопление в мировой экономике финансовых дисбалансов, справиться с которыми не способны ни национальные, ни региональные, ни глобальная институциональные системы. Подтверждением этого являются регулярно повторяющиеся локальные финансовые кризисы (европейский валютный кризис 1992–1993 г., мексиканский финансовый кризис 1994 г., обострение финансовых проблем в Южно-Восточной Азии в 1997 г., в России и Бразилии в 1998 г., в Аргентине и Турции в 2001 г., американский ипотечный кризис 2007 г.), которые, несмотря на усилия институтов финансового менеджмента разного уровня, не только постоянно «вспыхивают» в той или иной точке планеты, но и распространяются на целые регионы, а иногда даже перерастают в мировые финансовые потрясения.

Это, в определенной степени, трансформирует традиционные теоретические представления относительно параметров макроэкономического равновесия стран мира, экономической эффективности и конкуренции, а также угрожает деформацией национальных воспроизводственных процессов и повышает осознанность национальных финансовых систем перед экзогенными факторами глобальной конкурентной среды по причинам существенного сужения возможностей государств относительно проведения самостоятельной денежно-кредитной политики и регулирования национальных финансовых рынков.

В этой связи следует отметить, что зарубежные и отечественные специалисты по проблематике экономической глобализации сущность финансовых дисбалансов трактуют в узком и широком значениях. В узком значении под ними обычно понимают временное неравновесие платежных балансов отдельных стран, которое возникает в результате циклического характера развития их национальных экономик и обуславливает разрыв в объемах привлеченного и инвестированного капитала. Исходя из подобной трактовки сущности финансовых дисбалансов, объектом анализа является сальдо за счет текущих операций государств, то есть стоимостные объемы чистого иностранного инвестирования (в случае дефицита платежного баланса) или чистого зарубежного инвестирования (в случае профицита).

Согласно такому методологическому подходу, которого придерживаются Б. Алгиери и Т. Брек, Г. Деббелл и Г. Галати, С. Эдвардс, К. Фреунд и А. Варнок, Л. Комарек, З. Комаркова и М. Мелески<sup>1</sup> и др., ключевой причи-

---

<sup>1</sup> См. более детально: Algieri B., Bracke T. Patterns of Current Account Adjustment. Insights From Past Experience // Working Paper Series No 762, June 2007. – European Central Bank. – 54 p.; Debbelle G., Galati G. Current Account Adjustment and Capital

ной глобальных финансовых дисбалансов являются государственные дифференциации в объемах привлеченного и инвестированного капитала, которые напрямую зависят от темпов их макроэкономического роста. Речь идет о том, что разноскоростная динамика экономического развития стран обуславливает асимметричность в объемах финансовых активов, которые способны аккумулировать их национальные финансовые системы для обслуживания реальных инвестиционных процессов. Накопление дефицита платежных балансов стран и связанные с ними финансовые дисбалансы, согласно данному теоретическому взгляду, не квалифицируются как серьезная структурная проблема глобальной экономики, поскольку, как свидетельствует мировой опыт, в течение последних десятилетий они поддавались корректированию рычагами государственного антициклического регулирования, а именно: денежно-кредитной, бюджетно-налоговой и инвестиционно-структурной политики.

Так, обобщение зарубежного опыта государственного регулирования временного неравновесия платежных балансов отдельных стран находим, в частности, в работе экспертов Европейского центрального банка Б. Алгиери и Т. Брека «Модели регулирования текущего счета» [7]. Система корректировочных механизмов платежных балансов была агрегирована в 3 группы рычагов: к первой группе отнесли инструменты внутреннего корректирования (internal adjustment – сокращение внутреннего спроса без изменения уровня процентной ставки); ко второй – внешнего корректирования (external adjustment – снижение процентной ставки без изменения динамики роста ВВП и внутреннего спроса); к третьей – смешанного регулирования (mixed adjustment – комбинация сдерживания экономического роста и снижения уровня процентной ставки) (табл. 1). На основе исследования 71 эпизода реализации мер по корректированию платежных балансов авторами было выяснено, что наибольшую эффективность, с точки зрения влияния на макроэкономическую динамику (текущий счет; внутренний спрос; уровень потребительских цен и цен на активы; уровень государственных затрат и внешнюю позицию стран), продемонстрировали меры внутреннего корректирования, к которым в течение исследуемого периода чаще всего обращались как развитые страны мира, так и страны с новообразованными финансовыми рынками.

---

Flows // BIS Working Papers № 169, 2005. – P. 3–28; Edwards S. On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances, presented at Tenth Annual Conference of the Central Bank of Chile on Current Account and External Financing, Central Bank of Chile, September 2006; Freund C. Current Account Adjustment in Industrialized Countries // Journal of International Money and Finance, 2005. – Vol. 24. – № 8. – P. 1278–1298; Freund C., Warnock A. Current Account Deficit in Industrial Countries: The Bigger They Are, The Harder They Fall, 2006 – The University of Chicago Press, Chicago; Komarek L., Komarkova Z., Melecky M. Current Account Reversal and Growth: The Direct Effect Eastern Europe 1923–2000 // Warwick Economic Research Paper 2005. – No 736; Komarek L., Melecky M. Currency Crises, Current Account Reversals and Growth: The Compounded Effect for Emerging Markets // Warwick Economic Research Paper, 2005. – № 735.

Таблица 1

**Численность эпизодов корректирования платежных балансов  
в государственном разрезе в течение 1970–2006 гг.**

Группа стран	1970-тые	1980-тые	1990-тые	2000-ные	Общая численность эпизодов			
					всего	в том числе		
						внутреннее корректирование	внешнее корректирование	смешанное корректирование
Страны «Великой семерки»	3	7	3	1	14	6	3	5
Другие развитые страны мира	6	13	9	0	28	17	6	5
Страны с новообразованными финансовыми рынками	1	6	16	6	29	13	8	8
<b>Всего</b>	<b>10</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>7</b>	<b>71</b>	<b>36</b>	<b>17</b>	<b>18</b>

Источник: Algieri B., Bracke T. Patterns of Current Account Adjustment. Insights From Past Experience // Working Paper Series No 762, June 2007. – European Central Bank. – P. 17.

Подобный суженный подход к трактовке сущности финансовых дисбалансов демонстрирует сегодня существенные методологические недостатки. Ведь в эпоху глобализации цикличность национального экономического развития приобретает синхронизированный характер как результат углубления транснационализации национальных экономик стран мира, роста их взаимозависимости, интернационализации финансовых систем государств, циклического изменения технологических укладов и др. При таких условиях глобальный капитал в поисках наиболее прибыльных сфер своего вложения в определенной степени теряет способность к быстрой передислокации в отраслевом и территориальном разрезах мирового хозяйства. Поэтому существенной модернизации требует сама концепция глобальных финансовых дисбалансов с точки зрения трактовки их сущности, выяснения причин, обуславливающих соответствующую дисфункцию мировой финансовой системы, а также оценки их уровня и последствий для глобальной финансовой стабильности.

Что касается трактовки сущности финансовых дисбалансов, то их необходимо рассматривать в широком значении как результат глубоких трансформаций мировой экономики, связанных со стремительным нарастанием разрыва между материально-вещевым содержанием глобального валового продукта и стоимостной формой его выражения через отрыв процессов капитализации компаний от реальной основы социально-экономического прогресса – роста производительности общественного труда, нарастания асимметрии между объемами финансовых услуг и реального производства, углубления диспропорций между производственным и спекулятивным накоплением капитала, отсутствия эффективных инструментов регулирования национальных финансовых рынков, а также нарастания асимметричности в отраслевой и территориальной диспозиции международных финансовых потоков, в мировом разделении сбережений и инвестиций, долга и кредита.

Именно эти факторы, в условиях либерализации процессов межгосударственного и межрегионального перелива капиталов, создают структурные предпосылки для воспроизведения и накопления в мировой экономике глобальных финансовых дисбалансов. Ведь если в условиях закрытой экономики единственным источником для накопления капитала в стране являются внутренние сбережения, то открытая экономическая система существенно расширяет источники доступных для нее финансовых ресурсов через включение в них внешних инвестиций, являющихся результатом сбережений иностранных субъектов. В то же время в условиях открытой экономики внутренние сбережения страны могут и не быть реальным источником финансирования национального накопления, а направляться на финансирование зарубежных экономик в формах оттока капитала, формирования золотовалютных резервов, погашения внешнего долга, превращения сбережений в существующую наличную иностранную валюту и др.

В результате, существенную модификацию испытывает механизм трансформации сбережений в инвестиции, когда совокупный объем внутренних сбережений может существенно превышать, или наоборот, значительно отставать от совокупного объема инвестиций в рамках национальной экономики. В этой связи вполне справедливой кажется мысль авторитетного американского экономиста, председателя Федеральной резервной системы США Б. Бернанке, который утверждает, что существенным катализатором разбалансирования мировой финансовой системы и нынешнего глобального финансового кризиса стало стремительное наращивание с конца 1990-х годов сбережений в азиатских и нефтедобывающих странах, которые на фоне искусственного занижения курса национальной валюты (как ключевого инструмента реализации модели экспортоориентированного экономического роста) стало причиной формирования в этих государствах излишней массы сбережений. Они направлялись в США и использовались, главным образом, для финансирования огромного дефицита счета текущих операций этого государства, постепенно углубляя структурные недостатки в ее национальной экономике и создавая условия для перманентного на-

ращивания потребления у многих представителей американского общества, которое со временем трансформировалось в своеобразный «потребительский фетишизм». Об этом свидетельствует, в частности, тот факт, что в течение последнего десятилетия потребительские затраты формируют около 2/3 ВВП США, а постоянное наращивание их объема за последние тридцать лет обуславливало прирост как ВВП, так и доходов населения и государственного бюджета этой страны.

Таким образом, был сформирован самоподдерживающийся режим циркулирования глобального капитала в мировом хозяйстве, противоположный модели его перераспределения конца XIX – начала XX в.: если сто лет назад проблема перенакопления капитала в развитых странах мира решалась главным образом путем его вывоза в отстающие государства, то на сегодня развивающиеся страны стали главными центрами его накопления, тогда как государства-лидеры – его потребителями.

Подобную ситуацию, вызванную «глобальным излишком сбережений» (global savings glut), Б. Бернанке очень удачно квалифицирует «парадоксом сбережений» и характеризует его как крайне деструктивный, не способствующий достижению оптимального уровня ликвидности на мировом рынке сбережений и обуславливает необоснованно низкие процентные ставки на международный заемный капитал<sup>2</sup>. Однако этим ученый пытается в определенной степени завуалировать решающую роль в разбалансировании мировой финансовой системы США, имеющей значительные недостатки в экономической политике, а также небывалый фискальный и монетарный экспансионизм, перекалдывая всю вину генерирования глобальных финансовых дисбалансов на другие страны мира.

Более того, ряд зарубежных ученых даже обосновывают мысль о том, что глобальные финансовые дисбалансы провоцируются непосредственно периферийными странами. Обобщение подобных предположений и выводов встречаем, в частности, в труде Дж. Сороса «Кризис мирового капитализма» (1999 г.), в котором утверждается, что капитализм как гигантская система циркуляции финансовых ресурсов с их «всасыванием» в центре и «выталкиванием» на периферии, может испытать глубокие финансовые дисбалансы в том случае, если отстающие государства будут пытаться ограничить движение денег в направлении к центру, закрывая «клапаны» их свободного выхода [5]. В качестве инструментария стабилизации дисбалансов известный финансист предлагает создать механизм гарантированных займов для периферийных стран с целью снабжения их доступными финансовыми ресурсами по приемлемым ценам и в достаточном объеме, что, по своей сути, будет означать «справедливое» возвращение их национальных сбережений. Институционально такая система должна опираться

<sup>2</sup> См. подробнее: Bernanke B. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit / Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics. – Richmond, Virginia, 2005. – <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>.



на глобальный центральный банк, который выполнял бы перераспределительные функции в масштабах мировой экономики. Такой банк, по замыслу Дж. Сороса, должен стать основой эффективной трансформации сбережений в инвестиции как в мировом хозяйстве в целом, так и в пределах национальных экономик, что будет обеспечивать устойчивость мировой валютно-финансовой системы и избегания ее хронических дисбалансов.

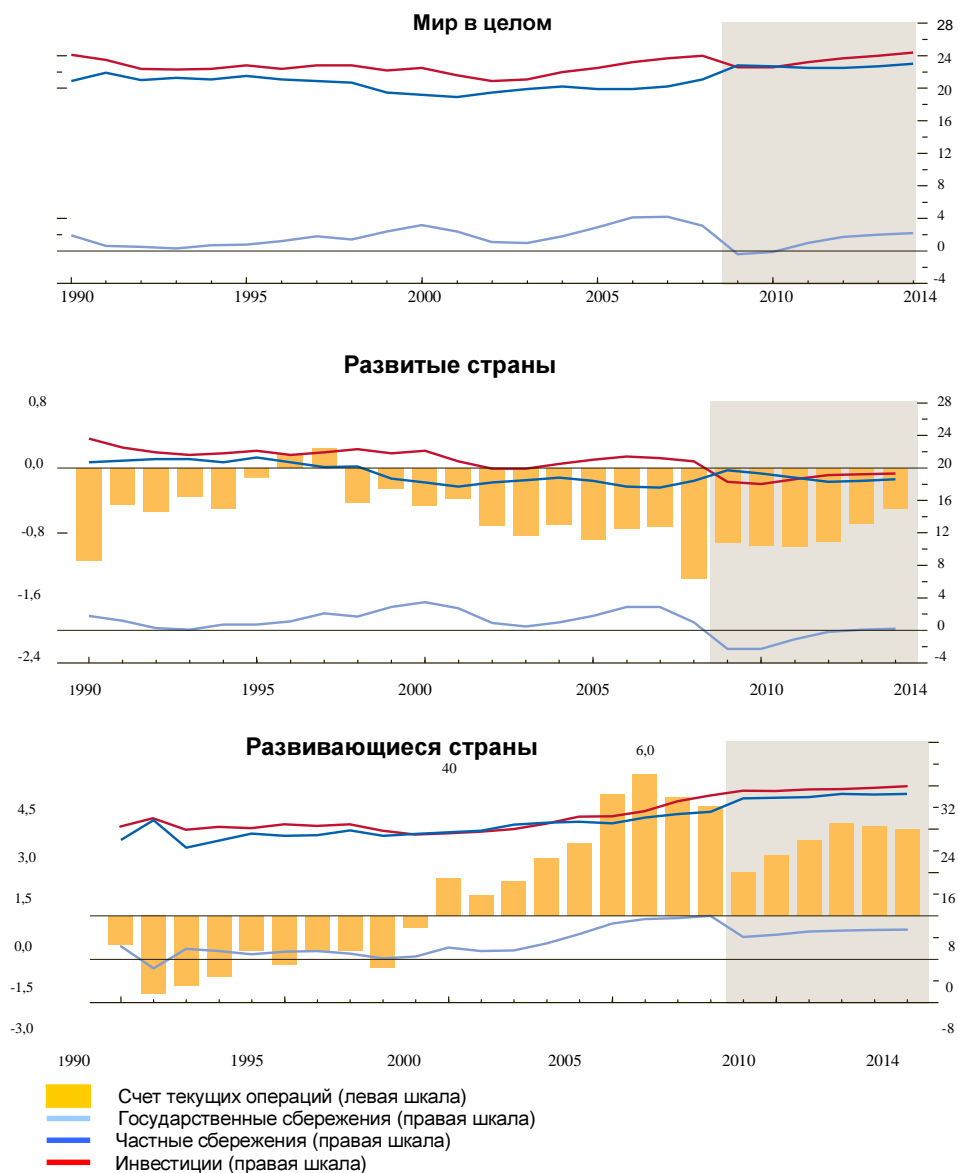
Вместе с тем, концепция пространственной диспозиции международных финансовых потоков при объяснении глобальных финансовых дисбалансов не может ограничиваться одной или несколькими странами, например США, Китаем или другими государствами либо их группами, ведь, как свидетельствует международная финансовая статистика, общий спадающий тренд динамики сбережений и инвестиций присущ всем высокоразвитым странам мира, а тенденция к их росту – развивающимся странам, с 1970-х годов (рис. 1).

При этом, начиная с 2000-х годов, глобальные финансовые дисбалансы как превышение инвестиций над сбережениями и нехватка последних в промышленно развитых странах и, соответственно, накопление сбережений и их отставание от инвестиций в развивающихся странах демонстрируют установленную тенденцию к углублению. Эта ситуация, в то же время, обуславливает дестабилизацию сальдо счета текущих операций стран: в высокоразвитых государствах мира эти показатели отрицательны, а в развивающихся странах – положительны.

Поэтому вполне очевиден тот факт, что стабилизация глобальных финансовых дисбалансов является задачей комплексной и системной, достижение которой невозможно в рамках лишь одной страны (например, США) или ограниченной группы стран, поскольку обуславливается многонациональными финансовыми дисбалансами. Об этом лишний раз свидетельствуют разнонаправленные тенденции по динамике инвестиций и сбережений в странах, быстро развивающих свои национальные рынки – с одной стороны, азиатские государства (Республика Корея, Гонконг, Сингапур, Тайвань, Индонезия, Малайзия, Таиланд, Филиппины), как было показано выше, поддерживают профицитные сальдо текущего счета, а с другой – в таких постсоциалистических восточноевропейских странах, как Венгрия, Польша, Словакия, Чехия, Албания, Болгария, Македония, Румыния, Хорватия, Латвия, Литва, Эстония, уже продолжительной промежуток времени наблюдаются дефицитные сальдо текущего счета благодаря интенсивному росту инвестиций в регионе, главным образом в странах с низкими доходами.

Рисунок 1.

**Глобальные сбережения, инвестиции и счет текущих операций  
(в % мирового ВВП)**



Источник: World Economic Outlook. Crisis and Recovery. April 2009. – IMF, 2009. – P. 31.

Ряд экспертов<sup>3</sup> связывают такую диспозицию с осуществлением финансовой либерализации в этих государствах, вхождением многих из них в состав ЕС, вследствие чего облегчились общие условия доступа и привлечения иностранного капитала и его эффективного инвестирования в инновационные и другие выгодные проекты, были упрощены барьеры для присутствия иностранных банков, а процесс интеграции в ЕС улучшил перспективы сбережения и усиления экономической и политической стабильности, что дополнительно стимулировало приток иностранного капитала. В то же время в азиатских странах, которые быстро развиваются, профицитность текущего счета обеспечивается главным образом меньшей степенью либерализации национальных финансовых рынков и операций с капиталом, значительной долей государственного сектора в экономической системе общества, заниженным курсом национальных валют и большим количеством населения младшего возраста.

Подобный подход к выяснению причин глобальных финансовых дисбалансов в своей основе ассоциируется с выводами Э. Мендозы, В. Квадрини и Ж.-В. Риоса-Рули, которые в своей работе «Финансовая интеграция, финансовая глубина и глобальные дисбалансы»<sup>4</sup> обосновывают, что чем более развитым и глубоким является финансовый рынок страны при условии отсутствия ограничений на движение капитала, тем более масштабные внешние обязательства она способна аккумулировать в долгосрочном периоде, тем в большей степени ее финансовые посредники склоняются к рискованному поведению, инвестируя свои средства в высокорискованные активы и привлекая иностранный капитал в долговые инструменты национальных эмитентов. Как результат – целевая функция финансового сектора такой страны сводится, главным образом, к перераспределению финансовых активов и рисков, что обуславливает снижение уровня сбережений в государстве. Таким образом, государство характеризуется низким уровнем сбережений и высоким текущим потреблением, что на фоне высокой нормы прибыли на вложенный капитал становится причиной роста ее платежного дефицита и чистых внешних обязательств.

Примером такой страны является США, где в течение последних лет наблюдалось стремительное сокращение национальных сбережений, обусловленное ухудшением сальдо государственных финансов и накоплением

<sup>3</sup> См. детальнее: Abiad Abdul G., Tresselt Thierry, Detragiache Enrica. A New Database of Financial Reforms. IMF Working Papers, Vol. – Washington: International Monetary Fund, 2008. – P. 1-28; Herrmann Sabine, Winkler Adalbert. Real Convergence, Financial Markets, and the Current Account – Emerging Europe versus Emerging Asia. ECB Occasional Paper No. 88. – Frankfurt am Main: European Central Bank, 2008. – 38 p.; Dubravko M. The Role of Housing Markets and Foreign-Owned Banks in the Credit Expansion in Central and Eastern Europe / in Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning? ed. by Inci Otker and Charles Enoch. – Washington: International Monetary Fund, 2007. – P. 56-98.

<sup>4</sup> См. детальнее: Mendoza E., Quadrini V., Rios-Rull J.-V. Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances. – June 20, 2007. – 46 p.

американскими гражданами богатства в виде жилья и недвижимости. По данным специалистов Международного валютного фонда, сбережения в США стремительно сокращаются, начиная с конца 1990-х годов, ускоряя таким образом долгосрочную тенденцию национального экономического спада – вначале от падения частных сбережений, а с 2000 г. – в результате перехода от бюджетного профицита к значительному дефициту. Так, если в середине 1980-х годов американские домохозяйства сохраняли около 7–9% своих текущих доходов, то до 2007 г. норма их сбережений достигла самого низкого в истории уровня – 0,4% совокупных доходов (в 2002 г. – 2,4%). Сбережения корпоративного сектора лишь частично компенсировали это катастрофическое падение, как результат – доля валовых национальных сбережений в ВВП снизилась с 16,6% за 1992–2000 гг. до 13,8% в 2002–2007 гг. [3, с. 77].

Понятно, что при нехватке собственных финансовых ресурсов необходимые их объемы приходилось привлекать за границей. Например, ежегодная сумма получаемого Соединенными Штатами заемного капитала до недавних пор оценивалась экспертами почти в 1 трлн долл. США, что является свидетельством существенного превышения спроса на американские активы по сравнению со спросом на активы в других странах мира и модификации традиционных представлений о параметрах макроэкономической стабильности государств и процессах их приспособления к глобальной финансовой конъюнктуре. Ведь в случае значительного накопления внешних активов и обязательств стран валютный курс перестает быть инструментом экзогенного приспособления их национальных экономик к условиям глобальной финансовой среды, поскольку его колебания все в большей степени зависят от стабильности внешней позиции той или иной страны и перспектив инвестиционных операций в ее национальной валюте.

В противовес этой стране, государства с низким уровнем развития финансового рынка занимают противоположную позицию, наращивая масштабы сбережения капитала и объемы чистых внешних активов, а также снижая текущее потребление, обеспечивающее им платежный профицит и накопление значительных валютных резервов. К числу таких стран принадлежат прежде всего государства азиатского региона, которые после финансового кризиса 1997–1998 гг. начали стремительно накапливать валютные резервы с целью страхования на случай неожиданного оттока капитала из их национальных экономик, как это было в 1997 г. Так, если в 1965 г. стоимостный объем мировых валютных резервов составлял лишь 0,1 трлн СПЗ, а в 1988 г. – 0,5 трлн соответственно, то на начало 2009 г., согласно данным МВФ, он достиг 6,9 трлн долл. США [8]. При этом почти 60% их объема сконцентрировано ныне в Китае, России, Тайване, Индии, Республике Корея, Сингапуре, Гонконге и Малайзии.

Если оценивать влияние подобного стремительного накопления валютных резервов в азиатских экономиках на мировое экономическое равновесие, то следует отметить, что уже сегодня их стоимость существенно

превышает допустимые лимиты. В частности, если руководствоваться нормативами Банка международных расчетов (согласно которым адекватная стоимость валютных резервов страны должна либо быть равной объему ее краткосрочного долга, либо колебаться в пределах 5–20% денежного агрегата M2, либо равняться сумме импорта страны за 3–4 месяца), то стоимость валютных резервов Китая превышает допустимую норму почти в 12 раз, Тайваня – почти в 6 раз, России и Индии – в четыре раза, а Корею и Малайзию – в трижды [11]. Среди негативов чрезмерного накопления валютных резервов азиатских стран необходимо отметить прежде всего ряд угроз их макроэкономической стабильности, а именно: снижение поступлений в государственный бюджет, рост уровня процентных ставок, стремительный рост денежных агрегатов и внутреннего кредитования, излишняя ликвидность банковской системы и ее нечувствительность к инструментам монетарного регулирования и др. Кроме того, современные тенденции развития ряда азиатских экономик свидетельствуют, что дальнейшее накопление валютных резервов не только теряет экономическую целесообразность, но и уже сегодня ведет к прямым потерям в форме постоянного сокращения фонда потребления, подрыва трудовой мотивации населения и ориентации национальных воспроизводственных процессов этих государств на внешние рынки сбыта.

Ярким примером, подтверждающим данный тезис, является китайская экономика, где цели обеспечения высоких темпов экономического роста подчиняются процессы накопления инвестиционного капитала. А поскольку формирование инвестиционных ресурсов требует все более масштабного накопления капитала за счет сокращения фонда потребления, то все больше ухудшается отношение населения к труду и гипертрофируется экспортная деятельность этой страны. При этом чрезмерная зависимость национального воспроизводительного процесса Китая от международной рыночной конъюнктуры не только существенно усложняет проведение в этом государстве сбалансированной монетарной политики, но и угрожает глобальной финансовой стабильности, учитывая масштабы народнохозяйственного комплекса Китая и его возрастающее влияние на мировую экономику.

В совокупности это ведет к воспроизводству и прогрессированию глобальных финансовых дисбалансов, справиться с которыми неспособны даже центральные банки стран и государственные органы монетарного регулирования. Наочным примером этого является Федеральная резервная система США (ФРС), которая после Ямайской валютной системы, когда была упразднена привязка доллара к золоту, получила монополию на бесконтрольную эмиссию этой денежной единицы. Так, объем долларовой массы в мире за последние десятилетия возрос в десятки раз, на порядок превышая объемы ВВП США, которые, по логике, должны были бы регулировать соотношения реального производства и стоимостной формы его выражения. Именно доллар был и на сегодня остается главной расчетной валютой в международной торговле, что позволило США получать колос-

сальные доходы от «сеньйоража». Осуществляя эмиссию ничем не обеспеченных денежных знаков, американское правительство, а также физические и юридические лица этой страны могли покупать товары и услуги практически в любой стране мира. Однако доллар, учитывая высокий уровень долларизации мировой экономики, наряду с выполнением традиционных функций денег превратился в обычный товар, что «загнало» США в ловушку, из которой не так просто найти выход.

Кроме того, в условиях снятия ограничений на свободное перемещение капитала в глобальном масштабе и выходе на мировую финансовую арену новых игроков в лице азиатских стран ФРС постепенно лишается эффективного инструментария противодействия неограниченному расширению денежного предложения. Ведь огромная денежная масса, не связанная с обслуживанием потоков товаров, ресурсов и реальных активов, сразу направилась в финансовый сектор, о чем свидетельствует, в частности, тот факт, что за последнее десятилетие доля вложений в финансовые активы возросла до 80% совокупного инвестиционного капитала, привлеченного ведущими странами мира. Этот глубокий структурный сдвиг был обусловлен стремительно нарастающим разрывом в уровнях рентабельности финансовых операций и деятельности в реальном секторе экономики: если рентабельность производственных активов составляет 12–15%, то финансовых – 60–80%, а по отдельным операциям – даже 100%.

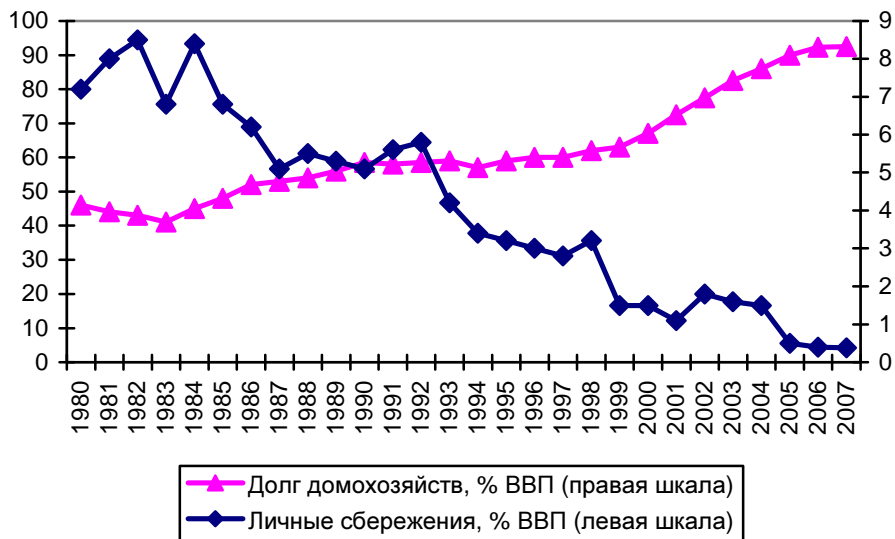
В свою очередь, низкие процентные ставки, сопровождавшие денежную эмиссию, не способствовали росту цен на товары и услуги, а, сочетаясь с процессами секьюритизации активов и расширением рынков производных ценных бумаг, ускорили рост стоимости финансовых активов. В таких условиях стимулирование национального финансового рынка США и решение проблемы финансирования их платежного дефицита за счет роста объемов непокрытой денежной массы становится для ФРС более трудной задачей. Пытаясь завуалировать негативные последствия этих процессов, Федеральная резервная система США с 2006 г. даже приостановила публикацию денежного агрегата М3 как системного индикатора оценки количества долларов, находящихся в обращении.

Быстрее всего на такую ситуацию отреагировал глобальный ипотечный рынок, который с конца 1990-х годов вместе с валютным и фондовым рынками активно включился в процесс «высасывания» излишней валютной ликвидности. Снижение в 2003 г. уровня процентной ставки до 1% спровоцировало отток капитала из сферы производственного накопления в сферу потребления, предоставив возможность американским банкам в краткие сроки «накачать» экономику деньгами через активную выдачу ипотечных кредитов под строительство жилья. На фоне ухудшения качества кредитования это привело к стремительному росту капитализации ипотечного рынка США (75% ВВП в начале 2006 г.) и беспрецедентного роста государственных и частных долгов, совокупная стоимость которых, по оценкам «Independent Strategy», в 2006 г. превысила объем денежной базы приблизительно в 52 раза [4].

Именно на основе ипотечных кредитов на покупку жилья базировался экономический рост в США в последние годы. Об этом свидетельствует, в частности, тот факт, что путем введения в обращение чистой стоимости домов (home equity extraction) американские домохозяйства в 2002–2007 гг. получали в среднем за год свыше 51 млрд долл., тогда как в 1993–2001 гг. этот показатель не превышал 5,8 млрд [3, с. 78]. Это позволило американским домохозяйствам, несмотря на крайне низкие темпы роста заработных плат, поддерживать довольно высокие темпы потребления, что в итоге привело к стремительному росту их кредитной задолженности (рис. 2). Более того, американцы получали возможность опережающими темпами, по сравнению с темпами роста ВВП США, наращивать свою кредитную задолженность, а мощный импульс дальнейшему наращиванию объемов кредитования оказало возникновение в период 1998–2001 гг. «пузырька», связанного с резким увеличением количества, а позже банкротством высокотехнологических Интернет-компаний, так называемых «доткомов».

Рисунок 2.

#### Динамика сбережений и задолженности американских домохозяйств в течение 1980–2007 гг.



Источник: построено автором по данным US Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce // <http://www.bea.gov>

В результате доля прямых затрат по обслуживанию ипотечных и потребительских кредитов в совокупном доходе американских домохозяйств составляет на сегодня около 14,5%, а с учетом налогообложения недвижимости и обязательств по оплате арендных и страховых платежей эти выплаты достигают 20%. Кроме того, по оценкам Центра жилищной политики США, в течение 1997–2005 гг. количество домохозяйств, которые затрачивают на оплату жилья свыше 50% своих доходов, возросла с 2,4 до 4,5 млн, или на 88% [2].

На фоне резкого повышения процентной ставки в 2006 г. заемщики оказались неспособными ее обслуживать, и, как следствие, – стремительное падение цен на недвижимость, дестабилизация банковской системы США, масштабный дефицит ликвидности и дефолт кредитных и инвестиционных компаний. Так, в 2006 г. свыше 100 американских компаний свернули кредитные и инвестиционные программы в жилищном строительстве; в 2007 г. совокупные затраты банковских и финансовых институтов достигли 300 млрд долл. США [1, с. 27–28]; а на начало 2009 г. – 1,2 трлн долл. Это пошатнуло фондовый рынок США, а через него – спровоцировало масштабный кризис мировой финансовой системы и обвал фондовых рынков всего мира. Лишь за 2007 г. совокупная стоимость ценных бумаг на мировом фондовом рынке снизилась на 5 трлн долл. США, в результате чего инвесторы переориентировали свою деятельность с фондового на товарный рынок, постепенно «раскручивая» спираль глобальной инфляции и притормаживая темпы роста мирового производства.

Отсутствие рациональных ограничений в предоставлении займов стало результатом дерегуляции американского финансового рынка после отмены в 1999 г. акта Гласа-Стигала, который закреплял функциональный принцип его регулирования. Согласно этому принципу, каждый финансовый институт (прежде всего банки) должен был выполнять свои традиционные функции с точки зрения институционального обеспечения кругообращения в экономике того или иного сегмента финансового капитала. После упразднения этого акта банки не только начали активно сотрудничать с инвестиционными банками, но и сами включились в операции фондового рынка и начали выполнять несвойственные им функции, постепенно перенимая на себя ряд функций других финансовых институтов. В наибольшей степени в операции фондового рынка включились наиболее авторитетные банковские учреждения мира, например «Merrill Lynch», «Bank of America», «JPMorgan», «Citigroup», «BNP Paribas», «HSBC», «UBS», «Barclays» и другие, которые продолжительное время работали в сегменте высокорискованных кредитов и владели акциями корпоративного сектора.

В таких условиях традиционные инструменты регулирования банковской деятельности в определенной степени себя исчерпывают. Ведь для государства становится невозможным отследить, в каком звене хозяйственного механизма как подсистемы экономической системы каждый финансовый институт формирует свою капитализированную добавочную



стоимость, как она распределяется и в лице кого она персонифицируется. Превращение функций финансово-кредитных учреждений и их высокая взаимосвязанность привели к тому, что банкротство компаний, акции которых имели в собственности банки, требовало от последних обратиться к списанию колоссальной задолженности. Их суммарная сумма составляла, например, для «Merrill Lynch» 15 млрд долл. США, для «Citygroup» – 18 млрд, а для «UBS» достигла «рекордной» отметки в 37 млрд [2].

Значительную дестабилизирующую роль сыграло и высокое доверие регулирующих органов к выводам рейтинговых агентств, которые, присваивая рейтинги финансово-кредитным институтам, преследовали цель минимизации возможных рисков их деятельности и максимизации ее прибыльности. Кроме того, дерегуляция финансовых рынков дополнилась рядом характерных для финансовой среды недостатков, прежде всего моральным риском и асимметрией информации, которые усилили субъективность оценки рисков деятельности корпоративного сектора и дали возможность топ-менеджменту сознательно манипулировать результатами финансово-хозяйственной деятельности компаний.

Мощный отток капитала из сферы производственного накопления в значительной степени способствовал распространению новых и чрезвычайно сложных финансовых производных, прежде всего «квадратных» залоговых долговых обязательств (CDO's-squared), залогом для которых служат в основном другие залоговые долговые обязательства. Именно они распространили в экономике процессы секьюритизации активов и существенно расширили масштабы рынков производных ценных бумаг, ускорив этим рост стоимости финансовых активов. Так, на начало 2008 г. мировые объемы секьюритизованных кредитов достигли 28 трлн долл. США [6]; тогда как ежегодный объем экспорта товаров в течение 1990-х – первой половины 2000-х годов составлял в среднем 5 трлн долл. США, экспорта услуг – 1,2 трлн, а прямых и портфельных инвестиций – около 900 млрд соответственно, масштабы международной торговли деривативами в течение 1995–2008 гг. возросли почти в десять раз и составляли в конце периода почти 60 трлн долл. США (в 2007 г. – свыше 80,5 трлн долл.), что в двадцать раз превышает стоимость проданных товаров и услуг (табл. 2).

Таким образом, долгосрочное структурное накопление в мировой экономике финансовых дисбалансов стало детонатором глобального экономического кризиса, который со всей очевидностью проявился в конце 2007 г., а в течение 2008 г. с беспрецедентным динамизмом распространился практически на все страны мира. Среди форм проявления этого кризиса следует отметить прежде всего резкое падение капитализации компаний, замедление деловой активности, сокращение потребительских затрат, рост безработицы, снижение темпов роста мировой экономики, углубление валютных дисбалансов, сокращение объемов межбанковского кредитования, сворачивание кредитования реального сектора экономики и домохозяйств, подорожание кредитного капитала и др.

Таблица 2

**Динамика объемов глобального рынка деривативов по инструментам и регионам в течение 1995–2009 гг.**

Показатель	1995		1998		2000		2002	
	Стоимостный объем, млрд долл. США	годовое обращение, млн контрактов	стоимостный объем, млрд долл. США	годовое обращение, млн контрактов	стоимостный объем, млрд долл. США	годовое обращение, млн контрактов	стоимостный объем, млрд долл. США	годовое обращение, млн контрактов
Процентные фьючерсы	5876,2	561,0	8031,4	760,0	7907,8	781,2	9955,6	1152,1
Процентные опционы	2741,8	225,5	4623,5	129,7	4734,2	107,7	11759,5	240,3
Валютные фьючерсы	33,8	99,6	31,7	54,5	74,4	43,5	47,0	42,6
Валютные опционы	120,4	23,3	49,2	12,1	21,4	7,0	27,4	16,1
Фьючерсные индексы фондового рынка	172,2	114,8	291,6	178,0	377,5	225,2	365,7	530,3
Опционные индексы фондового рынка	337,7	187,3	947,4	195,0	1148,4	481,5	1701,2	2235,5
Всего, в том числе	9282,0	1211,5	13974,8	1329,3	14263,8	1646,0	23856,3	4216,8
Северная Америка	4852,3	455,0	7395,1	530,0	8168,0	461,3	13720,2	912,2
Европа	2241,2	354,8	4397,1	525,9	4197,9	718,6	8801,0	1074,8
Азия	1990,1	126,4	1882,5	170,9	1611,8	331,3	1206,0	2073,1
Другие регионы	198,4	275,5	300,1	102,5	286,2	134,9	129,1	156,7

Продолжение таблицы 2.

Показатель	2004		2006		2008		2009*	
	стоимостный объем, млрд долл. США	годовой объем, млн контрактов	стоимостный объем, млрд долл. США	годовое обращение, млн контрактов	стоимостный объем, млрд долл. США	годовое обращение, млн контрактов	стоимостный объем, млрд долл. США	годовое обращение, млн контрактов
Процентные фьючерсы	18164,9	1902,6	24476,2	2621,2	18732,3	2582,9	17833,7	443
Процентные опционы	24604,1	361,0	38116,5	566,7	33978,8	617,7	33005,8	131,7
Валютные фьючерсы	103,5	83,7	161,4	231,1	95,2	433,8	86,1	71,1
Валютные опционы	60,7	13,0	78,6	24,3	124,8	59,8	107,3	9,2
Фьючерсные индексы фондового рынка	635,2	804,4	1045,3	1233,6	656,0	2467,9	592,5	600,6
Опционные индексы фондового рынка	3024,9	2980,1	6565,3	3177,5	4272,8	4174,1	4132,4	959,0
Всего, в том числе	46593,3	6144,8	70443,4	7854,4	57859,9	10336,2	55757,9	2214,6
Северная Америка	27608,9	1633,6	42551,4	2541,8	29814,7	3079,6	26811,0	575,8
Европа	16308,2	1412,6	23216,8	1947,3	24622,5	2939,5	26067,6	620,5
Азия	2426,9	2847,6	4049,6	2957,1	2685,9	3753,6	2242,4	892,3
Другие регионы	249,3	251,0	625,6	408,2	736,8	563,5	636,9	126,1

\* – Данные за первый квартал.

Источник: Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging Macro-Financial Implications and Policy. October 2008. – IMF, 2008. – P. 184–185; Global Financial Stability Report: Navigating the Financial Challenges Ahead. October 2009. – P. 186–187.

Однако по глубине и масштабам влияния на национальные экономики государств этот кризис выходит за пределы обычного циклического и характеризуется четко выраженным структурно-инновационным характером, то есть предусматривает системные качественные трансформации мирового производства и его технологической базы и основы шестого высоко-технологического уклада. Речь идет о том, что глобальный экономический кризис, который на сегодня разворачивается в мировой экономике, является лишь проявлением общих закономерностей, определяемых «укладной» концепцией долгосрочной мегатехнологической динамики.

И хотя такие закономерности частично вуалируются путем наложения на них специфических процессов в финансовой сфере (саморазрушение финансовой пирамиды долговых обязательств в США и крах глобального рынка деривативов, в том числе контрактно-нефтяных и финансовых «пузырей»), однако стремительное падение фондовых индексов и цен на энергоносители, а также производственный спад и рост структурной безработицы являются признаками длинноволновой депрессии, обусловленной циклическостью изменения технологических укладов и обновления технологического базиса общественного производства с целью повышения уровня производительности труда.

В мировой экономике произошла синхронизация ряда отдельных кризисов – структурного, связанного с исчерпанием ресурса пятого технологического уклада, а также финансового, банковского, инвестиционного, валютного, институционального, что создало мощнейший в новейшей экономической истории разрушительный резонанс. Поэтому глобальная экономика должна пройти процесс своеобразной «перезагрузки» и лишиться перенакопления капитала путем его массового обесценивания в процессе неминуемой продолжительной и глубокой депрессии. Обесценивание денежного капитала будет происходить через неоднократный крах фондовых и финансовых рынков, а также дефолт доллара, как это уже происходило в 1930-х и 1970-х годах.

При этом, если в ведущих странах мира начальная фаза изменения доминирующего пятого уклада шестым сопровождается невиданным по масштабам и глубине финансовым кризисом с его постепенной трансформацией в длинноволновую депрессию, то развивающиеся страны получают мощный импульс стремительного экономического роста. Ведь, не будучи обремененными излишними производственными мощностями в отраслях устаревшего технологического уклада, они в гораздо меньшей степени испытывают влияние структурного кризиса, соответственно столкнуться с меньшими масштабами обесценивания капитала. В то же время, динамическое освоение ими базовых технологий и производств нового технологического уклада откроет перед ними широкие возможности опередить развитие страны мира в структурной перестройке национальных экономик, «подключиться» к очередной волне экономического роста и оперативно от-

реагировать на глобальные вызовы научно-технического и социального прогресса.

### Литература

1. Гайдуцький П. І. Глобалізація економічної рецесії та фінансової нестабільності / П. І. Гайдуцький, К. В. Паливода // Фінанси України. – 2008. – № 1.
2. Дорошенко І. В. Глобальна фінансова криза та її вплив на розвиток економіки України / І. В. Дорошенко // Проблеми системного підходу в економіці. Електронне наукове фахове видання. Збірник наукових праць, 2008. – № 3 // [http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2008-3/Doroshenko\\_308.htm](http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2008-3/Doroshenko_308.htm).
3. Сапір Ж. Наскільки тяжко, наскільки довго? (спроба прогнозування глибини і тривалості кризи / Ж. Сапір // Економіка України. – 2008. – №10.
4. Смирнов А. Кредитный «пузырь» и перколяция финансового рынка / А. Смирнов // Вопросы экономики. – 2008. – №10. – С. 6.
5. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. – М.: ИНФРА-М, 1999. – С. 82.
6. Чибриков Г. Г. Содержание и арифметика финансового кризиса / Г. Г. Чибриков // Банковское дело. – 2008. – №12. – С. 23.
7. Algieri B., Bracke T. Patterns of Current Account Adjustment. Insights From Past Experience // Working Paper Series No 762, June 2007. – European Central Bank. – 54 p.
8. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) // <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>.
9. Mapping Global Capital Markets. Fifth Annual Report. Prepared by McKinsey Global Institute. October 2008. – P. 11.
10. Obsfeld M., Taylor A. Globalization and Capital Markets. Working Paper 8846. National Bureau of Economic Research. – Cambridge, March 2002. – P. 22–23.
11. Wijnholds J. Onno De Beaufort, Kapteyn A. Reserve Adequacy In Emerging Market Economies // IMF Working Paper, WP/01/143, 2001. – P. 15.

Статья поступила в редакцию 21 января 2010 г.