

Федеральное агентство железнодорожного транспорта
Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«Иркутский государственный университет путей сообщения»

На правах рукописи

Динец Дарья Александровна

Теория и методология влияния противоречий мировой финансовой системы
на глобальный рынок капитала

5.2.4 – Финансы

Диссертация на соискание ученой степени
доктора экономических наук

Научный консультант:
Доктор экономических наук, профессор
Камаев Роман Александрович

Иркутск – 2022

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1 ТЕОРИЯ ВЛИЯНИЯ ПРОТИВОРЕЧИЙ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ НА ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛА	15
1.1 Сущность и классификация противоречий мировой финансовой системы ..	15
1.2 Причины возникновения противоречий мировой финансовой системы	29
1.3 Теория влияния противоречий мировой финансовой системы на различные типы финансовых рынков	52
1.4 Генезис экономических отношений, опосредующих влияние противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала	62
ГЛАВА 2 МЕТОДОЛОГИЯ ВЛИЯНИЯ ПРОТИВОРЕЧИЙ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ НА ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛА	86
2.1 Наднациональное финансовое регулирование как источник противоречий мировой финансовой системы	86
2.2 Федеральная резервная система США как источник противоречий мировой финансовой системы.....	91
2.3 Роль пруденциального банковского надзора в формировании противоречий мировой финансовой системы	114
2.4 Инструментарий влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала	121
ГЛАВА 3 АНАЛИЗ ПОСЛЕДСТВИЙ ВЛИЯНИЯ ПРОТИВОРЕЧИЙ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ НА ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛА.....	135
3.1 Влияние противоречий мировой финансовой системы и ситуации на глобальном рынке капитала на темпы экономического роста	135
3.2 Оценка влияния противоречий мировой финансовой системы на международное движение капитала.....	152
3.3 Влияние противоречий мировой финансовой системы на методологию проведения оценки финансовых активов	191
ГЛАВА 4 ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ ПРОТИВОРЕЧИЙ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ НА ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛА ..	196
4.1 Количественные параметры противоречий мировой финансовой системы в контексте развития глобального рынка капитала.....	196
4.2 Анализ текущего состояния глобального рынка капитала и перспектив его развития.....	222

ГЛАВА 5 МЕТОДЫ АДАПТАЦИИ РЫНКОВ КАПИТАЛА К ПРОТИВОРЕЧИЯМ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ.....	239
5.1 Валютные союзы как способ координации рынков капитала в условиях противоречий мировой финансовой системы.....	239
5.2 Оценка возможности смены валютных систем из-за противоречий мировой финансовой системы.....	253
5.3 Управление производительностью в промышленном секторе как метод сокращения степени негативного влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала.....	264
5.4 Пути преодоления негативного влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала.....	280
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	305
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	318

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность диссертационного исследования. Финансовые потоки, опосредующие экономические отношения в рамках мировой финансовой системы, распределены между ее участниками крайне неравномерно. Различаются объемы денежных транзакций, скорости оборота, уровни доходности операций с денежными потоками, а также распределение рисков между участниками. Все это порождает дисбалансы мировой финансовой системы, как внутренние, характеризующие связи между различными элементами национальных финансовых систем, так и внешние – между финансовыми системами различных стран.

Основными факторами возникновения и развития дисбалансов в мировой финансовой системе являются неравномерность финансового дерегулирования и распределения регулятивных полномочий между национальными и наднациональными структурами, неэффективность и несогласованность денежно-кредитной политики различных стран, различный характер реагирования национальных и наднациональных финансовых институтов на возникающие кризисы, глубокая дифференциация национальных экономик по уровню их развития и, прежде всего, финансовых рынков при высоком уровне консолидации активов в финансовых портфелях.

По данным Всемирного банка капитализация фондового рынка США превышает 50 % глобального ВВП и вдвое превышает ВВП США, глобальный долг по данным МВФ в 2021 году составил 360 % мирового ВВП, приблизившись к отметке 290 триллионов долларов, рынок производных финансовых инструментов по данным World Federation of exchange [276] оценивается в 1 квадриллион долларов. Кроме того, до 80 % прибыли европейских и американских нефинансовых корпораций получено за счет финансовых операций, что объясняется ростом рентабельности финансовых операций по сравнению с рентабельностью в реальном секторе.

Ускоренное развитие финансового сектора объясняется во многом действующей валютной системой и серией раундов количественного смягчения, запущенного США, ЕС и Японией для преодоления последствий финансовых кризисов. В частности, балансы центральных банков в августе 2021 года приблизились к отметкам: США – 8,1 трлн долл., ЕС – 8,05 трлн евро, Великобритания – 997 млрд фунтов стерлингов, Япония – 722 трлн. японских йен, что эквивалентно 6,5 трлн. долл [214]. Операции количественного смягчения привели к формированию близких к нулю или отрицательных процентных ставок, что способствовало переходу кризисов ликвидности в бюджетные кризисы и кризисы суверенного долга ключевых участников мировой финансовой системы. Дефицит бюджета и расширение долгового финансирования в США усугубляется дефицитом счета текущих операций, что фактически ограничивает возможности финансовой системы перераспределять финансовые ресурсы из стран с избытком сбережений в страны с дефицитом инвестиций, а также чревато переходом инфляции с финансовых рынков на товарные.

Операции количественного смягчения, дефицит платежного баланса США и рост числа сделок валютных своп-линий привели также к тому, что по данным Банка международных расчетов более 50 % долларовых кредитов неамериканским заемщикам были выданы национальными коммерческими банками [216], что в свою очередь, является источником внутреннего противоречия. США, будучи эмитентом резервной валюты, не контролируют объемы долларовых активов по всему миру, что увеличивает волатильность на валютных рынках. Очевиден дисбаланс между товарным рынком, рынком капитала и валютным рынком. По данным ВТО оборот мировой торговли в 2020 году составил 23 трлн. долл. [240], рынок облигаций – 123,5 трлн. долл., выпуск акций – 826,8 млрд. долл. [213], тогда как дневной оборот на валютном рынке оценивается в 6 трлн. долл. [230].

Усиление дисбалансов мировой финансовой системы приводит к постоянному росту числа кризисов. Так, по данным Бундесбанка с 1970 года в мире произошло 150 банковских кризисов, 236 валютных кризисов и 90 кризисов суверенного долга. При этом частота возникновения и количество вовлеченных в кризисные явления

стран постоянно возрастают. Поскольку кризис является способом разрешения возникающих противоречий, полагаем, что актуален глубокий анализ теории и методологии противоречий мировой финансовой системы.

Основные противоречия мировой финансовой системы, возникающие в результате наличия и углубления дисбалансов ее развития, связаны с использованием ее субъектами ряда финансовых инструментов, характерными особенностями которых являются отрыв от фундаментальной стоимости, спекулятивный характер операций, возможность концентрации ликвидности. Хеджирование рисков, арбитраж, в том числе, регулятивный, использование сложных финтех-стратегий приводят к невозможности получения положительного финансового результата остальными участниками финансового рынка.

Влияние противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала проявляется в усилении его волатильности, нарастании риска ликвидности и возможности манипулирования рыночной динамикой, «стадном» поведении инвесторов, приводящим к финансовым пузырям, сокращению доходности большинства финансовых инструментов, корректировке ценовых показателей по инструментам рынка капитала. Это затрудняет принятие инвестиционных решений, выбор источников фондирования операций на рынках капитала.

Таким образом, актуальность диссертационного исследования обусловлена:

- высокой значимостью дисбалансов и противоречий в функционировании мировой финансовой системы,
- необходимостью разработки теоретических и методологических положений в области оценки влияния дисбалансов и противоречий мировой финансовой системы для развития глобального рынка капитала,
- потребностью создания системы противодействия дисбалансам и противоречиям мировой финансовой системы для развития глобального рынка капитала.

Степень научной разработанности темы исследования. Основы теории капитала освещены в работах таких ученых как Дж. Ван Хорн, Р. Гильфердинг, Дж.

Гобсон, К. Н. Ермолаев, Дж. Б. Кларк, С. Майерс, К. Маркс, В. А. Мещеров, М. Миллер, Х. Мински, Ф. Модильяни, К. Перес, Т. Пикетти, С. Росс, К. Р. Салиев.

Особенностям развития современного финансового рынка посвящены работы Р. Батра, П. Бернштейна, Ф. Блэка, Р. Брейли, Р. Бреннера, В. А. Галанова, А. Гринспена, О. А. Гришиной, А. Дамодарана, К. Х. Зоидова, И. В. Костикова, П. Кругмана, С. Майерса, Д. Мандельброта, Г. Марковица, Р. Мертона, Х. Мински, Ф. Мишкина, К. В. Ордова, К. Рейнхарт, К. Рогофф, В. А. Слепова, Д. Сорнетте, Дж. Стиглица, У. Шарпа, Р. Шиллера, М. Шоулза, Б. Эйхенгрин.

Оценке влияния мировой финансовой системы на эффективность использования капитала посвящены работы М. Вулфа, С. Ю. Глазьева, Р. С. Дзарасова, С. С. Дзарасова, С. М. Дробышевского, М. Калецки, Дж. Кейнса, П. Кругмана, Ю. А. Левина, М. Льюиса, Х. Мински, С. Ю. Попкова, Д. Робинсон, Д. Родрика, Р. Скидельски, А. У. Солтаханова, Дж. Стиглица, Д. Тобина, Д. Харви.

Оценка влияния финансовых дисбалансов на устойчивость экономического роста и мировую финансовую систему проведена в работах Р. Алибера, Дж. Арриги, Р. Барро, В. К. Бурлачкова, Л. Е. Гринина, К. Гэлбрейта, Е. Домара, С. М. Дробышевского, У. Истерли, Ч. Каломириса, Ч. Киндлебергера, Р. Лукаса, Р. Напьера, П. Ромера, Р. Роузкранса, Р. Солоу, М. Спенса, П. Сраффы, Р. Харрода, К. Эрроу.

Однако исследования указанных авторов затрагивают лишь отдельные аспекты развития глобального финансового рынка. Среди них отсутствуют работы, содержащие целостную концепцию оценки влияния дисбалансов и противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала.

Кроме того, выводы, предлагаемые ведущими учеными, содержат практические рекомендации по ослаблению негативного влияния уже произошедших экономических кризисов, тогда как нам представляется необходимым обоснование модели взаимодействия участников финансовой системы с целью ослабления системных финансовых диспропорций и противоречий в будущем. В связи с этим очевидна необходимость системного,

комплексного исследования теории и методологии оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала.

Объект исследования диссертационной работы – влияние мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала.

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие между субъектами мировой финансовой системы при передаче импульса свойственных ей противоречий на глобальный рынок капитала.

Целью исследования является развитие теории и методологии оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный финансовый рынок, создание системы противодействия этому влиянию, а также обоснование возможных вариантов разрешения сложившихся противоречий.

В соответствии с целью в диссертации решались следующие **задачи**:

- выявить основные тенденции развития мировой финансовой системы с позиции возникающих в ней противоречий;
- сформировать теоретико-методологические основы влияния мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала;
- оценить релевантность существующих моделей оценки эффективности операций на финансовых рынках в текущем состоянии финансовой системы;
- определить основные каналы влияния мировой финансовой системы на рынки капитала;
- предложить и обосновать модель оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала;
- исследовать потоки прямых иностранных инвестиций с позиции влияния на них противоречий в развитии мировой финансовой системы;
- обосновать механизм адаптации российской экономики к существующим противоречиям мировой финансовой системы.

Соответствие темы диссертации требованиям Паспорта научных специальностей ВАК при Министерстве науки и высшего образования по специальности 5.2.4 – Финансы, и пунктам областей исследования: 1 – Теоретические и методологические основы финансовых исследований; 20 –

Финансовые инструменты и операции с ними; 21 – Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования; 22 – Кризисы на финансовых рынках, их причины, последствия и возможности предотвращения; 23 – Регулирование финансовых рынков.

Теоретической основой диссертационного исследования послужили результаты фундаментальных исследований, содержащиеся в научных трудах российских и зарубежных ученых, и представленные в современной литературе по проблемам влияния экономических диспропорций и противоречий глобальной экономики на финансовые рынки, развития финансового регулирования и надзорного процесса в этой области.

Методологической основой диссертации являются общенаучные методы синтеза и структурного анализа, систематизации и классификации, обобщения, индукции и дедукции, метод сравнительного статистического и динамического анализа. В процессе выполнения исследования также использовались системный, экспертно-аналитический, сравнительный, институциональный, эволюционный методологические подходы, метод моделирования, сочетание методов анализа и синтеза к выявлению проблем, тенденций, закономерностей и противоречий при оценке влияния противоречий мировой экономики на глобальный финансовый рынок и поиск путей их эффективного решений в современных условиях.

Эмпирическую основу исследования составили:

– официальная статистика наднациональных организаций, осуществляющих финансовый мониторинг, финансовое регулирование и регламентацию финансовых транзакций – Международного валютного фонда, Всемирного банка, Совета по финансовой безопасности Группы 20, Всемирной торговой организации, Банка международных расчетов, Международной организации комиссий по ценным бумагам, Всемирной федерации бирж, Европейского союза, ЕАЭС, ШОС, МЕРКОСУР, ОЭСР по теме диссертации;

– нормативные акты, разъяснения и иные официальные материалы Государственной думы Федерального собрания Российской Федерации, Правительства Российской Федерации, Счетной палаты Российской Федерации,

Министерства финансов Российской Федерации, Министерства экономического развития Российской Федерации, Банка России, Федеральной резервной системы в области регулирования финансовых потоков и финансового рынка;

- официальные документы, национальные правовые акты США, Великобритании, Германии, Франции, Японии, Канады, Швейцарии, Китая и других стран по финансовому регулированию, валютным операциям, операциям с капиталом, производными финансовыми инструментами, банковскому регулированию, надзорному процессу;

- статистические данные Федеральной службы государственной статистики, Центрального банка, Министерства финансов Российской Федерации, зарубежных центральных банков, Бюро экономического анализа США, Всемирного банка, Банка международных расчетов, Евростата, Международного валютного фонда, Всемирной торговой организации, ЮНКТАД, ОЭСР, China Statistics, BIS Statistics, Treasury.gov board, The institute of international finance, Hkex Statistics, Совета по финансовой стабильности за период с 1971 по 2021 гг.;

- аналитические обзоры, экспертные отчеты и прогнозы по финансовым рынкам Standard & Poor's, Moody's, Fitch, Банка международных расчетов BIS, World federation of exchange, Boston Consulting Group (BCG), Damodaran online, Wall street journal, S&P Global, Global Markets Asian Timezone, SIFMA, Bloomberg, Oxford research и др.;

- аналитические результаты, полученные в ходе выполнения автором научно-исследовательских работ;

- публикации в периодических научных изданиях России и зарубежных стран по вопросам оценки влияния дисбалансов и противоречий мировой финансовой системы на финансовый рынок.

Научная новизна диссертационной работы состоит в разработке теоретических положений и методологических основ финансовых исследований влияния противоречий мировой финансовой системы на функционирование глобального финансового рынка, а также комплекса практических рекомендаций в данной финансовой области.

На защиту выносятся следующие результаты, содержащие *научную новизну* и полученные лично автором:

- определен теоретический аппарат исследования в части авторской трактовки понятий «противоречия мировой финансовой системы» и «оценка влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала», а также классификаций этих противоречий, развивающий финансовую теорию;

- на основе систематизации теоретико-методологических и эмпирических данных о развитии мировой финансовой системы выявлены основные ее противоречия (между целями развития мировой финансовой системы и средствами ее достижения; между нарастающей сложностью финансовых стратегий, инструментов и ослаблением управляемости, транспарентности финансовых потоков; между целями развития субъектов мировой финансовой системы и глобальными кумулятивными интегрированными финансовыми фондами сложно структурированных финансовых инструментов) и оказывающие комплексное влияние на функционирование глобального рынка капитала;

- раскрыты причины возникновения противоречий мировой финансовой системы (противоречивый характер наднационального и национального финансового регулирования финансовых рынков; волатильность мировых цен на сырьевых рынках, рынках денег и капитала; дисбалансы в объемных параметрах валютного рынка, рынка денег, капиталов и товаров), обусловленные различными темпами развития объектов глобальной экономики и трансформации их роли на глобальном финансовом рынке, для определения влияния этих противоречий на развитие глобального рынка капитала;

- исследовано влияние противоречий мировой финансовой системы на развитие кредитного, фондового, деривативного типов глобального финансового рынка для оценки этого влияния на глобальный рынок капитала;

- доказана ограниченная работоспособность существующих экономико-математических моделей функционирования глобального финансового рынка в ситуации усиливающихся противоречий мировой финансовой системы из-за искажения ценовых импульсов, поступающих на этот рынок, для разработки

рекомендаций по оценке применимости рассмотренных моделей в современных условиях;

– разработана модель оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала с использованием зависимостей прямых иностранных инвестиций от операций с финансовыми активами, что позволяет идентифицировать перечень стран, рынки капитала которых в большей степени подвержены риску возникновения кризисов на финансовых рынках вследствие противоречий мировой финансовой системы;

– обоснованы рекомендации по регулированию финансового рынка за счет создания валютного союза в рамках ЕАЭС на основе финансовых потоков рынка энергетических ресурсов в качестве ключевого подхода к адаптации ЕАЭС к противоречиям мировой финансовой системы.

Теоретическая значимость результатов диссертации заключается в разработке теоретических основ оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на функционирование глобального рынка капитала. Разработанные в диссертации научные концепции исследования дисбалансов развития мировой финансовой системы, идентификации противоречий мировой финансовой системы, а также причин их возникновения, каналов влияния этих противоречий на глобальный рынок капитала, оценки степени влияния противоречий мировой финансовой системы на рынок капитала, статистические, эмпирические, параметрические модели в совокупности формируют новое направление в оценке влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала. Предложенный в диссертации научный подход к оценке влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала включает исследование причинно-следственных связей между усилением противоречий между субъектами и объектами мировой финансовой системы и функционированием фондового, кредитного, валютного и деривативного сегментов глобального финансового рынка, развитие методологии и моделей оценки.

Практическая значимость результатов диссертации определяется тем, что научные результаты работы, теоретические положения и выводы, рекомендации и предложения, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы Евразийской экономической комиссией при обосновании проектов формирования общих (единых) рынков и координации финансовых потоков на этих рынках; комитетами Государственной думы в процессе совершенствования законодательства в области финансового регулирования и надзора; Банком России при ратификации мер пруденциального надзора, обосновании инвестиционной политики и политики управления ликвидностью, а также в ходе мониторинга результатов функционирования финансовых рынков; Министерством финансов при выработке государственной политики в области валютной, банковской деятельности, финансовых рынков, государственного долга; Министерством экономического развития в рамках принятия мер по развитию в Москве международного финансового центра, а также при формировании программ участия России в деятельности международных финансовых организаций (МВФ, Всемирный банк, ОЭСР, Совет по финансовой стабильности).

Материалы диссертации могут быть использованы в системе высшего и дополнительного профессионального образования, а также при подготовке кадров высшей квалификации при чтении лекций и проведении практических занятий по курсам: «Финансы», «Международные валютно-кредитные отношения», «Финансовый менеджмент», «Финансовая аналитика», «Регулирование финансовых рынков» и др.

Апробация работы. Положения и результаты диссертационного исследования внедрены в методологическую и практическую деятельность Общероссийской общественной организации «Союз защиты прав потребителей финансовых услуг», Института стран СНГ. В рамках научно-исследовательской работы ФГБОУ ВО ИрГУПС «Финансовые аспекты структурных преобразований экономики» использованы авторские разработки при обосновании финансовых последствий глобализации в различных сегментах финансового рынка.

Основные результаты, полученные автором диссертационной работы, обсуждались на 24 научных и научно-практических конференциях, в том числе, на 20 конференциях международного уровня.

Кроме того, основные научные результаты диссертации реализованы в образовательных программах профессионального образования ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова» при подготовке магистров по направлению «Финансы и кредит» а также при подготовке научно-педагогических кадров по направлению 38.06.01 Экономика, направленность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

Публикации. По теме диссертации опубликованы 46 работ, в том числе, 23 статьи объемом 17,87 п.л., из перечня рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертации на соискание ученой степени доктора наук.

ГЛАВА 1 ТЕОРИЯ ВЛИЯНИЯ ПРОТИВОРЕЧИЙ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ НА ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛА

1.1 Сущность и классификация противоречий мировой финансовой системы

Слово «противоречие», согласно оксфордскому словарю, трактуется как «положения, при котором одно исключает другое, несовместимое с ним, несогласованность».

Систематизация данных о состоянии мировой финансовой системы и присущих ей противоречиях позволила выявить отсутствие единого теоретико-методологического аппарата исследования таких противоречий, а также системного подхода к трактовке понятия «противоречия мировой финансовой системы». В силу отсутствия единого подхода к трактовке термина нами был использован индуктивный метод анализа.

В научной периодике последних лет отмечены следующие характерные особенности современного состояния мировой финансовой системы и ее различных проявлений в отношениях, складывающихся на глобальных товарных и финансовых рынках:

1. Сокращение конкуренции товаропроизводителей за счет развития платформенного капитализма. Финансовые отношения при платформенном капитализме складываются по принципу «принципал» – «агент». При этом товаропроизводители ориентированы на формирование логистических цепочек, подкрепленных денежными потоками, тогда как платформы и маркетплейсы получают экономическую выгоду и приращение денежного потока от наращивания числа сделок, что создает противоречие между дискретным денежным потоком при обслуживании торгового капитала и непрерывными потоками, обсуживающими глобальные цепочки добавленной стоимости.

2. Рост цен на рискованные активы и рост рыночной волатильности. Волатильность как источник приращения доходности противоречит возможности

и необходимости анализа фундаментальных показателей для получения прибыли на финансовых рынках. Гипотеза эффективного рынка толкает рыночных агентов на поиск наибольшей волатильности без учета соотношения между риском и доходностью. Кроме того, рост волатильности может быть источником только краткосрочного дискретного денежного потока, тогда как рынок капитала оперирует понятиями «поток дохода».

3. Принятие экономико-финансовых решений исходя из: а) возможности получения политической ренты, в том числе, на международном уровне; б) возможности получения ренты финансовой – за счет консолидации портфелей и их универсализации через механизмы секьюритизации.

4. Экологическая составляющая мировых финансов, будучи мощным инструментом лоббирования, видоизменяет инфраструктуру и векторы индустриализации.

5. Рост долларовой ликвидности вне США, через выпуск облигаций, номинированных в долларах, сделки СВОП. В условиях отрицательной доходности по американским обязательствам спрос на внеамериканскую долларовую ликвидность возрастает. При этом консолидация займов в активах различных фондов создает финансовую хрупкость через балансовый механизм. Изменения политики процентных ставок ФРС относительно декларируемой приводят к волатильности долга в других странах и изменении стоимости его обслуживания, что отражается на процентных ставках национальных финансовых рынков, а также в ценах на недвижимость и капитальные активы.

6. Конкурентные девальвации в условиях роста долларовых обязательств, в том числе, по своп-линиям, не всегда доступны эмитентам прочих валют, что создает торговые преимущества для платформ, оперирующих долларами, а также упрощает механизмы влияния финансовой системы на ценообразование биржевых товаров через рынок производных финансовых инструментов. При этом высока зависимость ценообразования на сырьевые товары от процентных ставок ФРС и курса доллара.

7. Рост теневого («параллельного») банкинга в ответ на ужесточение регуляторной активности в финансовом секторе. Дерегулирование финансовой сферы за счет использования блокчейн-технологий в финансах.

8. Нетарифный торговый протекционизм приводит к росту платформенных решений в ретейле, что увеличивает объемы международных валютных трансакций, что, в свою очередь, способствует развитию теневого банкинга и альтернативных небанковских платежных систем, в частности, основанных на финтехе. В результате скорость денежного оборота увеличивается при росте предложения долларовой ликвидности и номинальном снижении потребительской инфляции и росте разрыва между реальным и потенциальным ВВП. В итоге финтех концентрирует ликвидность, в том числе, за счет офшорных схем, без ее номинального снижения в обслуживании торгового оборота. Связь между долларом и цифровыми валютами не ослабевает с развитием обращения последних. Рост уровня долларовой инфляции и инфляции в зоне евро в последнее время усиливает противоречия между развитием финтеха и традиционными денежными системами – в условиях сокращения покупательной способности ключевых резервных валют альтернативные платежные средства должны укрепляться, тогда как фактически имеет место обратный процесс – ослабление резервных валют приводит к еще большему ослаблению альтернативных платежных средств, что свидетельствует о наличии финансовых пузырей на рынке криптовалют и приводит к нарушению традиционных межрыночных связей.

9. Офшорная сеть децентрализованной банковской эмиссии вне норм макропруденциального банковского надзора. Фактически происходит усиление децентрализации финансовой сферы в ответ на усиление норм пруденциального надзора, таких как усиление надзора за теньвым банковским сектором усилиями Совета по финансовой стабильности Группы 20, в частности, ужесточение требований к капиталу банков при размещении средств в инструменты инвестиционных фондов, рост маржи по операциям с деривативами, ужесточение норматива ликвидности (с учетом забалансовых операций), внедрение норматива чистого стабильного фондирования [180], кроме того, реализованы меры в

отношении повышения стабильности фондов денежного рынка, в частности, ограничены возможности по предъявлению клиентами акций фондов к выкупу, повышены требования к качеству указанных активов [180], введение обязательства по хранению 5 % пакета выпуска секьюритизированных ценных бумаг на балансе эмитента в качестве гарантии исполнения обязательств [180].

10. Ужесточение антиофшорного регулирования со стороны ОЭСР и группы 20, обмен налоговой информацией между странами не достигает декларируемых целей, поскольку международная торговля переходит в плоскость торговли услугами и нематериальными активами, что подрывает усилия наднациональных органов в области регулирования регуляторного арбитража ввиду размытости добавленной стоимости. Действительно, в нематериальных активах и услугах сложнее выявить доли импорта в экспорте и экспорта в импорте при идентификации неоправданно удлиняющихся цепочек добавленной стоимости [87], что позволяет выводить большие суммы в наиболее благоприятные юрисдикции. Системы параллельного импорта, получившие развитие в связи с финансово-экономическими санкциями, ужесточают данное противоречие, приводя к сокращению уровня транспарентности денежных потоков.

11. Унификация в финансовом и реальном секторе как источник балансовой взаимозависимости. Единые поставщики финансовых и промышленных услуг и различия в большей степени в нематериальных, нежели в материальных активах в производственных цепочках, приводят к концентрации пассивов финансового сектора, а требования пруденциального надзора – к концентрации активов через их вывод с банковских балансов в условиях высокой волатильности корпоративного долга на фоне роста его абсолютных значений [87].

12. Укрепление резервных валют, главным образом, доллара и иены в периоды роста волатильности на финансовых рынках. Противоречие состоит в том, что наиболее уязвимые перед дефляцией валюты, сильно коррелирующие с показателями развития децентрализованных платежных систем, но являющиеся получателями политической ренты при любых неблагоприятных геополитических

событиях, являются наиболее ликвидными инструментами независимо от фундаментальных показателей развития.

13. Попытки децентрализации финансовых систем с применением технологий блокчейн в условиях высоких транзакционных издержек [159] за счет геополитических и финансово-экономических факторов. Рост транзакционных издержек в традиционных секторах финансовой системы приводит к росту концентрации ликвидности. По оценкам экспертов ликвидность цифровых платежных систем также имеет высокую концентрацию, и фактически сосредоточена в руках ограниченного числа инвесторов. В итоге распространение криптоактивов происходит инфляционным путем через офшорную эмиссию национальных платежных средств, тогда как владельцы консолидированных пулов криптоактивов получают контроль над ценообразованием на большинстве финансовых рынков через участие в консолидированных фондах.

14. Частная стерилизация избыточной денежной массы за счет манипулирования финансовыми потоками на глобальных рынках капитала для устранения риска перехода инфляции с финансового на реальный рынок [32]. Инфляционное давление последних месяцев связано не со стандартными противоречиями между спросом и предложением на товарных рынках, а с противоречиями в направлениях движения товарных и финансовых потоков в условиях частной эмиссии и частной стерилизации денежной массы в условиях высокой концентрации ликвидности.

15. Алгоритмическая торговля на валютных рынках приводит к корректировкам курсов валют нефтедобывающих стран автоматически под влиянием изменения цен на нефтяные фьючерсы [32]. Аналогично, алгоритмы определяют направления спекулятивных атак исходя из заданных параметров конкретного крупного хедж-фонда. В условиях высокой концентрации активов в фондах возникают цепные реакции вне привязки к фундаментальным показателям.

16. Чрезмерно удлиненные цепочки создания добавленной стоимости ведут к росту транзакционных издержек. Высокие транзакционные издержки снижают ликвидность национальных валютных рынков, что создает искусственный спрос на

кредитные валютные свопы. Свопы, в свою очередь, оказывают влияние на ценообразование товаров и активов, торгуемых в странах-заемщиках через корректировки плавающих курсов и через механизм затрат при удлинении цепочек добавленной стоимости. Цены активов приводят к корректировкам валютных курсов, валютным спекуляциям, что также негативно сказывается на ликвидности валютных рынков – ситуация самовоспроизводится за счет трансмиссии монопольных издержек финансового сектора [3].

17. Увеличение стоимости риска sudden stop – «остановки потоков капитала» [36], обнаруживает признаки финансовой пирамиды в мировой финансовой системе и выражается во встроенной способности мировых финансовых центров к репатриации финансовых потоков в случае обвала на фондовом рынке. Это приводит к укреплению курсов валют и запуску через торговые алгоритмы стратегий хеджирования через механизмы ценообразования на товарных и финансовых рынках.

18. Ужесточение надзора над внебиржевыми деривативами – формирование минимальной отчетности, требований к капиталу и марже и централизованная система клиринга [36] . Это приводит к внебанковской офшорной эмиссии резервных валют, а также росту стоимости под риском на фондовом рынке, который через систему биржевых индексов оказывает влияние на цепочки добавленной стоимости и ценообразование на товарных и финансовых рынках, а также – косвенно, на прибыльность платформенного бизнеса относительно традиционных форм организации.

19. Международное разделение капитала и международное разделение труда не совпадают территориально, структурно и во временном аспекте, в результате чего международная торговля уступает в масштабах международному движению капитала [105].

20. Межрыночные связи на традиционных финансовых рынках нарушены – движение котировок финансовых активов не подчиняется закономерностям развития финансовых систем. Это происходит по ряду причин: во-первых, рост консолидации ликвидности в фондах денежного рынка, взаимных и хеджевых

фондах приводит к возможности роста числа внерыночных трансакций, не влияющих на ценообразование даже при совершении крупных сделок, во-вторых, децентрализованные платежные системы приводят к росту потребительской инфляции за счет наращивания денежного обращения в традиционных платежных средствах, в-третьих, стратегии маркеттайминга в условиях роста инфляции за счет роста децентрализованный эмиссии сокращают возможности наращивания банковского мультипликатора для обеспечения экономики длинными деньгами в условиях неконкурентной доходности долгосрочных инвестиций. В итоге рождается система с низкой ликвидностью, которая сама по себе приводит к мультипликации убыточности.

Исходя из изложенного «противоречия мировой финансовой системы» трактуются как несовместимые, не поддающиеся согласованию экономические, финансовые отношения, возникающие между ее субъектами с принципиально разными уровнями экономического развития и инструментария достижения финансовых целей. Это означает, что межрыночные связи изменились таким образом, что сокращение доходности в одном рыночном сегменте приводит не к движению ликвидности в другие сегменты, а к попыткам усиления волатильности в данном сегменте. Иными словами, доходность и ликвидность финансовых рынков движутся в принципиально различных направлениях. При этом следует понимать, что изменение уровня волатильности рынков и получение за счет этого спекулятивных прибылей в условиях несопоставимых уровней ликвидности различных рыночных игроков приводит к концептуальному изменению рыночных отношений: возможности игры на повышение практически безграничны, и инвестиции в финансовый пузырь доступны огромному числу мелких инвесторов, которые, подобно инвесторам в децентрализованные платежные средства, просто участвуют в формировании инфляционного тренда, в свою очередь, возможности игры на понижение имеют лишь крупные крайне централизованные фонды, поскольку выигрыш от подобных стратегий всегда ограничен падением стоимости до нуля, иными словами, финансовые рынки могут практически безгранично расти, но неспособны безгранично падать [14]. Таким образом для получения ощутимой

выгоды на медвежьем рынке ставка должна быть намного более высокой, что приводит к некому циклу накопления ликвидности в централизованных фондах за счет усиления волатильности на «бычьем» рынке для формирования потенциала получения сверхприбыли от обрушения данной финансовой пирамиды.

Основные финансовые концепции, получившие название «фундаментальных идей финансового рынка», и удостоившие чередой нобелевских премий экономистов-неоклассиков являются теоретическим базисом концентрации ликвидности. К числу таких финансовых концепций принято относить:

- теорию портфеля Г. Марковица,
- модель оценки капитальных активов У. Шарпа,
- теорию ценообразования опционов Блэка-Шоулза-Мертонса,
- гипотезу эффективного рынка Ю. Фамы,
- теорию Модильяни-Миллера.

Далее в диссертационной работе перечисленные модели будут рассмотрены более подробно, на данном этапе необходимо рассмотрение вклада указанных теорий в формирование возможности возникновения противоречий мировой финансовой системы.

Теория портфеля сводится к тому, что финансовые инструменты оцениваются с позиции их влияния на риск и доходность портфеля инструментов в целом, а рост диверсификации портфеля по данным показателям приводит к сокращению риска инвестирования за счет устранения возможности колебания активов в одном направлении.

Развитием теории портфеля является модель оценки капитальных активов, разграничивающая риски инструментов на систематические, не устранимые диверсификацией, и несистематические, которые свойственны конкретному финансовому инструменту. Коэффициент бета позволяет оценить зависимость каждого конкретного инструмента от рыночной динамики в целом, что направлено на формирование нейтрального по отношению к рыночному риску финансового портфеля.

Модель ценообразования опционов связывает опцион с неким рыночным портфелем, который попадает в зависимость от ряда рыночных показателей. Применение теории позволяет выбирать производные финансовые инструменты на основе выбора нейтральной по отношению к ключевому риску рыночной позиции.

Теория Модильяни-Миллера дополняет рыночный фундаментализм тем, что неважны не только финансовые инструменты, включаемые в портфель, а лишь их «греки», но и источники финансирования операций. В основе лежит неоклассическая идея о рыночном равновесии на финансовом рынке, что предполагает стремление ставок к унификации и усреднению.

Все это приводит к гипотезе об эффективном рынке – теории, согласно которой в рыночных ценах уже сосредоточена вся релевантная информация о финансовом активе, проведение фундаментального анализа не имеет экономического смысла, а экономические показатели изменяются вслед за рыночными.

Ключевая идея состоит в том, что фундаментальные рыночные силы приводят к изменениям стоимости торгуемых финансовых инструментов, в связи с чем использование фундаментального анализа рынков нецелесообразно, возможны только более или менее эффективные поиски беты и (или) альфы и формирование таких портфелей, которые позволят оптимизировать соотношение между рисками и доходностью. Иными словами, только подбор активов в портфель и распределение ресурсов позволяют при комбинировании различных стратегий и инструментов финансового инжиниринга формировать портфель с приемлемой бетой и / или альфой.

Однако необходимо вспомнить, что мировая финансовая система обслуживает не только финансовые рынки, а ликвидность необходима и для поддержки цепочек добавленной стоимости. В этом ключе интересен довод о том, что рост инфляции в зоне доллара и евро связан не только с ростом цен на энергоносители в связи с геополитическим кризисом 2022 года и сокращением эффективности цепочек поставок (признаки инфляции издержек), но и с ростом избыточной ликвидности, вопреки принципам межрыночного взаимодействия

пришедшей на товарные рынки ввиду сопротивления финансовых рынков распространению медвежьих трендов. И вероятно виной тому офшорная эмиссия блокчейн-валют на фоне сокращения банковского мультипликатора и ралли процентных ставок.

В условиях роста терпимости к республиканской партии в преддверии выборов в США в 2024 году медвежьи тренды на финансовых рынках не выгодны действующей демократической власти, что через нарушение механизма межрыночного взаимодействия реализуется в формировании высоколиквидных портфелей финансовых активов, пробуксовывающих в росте волатильности денежного рынка за счет изменения процентных ставок.

Таким образом мировая финансовая система, являющаяся системой эффективных (максимально доходных при минимальных рисках) денежных потоков между финансовыми, товарными рынками и рынками средств производства, испытывает сегодня противоречия, связанные с наличием таких дисбалансов, которые имеют возможность за счет эффекта масштаба направлять денежные потоки по максимально неэффективным путям (минимальной доходности и максимального риска). Виной тому использование фундаментальных идей финансового рынка фондами, располагающими максимальной ликвидностью.

«Оценка влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала» рассматривается в диссертации как процесс определения и измерения воздействия этих противоречий на уровень, динамику и структуру глобального финансового рынка. Исходя из такого понимания ключевых категорий исследования классифицированы основные типы противоречий, свойственных современной мировой финансовой системе (Таблица 1.1).

Таблица 1.1 – Классификация противоречий
мировой финансовой системы

Классификационный признак	Типы противоречий	Краткая характеристика
По отношению к процессу воспроизводства	Внутренние	Свойственны непосредственно финансовой системе, ее элементам и связям между ними
	Внешние	Противоречия между развитием финансовой системы и промышленностью или торговлей

Продолжение таблицы 1.1

По типам субъектов	Конкурентные	Противоречия между субъектами одного уровня, например, между корпорациями, или между государствами
	Неконкурентные	Противоречия между субъектами разного уровня, например, «государство – корпорация» или «государство – наднациональные органы регулирования»
По характеру противоречий	Социальные	Рост неравенства в результате реализации кризисных сценариев развития финансовой системы, отсутствие социальной справедливости при распределении результатов (как положительных, так и отрицательных) функционирования финансовой системы
	Регуляторные	Противоречие между частной эмиссией резервных валют и государственной монополией на выпуск денег в условиях частичной ратификации базельских норм. Кроме того, регулирование финансовой сферы может подчиняться реализации политических, а не финансово-экономических целей
По типам объектов	Институты и регулирование	Противоречие между национальным суверенитетом в области финансовой политики и либерализации капитала и требованиями Вашингтонского консенсуса. Кроме того, активное лобби ТНК в поддержку вывода из-под регулирования национальных государств наиболее эффективных сегментов бизнеса
	Инструменты	Противоречие между целями функционирования финансовой системы и инструментами достижения этих целей. Например, высокая затратность банковских транзакций приводит к широкому внедрению небанковских сетевых финансовых посредников, но финансовая система в целом продолжает опираться на банковский сектор (например, при обслуживании международных торговых операций)
	Модели	Противоречие между функционированием банковских и рыночных финансовых систем в условиях высокой концентрации финансовых потоков и наличия эффекта масштаба. Например, российская финансовая система фактически функционирует как банковская, но регулирование ориентировано на рыночный тип
	Инфраструктура	Финансовые алгоритмы, используемые фондами, приводят к формированию противоречивой информации о ценах финансовых инструментов, поступающей на рынок
По характеру противоречий	Технологическое	а) противоречие между ростом технологической эффективности и экспансией финансового капитала; б) сокращение нормы накопления при росте бюджетного дефицита и отрицательного сальдо платежного баланса; в) конкурентоспособность зависит от возможности быстро мобилизовать капитал, что ограничивает возможности роста производительности при одновременном росте капитализации

Продолжение таблицы 1.1

По характеру противоречий	Институциональные	Неработоспособность каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики за счет противоречивых действий регуляторов в мировых финансовых центрах: при возникновении кризиса политика ослабляется, тогда как при угрозе финансового перегрева политика практически не ужесточается
	Аллокативные	Противоречие между распределением рисков между участниками финансовых операций
	Ресурсные	Концентрация капитала и труда на принципиально разных рынках приводит к удлинению цепочек создания стоимости, соответственно, финансовых потоков, и увеличивает стоимость финансовых транзакций, что противоречит требованиям эффективности. Национальные финансовые рынки, в меньшей степени зависящие от притока капитала, развиваются более динамично за счет избыточного предложения на развивающихся рынках
	Рыночные	Взаимосвязь и высокая концентрация ресурсов приводит к тому, что одни и те же субъекты могут совершать операции на разных рынках в рамках одной финансовой стратегии. Чтобы стратегия оказалась успешной, возможно совершение неконкурентных действий на альтернативном рынке, например, для формирования негативного сигнала для рынка акций можно сыграть против валюты страны эмитента
	Методологические	Противоречия между фундаментальными показателями развития и оценкой инструментов на финансовом рынке, невозможность выработки адекватных методов и моделей оценки доходности, ликвидности и риска. С ростом неэквивалентности обмена повышается ликвидность рынка
	Информационные	Информация о росте деловой активности в определенном сегменте может быть свидетельством инсайдерской торговли
	Бихевиористские	Следование поведенческим паттернам зачастую противоречит требованию экономической эффективности. Поведение экономических агентов не согласуется с экономической выгодой
	Балансовые	Взаимосвязь финансовых балансов и финансовая хрупкость всей системы за счет противоречий между активами и пассивами по срокам, валютам, типам инструментов; наличие кассовых разрывов. Политика количественного смягчения в центрах мировой финансовой системы ориентирована на поддержание пассивов и избыточных резервов системно значимых игроков национального уровня, а не на поддержание глобальных активов

Окончание таблицы 1.1

	Монетарные	Противоречие в том, что политика количественного смягчения при практически неизменных объемах производства не приводит к росту инфляции. В равной степени политика количественного ужесточения не приводит к сокращению уровня инфляции за счет искажения межрыночных связей. Кроме того, активная денежно-кредитная политика и свободное движение капитала противоречат возможности реализации активной антиинфляционной политики, что фактически привело к изменению позиции МВФ, в течение многих лет отстаивающего идеологию свободного движения капиталов
	Арбитражные	Сетевые эффекты в финансовой системе противоречат экономической и логистической эффективности и направлены на освобождение ликвидности от регулирования. Недостаточность регулирования в наиболее рискованных сегментах – криптовалютах и производных финансовых инструментах

Источник: составлено автором

Данные таблицы свидетельствуют о множестве противоречий в мировой финансовой системе. Они генерируют дисбалансы, присущие современному этапу развития мировой финансовой системы. Множество противоречий и неоднозначность форм их проявления затрудняют единый подход к определению такого актуального и общественно значимого явления как противоречие мировой финансовой системы. При этом противоречия не ограничиваются финансовыми дисбалансами. Они приводят, как правило, к невозможности эффективной реализации экономических отношений между субъектами финансовой системы из-за недостижимости преодоления дисбаланса доступными финансовыми инструментами.

Сущность финансовой системы вступает в глобальное противоречие с формами ее проявления. Денежное обращение опосредует операции на рынках товаров и услуг, капитала и краткосрочного долга, а также на рынке валют и производных финансовых инструментов. При этом уровень ликвидности этих рынков существенно различается: чем выше обороты, тем выше уровень ликвидности, а, следовательно, возможности отдельных участников оказывать влияние на рыночную динамику. Перемещение ликвидности между рынками,

имеющими неэквивалентный уровень оборота, приводит к искажению ценовых импульсов, что влечет за собой отток денежных средств из менее ликвидного сегмента. Практика развития финансовых противоречий накопила достаточно большой перечень примеров подобных ситуаций: это и обрушения национальных валют для вывода капитала с неликвидного рынка, и поглощения транснациональными компаниями успешных и экономически эффективных фирм, и манипуляции с ценами на биржевые сырьевые товары, и отрицательные ставки по банковским резервам в результате политики количественного смягчения без роста инфляции. Однако перечисленные примеры отражают только форму проявления глобальных финансовых противоречий, тогда как сущность противоречий в сетевом характере мировой финансовой системы. Это означает, что за счет количества субъектов финансовой системы и мультипликации их денежных потоков компенсируется неэффективность в функционировании денежного народнохозяйственного оборота.

Оценка влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала, таким образом, состоит в выявлении и количественном определении уровня неэквивалентности обменов, совершаемых на рынке капитала, в результате вывода денежных средств в более ликвидные сегменты мировой финансовой системы.

В результате расширения и углубления противоречий мировой финансовой системы она утрачивает способность направлять свои ресурсы в те области, где их применение может дать более высокий финансовый результат. При этом противоречия в финансовой системе приводят к кризисному их разрешению в пользу тех участников, которые имеют более высокие показатели экономического развития во всех сегментах финансовой системы.

1.2 Причины возникновения противоречий мировой финансовой системы

Для формирования обзора воззрений экономистов на методологию возникновения противоречий мировой финансовой системы, а также экономических отношений, возникающих при их формировании и разрешении (как правило, кризисом), начнем с рассмотрения наиболее ранних случаев возникновения финансовых пузырей как наиболее часто проявляющейся формы противоречия между финансовыми потоками и коммерческой сферой, в которой они могут быть прибыльно размещены, обобщенных в книгах А. Аникина [6] и Ч. Киндлебергера [102] и отчасти Дж. Арриги [9].

Несмотря на то, что история финансовых пузырей была положена тюльпанной лихорадкой, а еще раньше имели место спекуляции в итальянских городах-государствах, обычно в качестве первых неудачных опытов с фиктивным капиталом называют реформы Дж. Ло. Вероятно, это объясняется не тем, что опыт Голландии не примечателен, скорее, причина такого подхода в том, что пирамиды Дж. Ло носили «рукотворный» капиталистический характер, то есть причина возникновения и схлопывания финансового пузыря усматривалась в неверном толковании и применении основ финансовой теории, нежели в природной алчности и безрассудности людей.

Итак, в реформах Джона Ло во Франции 1716-1720 гг. главный постулат состоял в том, что торговля всецело зависит от денежного обращения, следовательно, чем больше денежная эмиссия, тем выше результаты совершения торговых операций со всеми без исключения активами: от жилых домов до акций промышленных предприятий. Кроме того, в финансировании компании Индий активно использовалась эмиссия акций, средства от которой вкладывались в государственные обязательства, тем самым происходила увязка балансов корпорации и государства, что приводило к моментальному распространению кризисных явлений во все сферы жизнедеятельности общества: «Между тем, в

монументальной системе Ло появились трещины. Куда вкладывались огромные деньги, которые собирала компания Индий путем эмиссии своих ценных бумаг? В небольшой части – в корабли и товары. В подавляющей – в облигации государственного долга. Взамен правительство предоставляло ей все новые привилегии и льготы» [6]. При этом основу расширенного обращения акций компании, располагающей государственной поддержкой, составляло расширение денежного предложения, эластичность которого зависела от потребностей торговли реальными активами и ценными бумагами, но не потребностями реального производства и обращения. Денежная инфляция на фондовом рынке становилась источником роста стоимости торгуемых акций, а не роста производства и обращения.

Еще одним инструментом формирования всеобщего кризиса в результате возникновения противоречий мировой финансовой системы стала практика погашения государственных обязательств акциями Компании Южных морей. В результате разрешение противоречия частные лица, банки и правительство держали на балансах стремительно обесценивающиеся акции, взлетевшие в цене на фоне безудержной денежной эмиссии. Кроме того, рассмотренный случай примечателен еще и тем, что фактически он привел к распространению противоречий на глобальный рынок капитала: «Огромный приток вкладов [*в банк Амстердама*] происходил, помимо прочего, благодаря тому, что он играл роль убежища капиталов, спасаемых от сумасшедшей инфляционной спекуляции, вызванной системой Джона Ло во Франции в 1720-х гг.» [169].

Дальнейшая история экономических и финансовых отношений изобилует фактами кризисного разрешения противоречий мировой финансовой системы, причем всегда при посредничестве коммерческих банков. Общая логика возникновения такого перехода во времена золотого стандарта состояла в следующем. При золотом стандарте спад в экономике всегда знаменовался снижением цен на все товары и активы, тогда как во время бумов цены возрастали вне связи с реальной производительностью. Поскольку при этом денежное

обращение, основанное на золотом стандарте, не всегда успевало за потребностями торговли, на помощь ему приходили коммерческие банки, искусственно расширяющие денежное предложение за счет ускорения скорости оборота. Сами банки во время бумов, как правило, подпитывали свои металлические запасы за счет увеличения добычи, либо за счет активизации межбанковских операций. В результате обороты и цены сильно отрывались от потребностей производственного процесса, а денежное обращение становилось эластично по объемам торговых операций, принимающих все более спекулятивный характер.

Спекулятивные денежные потоки сосредотачивались, как правило на нескольких объектах, имеющих в каждый момент времени особую популярность, например, в акциях железнодорожных компаний, акций металлургических компаний, самих банков и т. д. Большое распространение получали операции брокеров, которые кредитовали покупателей ценных бумаг, а сами кредитовались в коммерческих банках под залог тех же самых бумаг. Иными словами, вновь и вновь взаимная корреляция балансов множества агентов усиливалась таким образом, что наступающий кризис был всеобщим. В тот момент, когда обнаруживалось, что искусственно созданное денежное обращение на основе кредитных денег не обслуживает нужды хозяйственного оборота, а всецело поглощено спекуляциями, с банкротства первого участника запускалась цепочка неплатежей, неизменно приводящая к банковской панике и отказу от обязательств размена кредитных денег на золото и другие металлы.

Показательно описание А. В. Аникиным причин кризиса 1907 года в США: «...Падение цен на медь и обесценение акций крупного концерна United cooper обрушило брокерские фирмы, далее последовало ухудшение положения банков.

... В панике 1907 года стали очевидными все основные составляющие и проявления, в известной мере уже привычные по предшествующим кризисам, но вместе с тем предвещавшие Великую депрессию 1930-х гг.

- произошло обвальное падение курсов акций. Индекс Доу-Джонса, незадолго до этого ставший привычным мерилем деловой активности, упал с января до ноября 1907 года по промышленным акциям на 40%, по железнодорожным – на

33%. Паника на Нью-Йоркской фондовой бирже 24 октября превзошла все, что смогли вспомнить самые старые биржевики.

- взмыли вверх процентные ставки по кредитам. Ставки по онкольным ссудам, т.е. по ссудам до востребования, которые играют особую роль в финансировании биржевых операций с ценными бумагами, доходили в разгар паники до 100-150% годовых.

- наступил банковский кризис. Провинциальные банки отзывали депозиты из крупных Нью-Йоркских банков.

- расчетный кризис: нарушилась нормальная система расчетов между фирмами посредством банковских чеков, проходящих через клиринговые палаты. Многие отказывались принимать платежи чеками, опасаясь, что банк, на который выдан чек, не сможет оплатить его.

- разразился собственно денежный кризис, т.е. кризис денежного обращения» [6].

Помимо прочего, золотой стандарт отчасти виновен в переносе противоречий мировой финансовой системы на другие страны. Когда в ответ на девальвацию валют в странах-торговых партнерах другие страны искусственно завышали цены на золото, ослабляя национальную валюту для участия международном валютном демпинге, получившем название «политики разорения соседа», создавались фиктивные цены на золото – основу денежного обращения международной торговли. И вновь негативная роль банков может быть прослежена: манипуляции с процентной ставкой с целью получения спекулятивных доходов от операций с золотом по каналам денежной трансмиссии мгновенно отражались на балансах заемщиков, отрывая денежное предложение от спроса, предъявляемого хозяйственным оборотом. И вновь возникала ситуация, когда производство финансировалось по остаточному принципу, то есть потенциально кризисная ситуация, способная через неплатежи привести к схлопыванию банковских балансов через перелив национальных и иностранных капиталов в более стабильные банковские системы.

Банки во главе с центральным банком отвечают на такую ситуацию поднятием учетной ставки, что несколько ослабляет отток капитала, но вновь за счет заемщиков – промышленных предприятий и домохозяйств, отвечающих за баланс спроса и предложения в национальной экономике. А причина всему – ситуация, в которой рентабельность сектора золотовалютных операций существенно превысила рентабельность любого промышленного производства. А дальше все развивается по принципу присвоения дифференциальной ренты, только наоборот: после кризиса и схлопывания финансового пузыря замыкающим сектором становится транзакционный, поскольку именно он страдает от потери ликвидности, этот сектор определяет ставку процента, используя свои прерогативы в этом процессе, а выплачивают эти проценты все оставшиеся секторы национальной промышленности.

Кроме того, финансовый бум на рынке некоего капитального актива, искусственно занижает привлекательность всех других активов, поскольку для инвесторов становятся неприемлемыми соотношения между их текущими (рыночными) и балансовыми стоимостями с учетом стоимости привлечения капитала. В результате даже в тех секторах, которые напрямую не затронуты фиктивным капиталом, возникает дефицит капитала, более того, именно из этих секторов может быть совершен удар по банковской системе в форме неплатежей по привлеченным ранее обязательствам или обесценению залогов. Особенно ярко это может проявиться при локальном буме на базе строительных или сырьевых отраслей экономики.

В ответ на описанные кризисные явления была создана ФРС США, которая в изначальном варианте своего функционирования должна была противостоять столь безудержным спекуляциям за счет «тройной гарантии» денежного оборота: золотого запаса, государственных обязательств (для финансирования государственных расходов), а также векселей предприятий, обеспечивающих эластичность денежного предложения по нуждам хозяйственного оборота [6]. Как показывает история финансовых потрясений, функции не были выполнены, а сама ФРС стала источником противоречий американской экономики.

Эпизоды грюндерства, сопровождающиеся слияниями и поглощениями, торговлей компаниями за счет использования финансового рычага позволяли получать сверхприбыли от расширения финансового капитала, банки наращивали мультипликаторы, выдавая одни и те же средства в кредит огромное число раз и также присваивая прибыль с их оборота. Однако в какой-то момент количество банков в системе увеличивалось, либо происходил первый серьезный эпизод неплатежей от заемщиков, и банки были вынуждены пополнять запасы своей ликвидности, продавая часть своих активов. С этого начиналась понижательная волна, мгновенно уносящая стоимость банковских активов, банковских залогов, а также источники для погашения принятых обязательств заемщиками. В результате банковский кризис (кризис банковской ликвидности) распространялся на всю экономику, а центральному банку (или институту, исполняющему обязанности ЦБ) приходилось брать на себя обязательства банков в целях недопущения серьезных народных волнений. Деньги, получаемые в ходе реструктуризаций банковских балансов, активно сберегались, что усугубляло денежные дефициты (кризисы ликвидности) и положение хозяйственного оборота, лишенного финансового обеспечения еще на стадии бума, когда средства активно изымались из оборота и вкладывались в спекуляции, только ухудшалось. Такая ситуация может продолжаться очень долго (как, к примеру, во времена депрессии 30-х гг., или в настоящее время), если искусственно не возникнет рычагов воздействия на платежеспособный спрос.

Таким образом мы подошли к догмам кейнсианства, допускающего дефицитный бюджет для подавления дефляционного потенциала, вызванного предшествующим схлопыванием финансового пузыря и сжатием деловой активности. Накачивание денег в экономику в такой ситуации может быть неинфляционным и не порождать искусственных спекуляций, до тех пор, пока финансовый капитал не отрывается всецело от нужд нормальных процессов обращения и производства.

Предшествующий анализ является введением теорию возникновения и развития противоречий мировой финансовой системы, однако такой пролог

позволил нам сформировать начальное представление о причинах кризисов, влекущих за собой финансиализацию экономики. Для выявления системных качеств этих процессов сгруппируем подходы к объяснению причин их возникновения. Результаты анализа представлены в таблице 1.2.

Таблица 1.2 – Обзор подходов к объяснению причин возникновения противоречий мировой финансовой системы

Возможная причина (причины)	Ученый (научная школа)	Причины возникновения противоречий мировой финансовой системы
Инфляция	Дж. Стиглиц [174]	Если источники инфляции имеют высокий удельный вес в ВВП страны, то жесткая антиинфляционная политика приведет к дефициту ликвидности, укреплению валюты, сокращению индексов производства за счет дороговизны источников финансирования и недофинансирования производства
	Р. Коуз [111]	Активные продажи активов, приобретенных во время рецессии, ввиду увеличивающегося спроса на частные инвестиции, приводит к росту спекуляций на фоне повышательной инфляционной волны
	Неоклассический синтез [114]	Если финансирование некоего проекта инфляционно, то есть, инвестиции не приводят к сокращению ценовой эластичности по объему занятого капитала, то избыточные денежные средства, которые не уравновешены объемом выпуска новых отраслей, в условиях низкого процента или запаздывающего роста процента могут быть направлены на спекуляции, то есть, изначально сформировать финансовый капитал. Инвестиционный процесс не приводит к формированию спекуляций при сдерживании уровня инфляции
Дефляция	Ч. Киндлебергер [102]	Чрезмерное падение цен приводит к скупке активов «по бросовым ценам» и последующим искусственным спекуляциями с ними для разжигания спекулятивного ажиотажа
	А. Пигу [100]	Эффект Пигу: в результате падения цен происходит высвобождение денег из торговли и переход их в спекуляции. В результате происходит сокращение процентной ставки, что влияет на рост потребительских расходов. Можно заключить, что в результате начинается спекулятивный ажиотаж на финансовых и потребительских рынках
Валютный курс	Дж. Стиглиц [174]	Потоки инвестиций из-за установления плавающих валютных курсов принимают форму спекуляций. Любое неблагоприятное изменение валютного курса приводит к оттоку капитала из страны, а возросшие процентные ставки вынуждены платить резиденты для обслуживания принятых обязательств. Иными словами, ликвидность, привлеченная за счет установления благоприятного плавающего валютного курса, никогда не остается в долгосрочных проектах внутри страны

Продолжение таблицы 1.2

	Дж. О'Нил [139]	Укрепление валютного курса должно быть обусловлено ростом производительности в данной стране, в противном случае этот рост является спекулятивным и может привести к «набегам» на национальную валюту с целью формирования финансового пузыря и вывода ликвидности из страны. Искусственное удорожание валюты ведет к искусственному росту цен на активы в данной экономике. В тот момент, когда рост цен перестает зависеть от производства и производительности, возникает противоречивый характер мировых финансов. Кроме того, переоценка любой валюты по отношению к доллару США приводит к усилению долларовых позиций в данной стране и привлекает еще больше данной валюты в разрастающийся финансовый пузырь
	Дж. Арриги [8]	«Падение режима фиксированного валютного курса придало ускорение финансиализации капитала, повысив риски и неопределенность коммерческой и производственной деятельности. Колебания валютного курса стали определяющим фактором состояния денежной наличности корпораций, продаж, доходов и активов в разных странах и в разных валютах. Хеджируя эти колебания или стараясь заработать на них, транснациональные корпорации стремились увеличить массу ликвидности, задействованную в финансовых спекуляциях...»
Бюджетный дефицит	Кейнсианство [100]	Противоречия возникают, если структура бюджетного дефицита не приводит к росту занятости, то есть, если бюджетные расходы не запускают действие мультипликатора. В этом случае бюджетный дефицит порождает инфляционное перераспределение ресурсов от кредиторов к заемщикам, а у кредиторов формируется спекулятивная прибыль
Торговый дефицит	Ч. Киндлебергер [102]	Если торговый дефицит финансируется за счет притока иностранного капитала, то это приводит к укреплению национальной валюты и удорожанию товарного экспорта. В таком случае для обслуживания привлекаемых иностранных капиталов начинают привлекаться другие капиталы, в результате чего увеличивается закредитованность экономики в целом. Возникает феномен «горячих денег». Если такая ситуация продолжается в течение длительного периода, на рынке искусственно завышается стоимость финансовых активов, начинается экспансия капитала, который исчезает в тот момент, когда страна оказывается вынуждена девальвировать валюту для увеличения экспорта и формирования ресурсов для обслуживания привлеченных международных кредитов

Продолжение таблицы 1.2

	Д. Родрик [152]	Страны, наиболее активно ведущие международную торговлю, особенно с отрицательным сальдо, имеют самую внушительную долю государственного сектора в экономике. Представляется, что это связано с постоянной необходимостью компенсации фиктивного капитала на различных рынках. Масштабы перераспределения ресурсов в экономике с активной международной торговлей превышают чистый доход, полученный от такой торговли, в результате чего структура экономики становится основанием для кредитной экспансии и нерегулируемой эластичности денежного предложения
Деятельность коммерческих банков (ненейтральное денежное предложение)	Классическая политическая экономия [100]	Бумажный кредит, необоснованная эмиссия векселей через механизм инфляции запускает в экономике спад
	М. И. Туган- Барановский [197]	Расширение торговли, осуществляемое за счет кредитной экспансии, приводит к переполнению рынка срочными обязательствами и ценными бумагами
	Х. Мински [132]	Рост числа финансовых институтов со спекулятивной структурой пассивов приводит к развитию спекуляций за счет активного использования фондового канала эмиссии центральным банком и в результате снижения роли учетной ставки в антициклическом регулировании
	Австрийская школа (Х. У. де Сото) [169]	Разорение банков из-за кризисов ликвидности, связанных с перекредитованием: «Банковское дело на началах частичного резервирования привело к искусственной кредитной экспансии, не подкрепленной реальными сбережениями; это, наряду с инфляцией драгоценных металлов в результате их притока из Америки, вызвало искусственный экономический бум, а последний, в свою очередь, привел к экономическому кризису и неизбежному спаду – и именно в этом состояла истинная причина банковских банкротств». Возможности расширения денежной экспансии за счет банковской деятельности и искусственный экономический бум, возникающий по этой причине, зависят от количества банков и степени монополизма банковской деятельности. Такая кредитная экспансия приводит к искусственным бумагам в экономике и всегда впоследствии сопровождаются колоссальным сжатием производственной системы (принцип банковского мультипликатора Маршалла). Совершенно эластичное предложение банковских денег приводит к усугублению последствий цикличности в экономике.

Продолжение таблицы 1.2

Накопления – сбережения – инвестиции	Дж. О'Нил [139]	Недостаточность инвестиций и невозможность приложения сбережений для финансирования инвестиционных проектов приводят к серьезным дисбалансам между спросом и предложением. В результате невозможности продуктивного использования сбережений капиталы устремляются в финансирование спекуляций. С другой стороны, избыточные инвестиции без соотнесения их с нуждами экономики приводят к омертвлению капитала, если средства нельзя быстро вывести из данной формы их инвестирования
	Дж. М. Кейнс [100]	Неэластичность инвестиционного спроса по ставке процента – ловушка ликвидности – «запирает ликвидность» в сфере обращения, что структурно не соответствует нормальному воспроизводственному процессу
	Р. Ф. Харрод [189]	Если обеспеченный сбережениями и соответствующий заданному уровню технической вооруженности и полной занятости темп роста превышает фактический темп роста экономики, то возникает избыточное денежное предложение, которое может устремиться в спекуляции и наращивание государственного долга
	Дж. Тобин [179]	Рыночная стоимость капитального имущества относительно рыночной ставки доходности и восстановительная стоимость капитального имущества относительно реальной доходности этого имущества определяют <u>уровень переоценки капитала</u>
	Дж. Арриги [8]	«Во всех имеющих системное значение финансовых экспансиях накопление избыточного капитала в ликвидной форме имело три основных следствия. Во-первых, оно превращало избыточный капитал, овеществленный в земле, инфраструктуре, средствах производства, в растущее предложение денег и кредита. Во-вторых, оно лишало правительства и население доходов от тех видов производства и торговли, которыми перестают заниматься из-за нерентабельности или высокого риска. Наконец, в значительной степени в результате первых двух следствий оно создало весьма выгодные рыночные ниши для финансовых посредников, способных направить растущее предложение ликвидности в руки правительств и населения, испытывающих финансовые затруднения, либо государств и частных предпринимателей, стремившихся найти новые способы получения прибыли в торговле и производстве» [8].
	Р. Скидельски [127]	Если спекуляции осуществляются с уже существующими активами, а не с потенциальными инновациями и инвестициями, то сопутствующий бум может привести к противоречиям

Продолжение таблицы 1.2

Цикличность экономики	Монетаризм [186]	Сглаживание циклов возможно за счет возможности привлечения неограниченных капиталов на международных рынках при установлении низких процентных ставок в национальной экономике. Возникающий при этом финансовый пузырь долговых обязательств в рамках монетаризма не принято считать негативным последствием такой политики
	М. И. Туган-Барановский [197]	Основная причина капиталистических кризисов в том, что ресурсы распределяются между отраслями производства в соответствии с денежными прибылями указанных отраслей, а не исходя из уровня платежеспособного спроса
	Х. Мински [132]	В периоды высоких колебаний биржевых индексов инвесторы теряют бдительность и начинают спекулятивную игру за счет заемных средств, увеличивая тем самым левверидж. Однако в момент сокращения деловой активности возникает делеверидж, то есть, сокращение объемов выдаваемых кредитов по сравнению с объемом погашаемых кредитов (так называемый «момент Мински»), после чего на рынке начинается стагнация
	Дж. Стиглиц [173]	Циклическое кредитование – увеличение предложения банковских кредитов в периоды бумов в экономике. Циклическое кредитование направлено, главным образом, на финансирование избыточного потребления, а не инвестиций, следовательно, после схлопывания финансовых пузырей у компаний нет реальных возможностей погасить полученные на волне ажиотажа кредиты
	Дж. Арриги [9]	«Логика продуктового цикла ведущих капиталистических структур конкретной эпохи состоит в том, чтобы постоянно переводить средства (используя всевозможные «инновации») из тех сегментов рынка, где уже слишком много игроков и потому меньше доход, в другие, пока не слишком переполненные и потому более доходные. Когда с усилением конкуренции на рынке уменьшается число сравнительно доступных и доходных сегментов, ведущие капиталистические структуры имеют лишь одно последнее прибежище, куда они могут отступить и где могут продолжить конкурентное давление на других. Это последнее прибежище есть шумпетеровская «штаб-квартира капиталистической системы» - финансовый капитал» [9]

Продолжение таблицы 1.2

Международное движение капитала	С. Ю. Глазьев [31]	Эмиссия национальной валюты зависит от ввоза иностранной валюты и распределяется пропорционально сверхприбылям от экспорта. В результате во всех остальных отраслях формируется потенциально некупаемый капитал. Денежная эмиссия не соответствует нуждам промышленного производства. Предпочтение ликвидности на сырьевом рынке усугубляет перераспределительные процессы
	Р. Скидельски [127]	Транснациональные компании, инвестирующие капитал в определенных странах, впоследствии реинвестируют полученные прибыли в товары длительного пользования, товары роскоши и финансовые услуги, что не соответствует продуктовой структуре национальной экономики и приводит к противоречиям
Нерациональная структура экономики	И. Фишер [100]	Слияния и поглощения в экономике – это признак экономического роста. Эффект от объединения в форме роста капитализации без всякой связи с реальной производительностью, или намного превышающий эффект от роста производительности в результате слияний, ученым игнорируется
	Ф. А. Фон Хайек [169]	Переход к менее капиталистическим формам производства (инвестиции в производства, находящиеся ближе к потреблению конечных благ) на фоне кредитной экспансии, основанной на частичном резервировании есть форма кризиса, связанная с утерей реального капитала (для целей нашего исследования любая потеря капитала, не связанная с сокращением его реальной отдачи, может быть приравнена к формированию фиктивного капитала). Также вводится показатель эффективности денег – количества денег, необходимого для совершения определенного количества товарных обменов. Деньги устремляются в ту сферу, где «коэффициент денежных трансакций» выше, создавая там ажиотажный спрос на капитальные блага, порожденный кредитной экспансией. В этом случае возникает «Не являющийся объективным спрос на деньги как на капитал». Вводится понятие искусственного спроса, поддерживаемого кредитной экспансией.
Нерациональная структура экономики	Р. Шиллер [195]	При возникновении ажиотажного спроса на рынке недвижимости в экономике возникают «петли обратной связи», которые переносят финансовые спекуляции на фондовый рынок. В результате недвижимость становится тем классом активов, на которые ложится бремя схлопывания финансового пузыря. Иррациональный оптимизм возникает на фоне поступления информации о возможном спасении финансовых агентов

Продолжение таблицы 1.2

Нерациональная структура экономики	А. Маршалл [129]	Неспособность быстрого перемещения капитала между различными переделами экономики приводит к формированию квазиренды – доходов на факторы производства, иммобилизованные в данной отрасли или сфере приложения. Если несмотря на искусственное стимулирование потребления в ответ на кризис перепроизводства средств производства, квазиренда не может быть реинвестирована в данную отрасль, возникают противоречия финансовой системы. При этом можно предположить, что поиск квазиренды порождает инерционное кредитное финансирование в отрасли с устаревшими технологиями с целью получения возможности быстрой окупаемости инвестиций в капитал
	С. С. Дзарасов [52]	Монополизм экономики создает основания для частного присвоения ренты, что приводит к дефициту финансовых ресурсов во всех остальных отраслях, вынужденных привлекать заемный капитал
Производные финансовые инструменты	Австрийская школа [169]	Сделки, цены по которым не соответствуют текущим рыночным ценам, сокращают возможности рынка к стабилизации и приводят к искусственному спросу на деньги и долгосрочные активы (о сделках Кантильона).
	Р. Скидельски, Дж. Стиглиц [174]	Причины возникновения финансовых пузырей в дерегулировании рынка деривативов и отрыве их от рынка товаров и первичных ценных бумаг. Если при этом уровень волатильности на финансовых рынках велик, то инвестиции сокращаются на сумму средств, инвестированных в финансовый пузырь
Процентная ставка	Ч. Киндлебергер [102]	Если процентная ставка на низком уровне, даже незначительный рост доходов корпораций может привести к существенному росту индекса Доу-Джонса за счет наличия финансового рычага. В результате на рынке может начаться ажиотаж с искусственным увеличением биржевых индексов
	Австрийская школа [169]	Высокий уровень сбережений и низкие процентные ставки создают ажиотаж на рынках ценных бумаг. Удлинение производственных цепочек оказывает стабилизирующее влияние на процент. Приводя кредит в соответствие с нуждами производства при условии отсутствия в системе внешних денег
Кредитные рейтинги	Дж. Стиглиц [173]	Проциклическая оценка рисков кредитными агентствами приводит к ажиотажу на рынке ценных бумаг в периоды бума, что приводит к разрастанию финансового пузыря. С другой стороны, в периоды спадов потери ликвидности благодаря оценкам рейтинговых агентств намного возрастают

Окончание таблицы 1.2

Способы измерения экономической эффективности	Р. Шарма [193]	Вводит понятие «макромания» – оценка стоимости активов по макроэкономическим показателям, без учета реальной производительности конкретных активов. В результате формируются сильно завышенные оценки, приводящие к некорректным инвестиционным решениям, что подогревает формирование финансового пузыря. Кроме того, цитируется закон Гудхарта: «как только экономический показатель становится целью экономического развития или социальной политики, он утрачивает свою достоверность при составлении прогнозов» [193]
	Л. Фон Мизес [169]	«Некоторые проекты кажутся прибыльными и осуществимыми, в то время как корректный расчет, основывающийся на процентной ставке, не искаженной кредитной экспансией, показал бы их неосуществимость. Предприниматели приступают к реализации этих проектов. Стимулируется деловая активность. Начинается бум» [169]

Составленная таблица не является обобщением мнений ученых о природе возникновения противоречий мировой финансовой системы, в ней скорее отражены предпосылки к формированию соответствующих теорий и возможные экономические отношения, которые могут привести к формированию нерациональной структуры финансового сектора на базе инвестированных ресурсов.

В целом нужно отметить, что подходы к противоречиям мировой финансовой системы и возникновению тех или иных пороков финансового капитала, будь то спекуляции или формирование фиктивного капитала, можно объединить в две основные группы: подходы на основании анализа поведения инвесторов на финансовых рынках (все, что связано с формированием «иррационального оптимизма»), а также подходы к объяснению противоречий мировой финансовой системы с точки зрения фундаментальных характеристик экономики и пороков капиталистического способа производства и распределения.

Первая группа подходов также может быть разделена на два направления: подходы на основании делового цикла, порождающего паники или эйфории на рынках и призывающих финансовые рынки к безудержным спекуляциям или к жестким рецессиям, в зависимости от желания инвесторов вкладывать свои ресурсы в финансовые активы; второе направление связано с осознанным поведением инвесторов, играющих на повышение или на понижение неких активов и искусственно создающих финансовые пузыри на рынках вне всякой связи с производством, деловым циклом и другими параметрами экономики.

Особняком в данной группе подходов стоит волновая теория Эллиотта, объясняющая наличие взлетов и падений на фондовых рынках массовыми психологическими явлениями, которые, в свою очередь, объясняются волновой природой развития Вселенной в целом и человеческого сознания и массовой психологии – в частности. В рамках данного подхода волны и финансовые

пузыри приводят к серьезным социально-политическим дисбалансам, вплоть до войн и революций, определяются массовой психологией, стремления которой к спекуляциям количественно измеряются в соответствии с принципами последовательности чисел Фибоначчи.

В рамках данной теории волновое развитие на фондовых рынках состоит из 8 волн в рамках большого цикла: пяти волн в рамках общего повышательного импульса, и трех волн в рамках корректирующего воздействия. Волны в повышательной фазе будут соответствовать настроениям «бычьего» рынка, то есть, направленным на спекуляции в целях роста стоимости активов, торгуемых на рынке, соответственно, три корректирующих волны будут соответствовать «медвежьему» рынку.

Иллюстрация цикла Эллиотта приведена на Рисунке 1.1

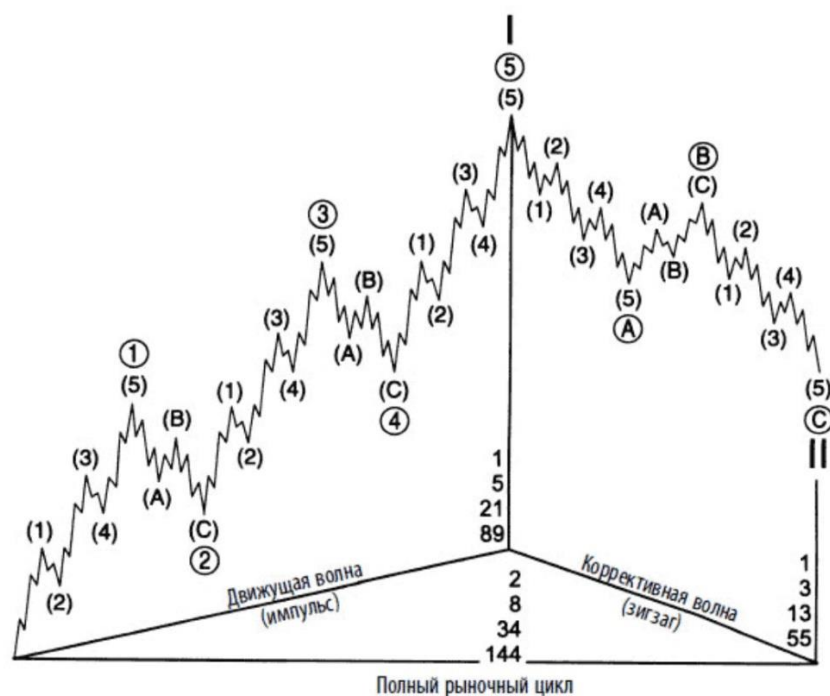


Рисунок 1.1 – Цикл Эллиотта на фондовом рынке

Источник: [147]

Обратимся к краткой характеристике изображенных на рисунке волн:

«Первая волна часто показывает рост объема и широты рынка. Налицо множество коротких продаж, поскольку большинство убеждены, что в целом тренд направлен вниз, при этом возникает скачок цен, позволяющий продать активы...

Вторые волны корректируют волну 1, что большая часть полученной до этого прибыли теряется к моменту их окончания... Вторые волны часто заканчиваются при очень низких объемах торговли и волатильности...

Третьи волны сильны и широки. Погоду делают, по мере возвращения уверенности, все более благоприятные фундаментальные показатели [примечательно, что автором утверждается зависимость фундаментальных показателей от рыночных сил, а не наоборот]. Третьи волны дают наибольший объем торговли, сопровождающийся активным ценовым движением...

Четвертые волны склонны скорее к боковому движению, замедляя результаты, полученные в ходе третьих волн. Неликвидные акции начинают снижаться в цене. Это начальное ухудшение на рынке...

Пятые волны показывают более медленную максимальную скорость ценовых изменений...

Волны А характеризуются наличием множества покупателей на рынках и воспринимаются как временный откат от повышательной динамики...

Волны В характеризуются активными спекуляциями, но часто связаны с узким перечнем акций, на которые ведется повышательная игра...

Волны С наиболее болезненны для рынка, характеризуются общим понижающим трендом...» [147].

Несмотря на возможность практического применения выводов, предлагаемых авторами данной концепции, представляется, что не вполне корректным является утверждение о том, что фундаментальные показатели являются вторичными по отношению к показателям динамики фондового рынка.

Что же касается объяснения противоречий финансовой системы динамикой фундаментальных показателей, то здесь также можно разделить научные школы на два направления: первое утверждает, что финансиализация возникает как ответ на внешние шоки (экстерналии), приводящие к нарушению равновесия на денежных и товарных рынках (неоклассический синтез), вторые же исследуют противоречия и «хрупкость» финансовой системы как имманентные характеристики, присущие капиталистической системе (марксизм, кейнсианство, институциональная экономика). Так, в методологии марксизма финансиализация и фиктивный капитал возникают в ответ на несоответствия органической структуры капитала потребностям в товарах, кейнсианство исследует деятельность банков в области создания эластичного денежного предложения, подпитывающего спекуляции, а институциональная теория говорит о нерациональной структуре экономики как движущей силе, направляющей капитал в финансовые спекуляции. К примеру, в соответствии с теорией Х. Мински [132] корпорация институционализирует наличие активов и обязательств, превышающих длительность жизни взрослого человека, что является предпосылкой создания корпораций, которые в случае нарушения баланса между сроками обращения активов и пассивов и недостаточности собственного капитала прибегают к спекулятивному финансированию или Понци-финансированию. Степень спекулятивности возникающих при этом финансовых отношений зависит от соотношения между приведенной стоимостью доходов от актива и величиной платежей по долгу, сформированному под приобретение данного актива. Если разница между данными показателями всегда отрицательна, то имеет место Понци-финансирование, если же разница отрицательна, но в будущем при определенном стечении внешних обстоятельств она может принять положительное значение, то речь идет о спекулятивном финансировании [132]. Все эти направления, тесно переплетающиеся в идеях посткейнсианства, создают базис для всестороннего

исследования «финансовой хрупкости» капитализма как источника фиктивного капитала.

Не вызывает сомнений то, что классическая политическая экономия и пришедший ей на смену экономикс существенно упростили природу противоречий мировой финансовой системы, придавая им лишь функцию нарушения равновесия на рынках и приводящего к спекулятивному буму на рынках бумажных ценностей. В книге С. С. Дзарасова приведена емкая цитата работы Х. Мински на этот счет: «Тот взгляд, что нестабильность является результатом внутренних процессов в капиталистической экономике, резко контрастирует с неоклассической теорией, будь то ее кейнсианская или монетаристская разновидность, которые утверждают, что нестабильность возникает в результате внешних по отношению к экономике событий» [51]. В частности, теории Хансена, Хикса и Патинкина, направленные на поиск и обоснование возникновения условий равновесия на всех рынках, утверждают, во-первых, что равновесие на финансовом рынке является следствием установления равновесия на всех остальных рынках, а во-вторых, что нарушение равновесия, вызванное внешними параметрами, может быть «тонко» настроено правительством в результате применения, соответственно, фискальной политики, стимулирующей предельную склонность к сбережениям; установлением процента, приводящего к равновесию на денежном рынке при заданном уровне дохода (модель IS-LM); стимулирования потребления за счет эффекта богатства или эффекта реальных кассовых остатков [132]. При этом не указывается, что в результате роста государственных расходов возникают не только эффекты роста доходов и занятости, а, соответственно, и бюджетных доходов в будущем, но и так называемый портфельный эффект, когда государство самостоятельно прикладывает усилия для возникновения спекулятивной активности на рынках уже существующих ценностей, постоянно используя механизмы рефинансирования ценных бумаг, ликвидность которых не

зависит от прибыли и занятости в соответствующих секторах национальной экономики.

Полагаем, что противоречия мировой финансовой системы возникают не как нарушение равновесия, а, напротив, как инерционная сила к сохранению действующей структуры экономики и финансов. К этому выводу нас подводит то обстоятельство, что финансиализация зарождается не в тот момент, когда начинаются инвестиции в инновации, что, разумеется, является нарушением равновесия. Противоречия возникают на фоне чрезмерной финансиализации уже осуществленных инвестиций, которые без соответствующих вливаний при данном уровне цен окажутся нерентабельными. Иными словами, формирование противоречий мировой финансовой системы – это негативная реакция системы на возможные и часто назревшие инновации. Когда структура сопротивляется трансформационным процессам и использует в этой борьбе банковские капиталы для попыток либо возродить отрасли, либо быстро вернуть вложенные средства, тогда и зарождается источник противоречий мировой финансовой системы. Противоречивый характер связан со спекуляциями с прошлыми активами, технологиями и ценными бумагами даже тогда, когда возникает бум грюндерства, поскольку в этом случае система экономических отношений продолжает сопротивляться появлению принципиально новых объектов инвестирования.

Это же можно сказать и о так называемом «кризисе гегемонии Дж. Арриги» – ситуация смены финансового гегемона сопровождается финансовым пузырем в силу сопротивления системы назревающим изменениям. В этом случае, как правило, происходит первичное накопление капитала нового гегемона через изъятие – скупку активов по очень низкой или нулевой цене в результате схлопывания указанного финансового пузыря [8].

Надо сказать, что финансовый пузырь на фоне смены гегемона может поддерживаться довольно долго, поскольку страны, вложившие свою

ликвидность в разрастание финансового пузыря, как правило, продолжают это делать, опасаясь падения цены своих ранее осуществленных инвестиций. Таким образом финансиализация приводит к формированию противоречий финансовой системы на национальном, а впоследствии наднациональном уровне.

Во-вторых, полагаем, что противоречия мировой финансовой системы могут сформироваться без участия рынка капитала. Формирование фиктивного капитала часто возникает на фоне процессов замещения труда капиталом или редукции труда. Если капитал замещает труд, то в структуре цены (и добавленной стоимости) заработная плата замещается амортизацией. Неденежный характер последней может стать причиной возникновения противоречий безо всякого участия в этом процессе фондового рынка. Причина в росте коэффициента Тобина – отношения рыночной стоимости средств производства к их восстановительной стоимости. Это может быть описано метафорой: «в современном мире, чтобы стоять на месте, нужно очень быстро бежать». То есть, чтобы компаниям не потерять свою нишу на рынке, они постоянно вынуждены вкладывать средства в обновление основных фондов и работу над имиджем и брендом компании, причем, зачастую за счет заемных средств.

Амортизация по своей финансовой роли является элементом дохода, поскольку фактически эта часть себестоимости никому не выплачивается. Начисление амортизации происходит на основании балансовых оценок, которые зачастую могут быть сильно завышены по сравнению с реальной производительностью данного актива. Если сам капитал обесценился, а амортизация продолжает начисляться исходя из первоначальных оценок и предполагаемого уровня доходности, то имеет место нарушение воспроизводственного процесса. Поэтому компании часто обновляют основные фонды и нематериальные активы с тем, чтобы не допустить понижения коэффициента Тобина. В этом случае непроизводительный капитал искусственно

субсидируется и приносит предпринимателю квазиренту (по Маршаллу). Мы полагаем, что высокая квазирента в цене в таком случае является источником противоречий финансовой системы в процессе привлечения финансовых ресурсов, чаще всего, кредитных, в соответствующие отрасли.

Поясним механизм. Когда происходит интенсивное замещение труда капиталом, сокращается, с одной стороны, уровень платежеспособного спроса, а с другой – изменяется структура себестоимости в сторону увеличения постоянных затрат. Если внедряются реальные инновации, то они позволяют существенно увеличить производительность, то есть, увеличить прибыль за счет увеличения интенсивности использования ресурсов. Если же используются псевдоинновации (в терминологии Г. Менша – «якобы нововведения», которые фактически не увеличивают производительность и не улучшают показатели использования капитала, однако постоянно растут в цене в силу статуса инноваций), то структура затрат изменяется, и компании вынуждены либо увеличивать цены, либо колоссально увеличивать выпуск продукции с целью уменьшения удельных постоянных затрат. В результате, как правило, растут и цены, и объемы выпуска. Объемы выпуска компании становятся несоразмерными платежеспособному спросу, обусловленному низким уровнем затрат на оплату труда в произведенном продукте и усугубленному отрицательным сальдо платежного баланса, что, в свою очередь, может сильно отягощаться тем, что в структуре стоимости продукта высокий удельный вес приходится на продукцию, произведенную в других странах.

Затем возможно два пути – либо рациональный путь банкротства, финансового оздоровления и переориентации производства, либо путь поиска финансовых ресурсов, необходимых для того, чтобы компания с уже имеющимся объемом фактически устаревшего капитала могла продолжать свою деятельность. И именно при выборе второго пути развития возникает противоречие – процесс финансирования уже однажды профинансированных

инвестиций, который «маскируется» под реинвестирование, но фактически направлен на сопротивление устаревшего капитала процессам инновационного развития. Фиктивный капитал может формироваться на базе активов самой компании, либо на базе производимой продукции, либо в обеих плоскостях анализа. Основопологающим остается то обстоятельство, что фактически финансирование осуществляется для того, чтобы уровень амортизационных отчислений не сокращался, и компания могла сформировать достаточный для их покрытия денежный поток.

Таким образом, реинвестирование, консервация капитала в технологически устаревающих, но при этом дорожающих основных фондах – причины возникновения противоречий мировой финансовой системы. Чрезмерная финансиализация является условием перехода этого локального случая на более высокий уровень и через всеобщий ажиотаж может привести к более масштабным финансовым последствиям.

Ситуация может усугубляться внешними шоками, вроде роста инфляции или девальвации национальной валюты. В таком случае капитал обесценивается еще быстрее, приводя в действие механизм поглощения амортизацией полученной прибыли.

1.3 Теория влияния противоречий мировой финансовой системы на различные типы финансовых рынков

Определим мировую финансовую систему как совокупность элементов, обеспечивающих процесс финансового воспроизводства глобальных промышленного, торгового и финансового капиталов, а также связей между этими элементами. Элементы мировой финансовой системы можно укрупненно

представить институтами, непосредственными участниками рынков, финансовыми посредниками, а также финансовыми инструментами, денежными и информационными потоками, которые обращаются в процессе их взаимодействия. Товарные потоки, обслуживание которых денежным оборотом также является областью влияния мировой финансовой системы, представлены в ней опосредованно информационными потоками о ценах и ценностях указанных товаров.

Противоречия мировой финансовой системы выражаются во встроенных дисбалансах, неэквивалентных обменах и финансовой обусловленности операций во всех сегментах рынка без учета экономической эффективности.

Высокие транзакционные издержки снижают ликвидность национальных валютных рынков, что создает искусственный спрос на кредитные валютные свопы. Свопы, в свою очередь, оказывают влияние на ценообразование товаров и активов, торгуемых в странах-заемщиках через корректировки плавающих курсов и через механизм затрат при удлинении цепочек добавленной стоимости. Цены активов приводят к корректировкам валютных курсов, валютным спекуляциям, что также негативно сказывается на ликвидности валютных рынков – ситуация самовоспроизводится за счет трансмиссии монопольных издержек финансового сектора.

В условиях избыточных банковских резервов спрос на кредит чаще всего определяет способность финансового посредника создавать денежную массу, требования банковского надзора при этом часто «обходятся» за счет инструментов регуляторного арбитража.

Конкурентные девальвации в условиях роста долларовых обязательств, в том числе, по своп-линиям, не всегда доступны эмитентам прочих валют, что создает торговые преимущества для платформ, оперирующих долларами, а также упрощает механизмы влияния финансовой системы на ценообразование биржевых товаров через рынок производных финансовых инструментов. При

этом высока зависимость ценообразования на сырьевые товары от процентных ставок ФРС и курса доллара. Нетарифный торговый протекционизм приводит к росту платформенных решений в ретейле, что увеличивает объемы международных валютных транзакций, что, в свою очередь, способствует развитию теневого банкинга и альтернативных небанковских платежных систем, в частности, основанных на финтехе [184]. В результате скорость денежного оборота увеличивается при росте предложения долларовой ликвидности и номинальном снижении потребительской инфляции и росте разрыва между реальным и потенциальным ВВП. В итоге финтех концентрирует ликвидность, в том числе, за счет офшорных схем, без ее номинального снижения в обслуживании торгового оборота.

Доходность операций сокращается по мере роста срочности обращения инструмента, что влечет изменение форм кривых форвардной доходности, а, в конечном счете, приводит к потере привлекательности долгосрочных инструментов по сравнению с краткосрочными. Кроме того, алгоритмическая и высокочастотная торговля, применяемая крупными фондами с высокой концентрацией активов, приводит к спекулятивным атакам на те или иные инструменты и сегменты рынка часто вне связи с фундаментальными показателями.

Важнейшие противоречия мировой финансовой системы – это результат трансформации связей между промышленным, торговым и финансовым капиталами. Очевидно, что наблюдаемый в настоящее время количественный перекос обращающихся капиталов в сторону финансового сектора есть лишь видимое проявление охарактеризованных в данном пункте противоречий, связанных с сетевым характером мировой финансовой системы в условиях развития финтеха и параллельного банкинга, а также качественного изменения цепочек добавленной стоимости в условиях глобальных платежных дисбалансов

и исчерпания возможностей достижения экономической эффективности за счет эффективности технологической.

Рассмотренные противоречия мировой финансовой системы неодинаково влияют на различные сегменты финансового рынка. При этом, несмотря на консолидацию между функциональными сегментами финансового рынка, наиболее важные особенности в формировании финансовых отношений между участниками рынков и финансовыми посредниками проявляются специфическим образом, регламентируются различными нормативами и по-разному сказываются на механизмах ценовой адаптации. Рассмотрим различные сегменты финансового рынка с позиции влияния на них выявленных противоречий мировой финансовой системы.

Кредитный рынок

Ужесточение норм пруденциального надзора, во-первых, толкает банковский сектор на расширение забалансовых операций и консолидацию официального банковского сектора и параллельного банкинга, а во-вторых, за счет цифровизации и финансовой глобализации приводит к нерегулируемому росту ликвидности, а, следовательно, расширяет кредитную экспансию независимо от потребности в сдерживании финансовых пузырей на рынках. В итоге воспроизводится ситуация реактивной денежно-кредитной политики в центре мировой финансовой системы: в период надувания финансового пузыря сдерживающие механизмы не работают, тогда как при возникновении финансового кризиса реализуется сценарий количественного смягчения.

В свою очередь, QE, проводимое в системно значимых юрисдикциях, через систему валютных свопов приводит к мультипликативному возрастанию ликвидности в резервных валютах в глобальной банковской системе, тогда как резервы, как правило, создаются только в ряде стран ее центра. Такая ситуация воспроизводит устойчивость центр-периферийной банковской системы с глобальной финансовой зависимостью региональных банков от центра. При этом

вся банковская система приобретает дополнительную хрупкость, поскольку банковские активы не соответствуют по валютам и срокам банковским пассивам, что может привести к трансформации кризиса ликвидности в кризис неплатёжеспособности в банковской системе (с риском развития валютного кризиса).

С другой стороны, развитие финтех и цифровизация банковских сервисов стирает грани между классическим банковским кредитованием и небанковским финансовым посредничеством, приводя к консолидации банков с небанковскими финансовыми институтами на базе общих цифровых платформ, которые конкурируют на кредитных рынках с традиционными структурами. Следует отметить, что даже слабая форма информационной эффективности кредитного рынка приводит к неспособности коммерческих банков конкурировать с интегрированными финансовыми платформами, располагающими инсайдерской информацией о заемщиках и активно использующих эту информацию как для расширения сферы влияния и получения дополнительных доходов, так и для перекладывания трансакционных издержек на других субъектов финансового рынка – посредников и заемщиков. Главное преимущество здесь в разной структуре пассивов традиционного коммерческого банка и консолидированной структуры – банк обязан выполнять требования пруденциального надзора, используя ресурсы для поддержания необходимого уровня собственного капитала, тогда как банк, интегрированный в финансовую сетевую платформу, поддерживает указанные требования только по отношению к собственным активам, взвешенным на уровень риска, но не активам всей сформированной финансовой сети, тогда как доходы может получать от комплексного обслуживания ее оборота. В итоге конкуренция по издержкам оказывается непосильной для периферийных банков, которые постепенно становятся нишевыми и испытывают постоянную потребность в привлечении ликвидности, то есть, ситуация напоминает замкнутый круг.

Отдельного упоминания в контексте банковского регулирования заслуживает блокчейн как попытка вывести из-под регулирования некоторые объемы ликвидности без использования офшорных схем. Во-первых, полагаем, что использование блокчейн-технологий для создания цифровых валют (или платежных систем, основанных на блокчейн) вызвано тотальной некупаемостью инвестиций и перепроизводством в IT-секторе. Действительно, такие объемы вычислительных мощностей попросту не нужны мировой экономике, а возможность их прибыльного применения в сфере финтех определенно позволила инвесторам добиться окупаемости вложений. Во-вторых, платежные системы, основанные на криптовалютах с позиции влияния на кредитный рынок, не представляют возможности клиринга. Иными словами, войти в систему, не будучи майнером, можно только заплатив реальные деньги, причем, как правило, в долларах, при этом входящий денежный поток из системы априори невозможен, следовательно, банк самостоятельно изыскивает способы монетизации полученных криптовалют. В итоге возрастают транзакционные издержки, а кредитный риск трансформируется в риск ликвидности без фактической реализации кредитного события.

Валютный рынок

Дневной оборот валютного рынка сегодня превышает годовой ВВП России, что в условиях концентрации ликвидности может приводить к неограниченным возможностям валютных трейдеров получать доходы от спекулятивных атак на валюты стран с развивающимися рынками. Используемые при этом роботы (алгоритмы) зачастую реагируют на изменения на рынках производных финансовых инструментов, торгуемых на основные экспортные товары различных стран, а не на фундаментальные показатели. Более того, объемы торгов на валютных рынках приводят к невозможности стран периферии мировой финансовой системы реализовывать независимую денежно-кредитную политику без использования инструментов поддержания курса национальной

валюты. В свою очередь, необходимость валютных интервенций и формирования запаса долларовой ликвидности приводит к необходимости формирования своп-линий в долларах. Поскольку тем самым формируются процентные обязательства в долларах, происходит перераспределение транзакционных издержек от центра к периферии финансовой системы, то есть, цена транзакций на валютном рынке сильно различается, если рассмотреть центр и периферию финансовой системы.

Формирование валютных активов для поддержания стабильности курса национальной валюты при этом может привести к изменению направления потоков финансового капитала, что, в свою очередь, потребует большего объема долларовых пассивов, либо дальнейшей корректировки цен на экспортные активы в сторону понижения, в результате волатильный валютный рынок и алгоритмическая торговля систематически приводят к перераспределению результатов международной торговли на валютный рынок и росту уровня концентрации на нем. При этом чем выше значение активного сальдо платежного баланса, тем менее работоспособен валютный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Фондовый рынок

Основная тенденция последних лет – это рост концентрации на фондовых рынках, причем, как с позиции инвесторов, так и с позиции эмитентов. По данным Forbes и отчетов Shadow banking ключевыми игроками фондового рынка являются крупные биржевые фонды, имеющие связи с системно значимыми финансовыми институтами, а, следовательно, фондируемые за счет средств денежного рынка. Позиции эмитентов также очевидны, конкурировать за ликвидность с компаниями S&P-500 практически невозможно, их ценные бумаги наряду с паями инвестиционных фондов абсорбируют до 70 % ликвидности фондового рынка.

Следует отметить, что рынки долговых бумаг по объему превышают рынки долевого инструментария, однако в условиях количественного смягчения в странах центра мировой финансовой системы возникла и воспроизводится ситуация отрицательной доходности по облигациям на фоне существенной концентрации активов фондов денежного рынка.

Еще одна тенденция – роль высокочастотного ценообразования на фондовых рынках в установлении цен на финансовые активы. В условиях активных манипуляций с вычислительными мощностями происходит рост волатильности цен на инструменты фондового рынка, что, в свою очередь, приводит к расширению спреда, то есть, сокращению рыночной ликвидности.

Для поддержания рыночной ликвидности возникает потребность в использовании производных финансовых инструментов, либо повышении ликвидности залога, что, в свою очередь, приводит к необходимости использования инструментов с высокими рейтингами. Для эмитента альтернативный путь поддержания ликвидности в использовании услуг крупного международного андеррайтера, сотрудничающего с SPV с достаточной диверсификацией и унификацией портфеля, либо участие в сделках M&A с эмитентом, имеющим более высокий рейтинг и мультипликатор P/E.

Любая из перечисленных возможностей сокращает выгоды для эмитента и инвестора на финансовом рынке, приводя к перераспределению ресурсов в пользу финансовых посредников за счет механизма трансакционных издержек. Однако интеграция небанковских финансовых посредников и банковских организаций приводит к тому, что в качестве посредников выступают аффилированные с банками структуры, то есть, средства фондового рынка перераспределяются в кредитно-банковскую сферу с меньшей доходностью по операциям.

Рынок производных финансовых инструментов

Поскольку данный сегмент рынка количественно превосходит прочие, на рынке производных возможен больший масштаб манипулирования ликвидностью и ценами.

Цены ПФИ сегодня определяют цены на базисные активы, поскольку объемы операций в сегменте деривативов превышают объемы торгов базисными активами. В итоге возникают ситуации изменения цен на товарных и финансовых биржах вслед за изменением цен производных. При этом ценообразование на рынке деривативов также подчинено определенным тенденциям. Поскольку хедж-фонды зависят, как правило, от системно значимых банков, их политика направлена на хеджирование рисков, связанных с банковскими активами и секьюритизированными активами, переданными с балансов банков. Также известно, что стратегии многих участников финансового рынка ориентированы на копирование определённых фондовых индексов, а индексная торговля признана наиболее доходной стратегией на финансовом рынке. В результате ценообразование на рынках производных инструментов подчиняется стратегии хеджирования рисков изменения фондовых индексов, то есть, объемы и направление операций с производными финансовыми инструментами определяются возможностью изменения фондовых индексов или неких универсальных портфелей, диверсифицированных по сходным признакам. В итоге рынок производных финансовых инструментов передает ценовой импульс с фондового рынка на рынок реальных товаров и финансовых базисных активов отдельных компаний и (или) стран. Итогом такого посредничества становится глобальная финансовая хрупкость, передаваемая через ценовой сигнал.

Проведенный анализ не затронул ряд специфических сегментов финансового рынка, таких как страховой рынок или рынок пенсионных накоплений и резервов, поскольку последние рассматривались как инвесторы, осуществляющие операции в рамках нормативного регулирования в рассмотренных сегментах финансового рынка.

Вместе с тем, проведенный дескриптивный анализ позволил выявить некоторые методологические особенности проведения оценки структурных сдвигов в мировой финансовой системе на данном этапе ее развития. На наш взгляд, методологию оценки влияния мировой финансовой системы на рынки капитала следует дополнить оценкой ряда параметров (Таблица 1.3)

Таблица 1.3 – Параметры для интегрированной оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на рынки капитала

Параметр	Оцениваемые характеристики
Финансовый механизм	Объем инвестиций, источники финансирования, левиредж, капитализация, пропорции распределения прибыли, секьюритизация активов, структурированные продукты, ликвидность активов
Денежный поток	Клиринг, формирование встречных потоков, соответствие денежных потоков товарным, бегство ликвидности
Специализация	Степень диверсификации и унификации портфелей финансовых инструментов
Связь с цепочками добавленной стоимости	Направления финансовых потоков и цепочек добавленной стоимости, частота операций «фиксации прибыли», уровень маржи в торговых операциях
Номинал финансовых активов	Связь между cost и value, зависимость рыночных цен от динамики фондовых индексов
Наличие ловушки ликвидности	Оценка изменений в движении денежных потоков в ответ на изменение ставки процента
Влияние на потребительскую инфляцию	Оценка связи между динамикой цен на финансовом и реальном рынках
Доходность	Влияние sudden stop на возможность получения доходности от операций на финансовом рынке
Риск / неопределенность	Возможность трансформации неопределенности в риски за счет использования операций хеджирования. Влияние индивидуальных кредитных рисков на глобальный риск ликвидности
Информационная асимметрия	Резкий рост доходности платформенных финансовых решений по сравнению с традиционными финансовыми операциями
Развитие кризиса	Возникновение кризиса неплатежеспособности в результате проблем с ликвидностью в системно значимых финансовых институтах
Структура финансовой системы	Заметная корреляция между результатами, полученными в различных сегментах финансового рынка
Ценообразование на товарных рынках	Корреляция товарных цен и цен на биржевые индексы, оценка зависимости цен базисных активов от цен производных финансовых инструментов

Продолжение таблицы 1.3

География международных финансовых потоков	Корреляция между объемами внешнеэкономической деятельности и потоками капитала
--	--

Источник: составлено автором

В результате проведенного анализа можно сделать вывод о том, что мировая финансовая система и глобальный сетевой рынок капитала сегодня настолько концентрированы, что ценовые импульсы, подаваемые от сегмента к сегменту, приводят к глобальной финансовой зависимости и такому изменению пропорций финансового рынка, которое нарушает воспроизводственный контур мировой экономики.

1.4 Генезис экономических отношений, опосредующих влияние противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала

Становление капиталистических отношений, получившее название раннего капитализма, происходило на фоне событий, обобщенных названием «первая технологическая революция». На этом фоне капитал из его грубых первичных форм, названных К. Марксом ростовщическим и торговым капиталами, превращается непосредственно в самовозрастающий промышленный капитал, позднее эволюционировавший в финансовый.

В этот длительный период времени на мировой арене в качестве финансовых центров последовательно выступили Нидерланды, Англия и позднее США. Примечателен общеизвестный факт – ни одна из перечисленных стран не внесла сколько-нибудь существенного вклада в Великие географические открытия, обеспечившие первичное накопление капитала, однако именно они поспособствовали развитию капиталистических отношений в обществе. Для

начала рассмотрим особенности капиталистических отношений в их наиболее специфических чертах: свободная конкуренция, подчинение труда капиталу и всеобщность денег (Таблица 1.4).

Таблица 1.4 – Особенности раннего капитализма

Признак / страна	Голландия	Англия	США
Свободная конкуренция	Капитал сосредоточен в Ост-Индской компании («государстве в государстве»)	Постепенная отмена протекционизма в торговле, стимулирование конкуренции внутри страны с целью наращивания экспорта	Конкуренция между штатами, политика «разорения» соседа, недобросовестная спекулятивная конкуренция с целью присвоения золотых запасов
Подчинение труда капиталу	Не произошло по той причине, что капитал в основном оставался купеческим	Образован класс наемных работников вследствие серии огораживаний, приведших к потере крестьянами земли	Не произошло по двум причинам: высокая милитаризация экономики и высокая спекулятивная активность, а до открытия золотых месторождений в Калифорнии – физическое отсутствие необходимого капитала
Всеобщность денег	Частые колебания стоимости монет, мошенничество при их чеканке. Разнородность обращающихся денег. Лаг между чеканным флорином и банковским флорином. Банковская система на основе 100% резервирования (Вкладно-разменный банк Амстердама)	С 1844 года Банк Англии получает монополию на эмиссию частично обеспеченных бумажных денег. Банковская система, основанная на частичном резервировании с Центральным банком, выполняющим роль кредитора последней инстанции и хранителя резервов множества акционерных банков	На протяжении периода существования клиринговой Суффолкской системы (до 1855 г.) – хождение множества банкнот с их конвертацией в золото на основе общей системы расчетов, осуществляемых банком Суффолка; затем – система национальных банков, имеющих обеспечение в виде государственных обязательств и выпущенных гринбеков, практически неограниченная эмиссия, а с 1860 г. – биметаллизм

Источник: составлено автором на основе [153, 154, 155, 253]

Рассмотрение опыта Соединенных штатов на столь ранней стадии развития их экономики объясняется необходимостью анализа причин последующего перемещения мирового финансового центра в эту страну.

Рассмотрение данных, представленных в таблице 1.4, позволяет нам сделать вывод о том, что форма и содержание капиталистических отношений определялись потребностями того типа капитала, который лежал в основе этих отношений: в Голландии в качестве базиса выступал купеческий капитал, в Англии – промышленный, а в США – инфляционно-спекулятивный (первый прототип современного финансового капитала).

В соответствии с этим строились и модели первичного рынка капитала (Таблица 1.5)

Таблица 1.5 – Параметры рынков капитала

Страна	Тип капитала	Модель	Инструмент накопления
Голландия	Купеческий (торговый)	Меркантилизм	Внешняя торговля
Англия	Промышленный (позднее финансовый)	Классика / кейнсианство	Предельная норма доходности и процент
США	Спекулятивный (позднее фиктивный)	Неоклассический синтез	Полезность запаса денег, полезность расходования денег, инфляционное перераспределение

Источник: составлено автором

Анализ таблицы приводит к необходимости оценки влияния банковского сектора взаимосвязь противоречий мировой финансовой системы и глобального рынка капитала. Выявление ключевого инструмента рыночной модели позволяет связать развитие капитализма и действующий канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики – это алгоритм, в соответствии с которым меры регулирования денежного рынка

сказываются на показателях реального сектора экономики. Итак, если рассмотреть голландскую денежно-кредитную систему, то можно выделить влияние канала благосостояния и валютного канала трансмиссионного механизма, английской системе было свойственно использование процентного канала (знаменитое выражение: «Если установить высокий процент, то золото потечет хоть на Луну» [100]), тогда как в США в то время использовался инфляционный канал и отчасти канал благосостояния.

На сегодняшний день исследования трансмиссионного механизма ушли далеко вперед, и большинством аналитиков признается, что процентный канал денежной трансмиссии является самым эффективным с точки зрения влияния на инвестиционную активность, выпуск продукции и отдачу с инвестиций.

Промышленная революция и развитие промышленного капитала и его воспроизводственных моделей сами по себе не гарантировали возникновения финансового капитала, для его становления и развития было необходимо признание активной роли процента в формировании рынка капитала.

Основным фактором, который должен способствовать повышению работоспособности процентного канала, принято считать устойчивость потребительских цен, а, как известно, Англия меньше других стран пострадала от Революции цен, возникшей в результате Великих географических открытий [155] Иначе говоря, развитие финансового капитала и получение Лондоном статуса мирового финансового центра было обусловлено отчасти тем, что предшествовавшее развитие товарного производства позволило отчасти стерилизовать массу золота, поступавшего из Испании, чем было усилено действие процентного канала денежной трансмиссии в то время, когда в других странах, претендующих на капиталистическое лидерство инфляция золота полностью нейтрализовала возможности процентных ставок влиять на инвестиции и выпуск.

В свою очередь, это предопределило возможности более дешевого воздействия на направления капиталов: установление процента в борьбе за мировое золото намного более безболезненный процесс с точки зрения конвергенции внешних и внутренних целей финансовой политики государства. Валютный канал предполагает выбор между экспортерами и импортерами и не может ориентировать весь мир на потребление национальных товаров без серьезных потерь для внутреннего производства и потребления. Инфляционный канал и канал благосостояния предполагают концентрацию капитала и слабую валюту, что противоречит идеям меркантильного накопления золота в стране.

Дальнейшее развитие денежной трансмиссии пойдет по пути сращивания процентного канала, канала благосостояния и валютного канала и приведет к гегемонии фиктивного капитала, однако это произойдет уже в другом финансовом центре – США.

В период же господства английской модели капитализма до становления биполярного мира развитие финансового капитализма базировалось на воздействии процентного канала, а возникающие финансовые кризисы становились последствиями снижения работоспособности процентного канала.

Рассмотрим более подробно ключевые характеристики трансмиссионных механизмов исследуемых нами периодов (Таблица 1.6).

Таблица 1.6 – Параметры денежной трансмиссии

Параметр / страна	Голландия	Англия	США
Канал ТММ (основной)	Канал благосостояния	Процентный	Инфляционный
Банковская система	Банк Амстердама - кассовое обслуживание, полное резервирование. Внешний кредит за счет купеческих сверхприбылей и работоторговли	Банк Англии и масса акционерных банков. Кредитор последней инстанции и хранитель резервов, эмиссионный банк с частичным резервированием	Пирамида из эмиссионных банков, надстроенных на скудных и неликвидных резервах, дешевые деньги

Продолжение таблицы 1.5

Риски банковской системы	Рыночный (торговый)	Кредитный и рыночный (в части залога)	Риск ликвидности
Роль государственных обязательств в банковской системе	Кредитование Ост-Индской компании	Выпуск государственных облигаций	Государственные обязательства как основа эмиссии
Денежная политика	Выпуск банковского флорина с целью устранения мошенничества с чеканкой монет	Твердый курс фунта, устойчивая валюта, устойчивые рентные отношения	Инфляционная

Источник: составлено автором

Рассмотрение капитализма времен первой промышленной революции [57] сквозь призму трансмиссионного канала денежно-кредитной политики позволило нам сделать вывод о том, что основой становления на этом этапе финансового капитала именно в Англии, а не в других странах, в разные периоды времени опережавших ее по развитию, обусловлено, главным образом, тем обстоятельством, что в Англии впервые в истории были созданы предпосылки для использования процентного канала денежной трансмиссии, а именно: устойчивая банковская ликвидность за счет банковской системы с частичным резервированием и центральным банком, выступающим в роли кредитора последней инстанции, возможность контроля над инфляцией, в том числе, инфляцией золота, возможность страхования рисков и диверсификации банковских активов прибыльным размещением средств, возможность капитализации ренты, сильная валюта, обеспечившая независимость денежной политики. Именно в этих условиях уровень инвестиций, потребления и сбережений мог определяться соотношением нормы процента и предельной эффективности капиталовложений, а кризисы перепроизводства и

перенакопления капитала могли разрешаться через перенаправление капитала, в том числе, трансграничного.

Кроме того, преимущественный канал трансмиссии предопределяет характер вложений средств. Как и сейчас, они нуждались в строительстве сетей коммуникации для возможности быстрого совершения сделок со спекулятивным капиталом – сделок, в которых от скорости совершения операции зависит ее успех. Напротив, процентный канал через краткосрочные процентные ставки стимулировал долгосрочные инвестиционные процессы, поэтому направлялся в развитие иных сфер материального производства. Неудивительно, что в Англии промышленность была заказчиком транспортного строительства, тогда как в США промышленность возникала в местностях с развитым транспортным сообщением – родина фиктивного капитала многие годы готовилась к его появлению, создавая повсеместно обширные сети.

Наши исторические аналогии не случайны: представляется, что сегодняшняя ситуация с отрицательными реальными процентными ставками в США и ЕС предопределяет невозможность использования процентного канала денежной трансмиссии для стимулирования инвестиций в принципиально новые типы промышленного производства. Этот вывод подтверждается и рассмотрением динамики инвестиций в этих странах – высокая доля финансовых ресурсов уходит в транзакционный сектор – сектор, создающий скорость совершения сделок, как когда-то строительство дорог создавало скорость для передвижения банковских брокеров.

Очевидно, что до тех пор, пока перенакопленный капитал не станет направляться в производительные сферы посредством установления отношения процента к предельной норме доходности, противоречия мировой финансовой системы не позволят рынку капитала выполнять свою основную функцию – функцию перераспределения финансовых ресурсов. Кроме того, схема, в которой для банковского капитала характерны главным образом рыночные, а не

кредитные риски, чревата огромными потерями в условиях отсутствия надежного базиса из промышленного капитала – в ситуации, когда любые реальные активы используются для подстраховки основания финансовой пирамиды, а не для производства потребительской стоимости, самовозрастание стоимости невозможно.

Информационные потоки о банковских операциях времен, предшествовавших промышленной революции, отличаются большой противоречивостью и эмоциональной окрашенностью. В зависимости от приверженности учениям той или иной научной школы издания, посвященные банковской деятельности XVII-XVIII вв., освещают лишь некоторые аспекты банковского дела, но не дают полной и объективной картины происходящего.

Говоря о формировании банковского капитала, нельзя не вспомнить о первоначальных фазах его эволюции – ростовщическом и торговом капиталах, а в этом контексте неизбежно анализ должен начаться с системы итальянских кредитных учреждений. Полученная в наследство от Римской империи и возрожденная в итальянских республиках банковская система имела ряд отличительных свойств:

1) основное предназначение банков состояло в необходимости облегчения международной торговли. Здесь и далее банковская система будет на протяжении всей своей истории связана с потребностями международного торгового оборота, в результате разрешения противоречий мировой финансовой системы торговая функция будет вытеснена из непосредственной банковской деятельности, тогда как в итальянских банках XIII-XVI вв. банковские учреждения самостоятельно и через посредников занимались торговлей, чем и обеспечивали масштабность своих оборотов;

2) банковское торговое обращение было основано на векселях, которые изначально использовались лишь как форма расчетов, но не как кредитный инструмент (отчасти по причине церковного запрета на взимание процентов), и

только в XV-XVI вв. вексель стал отделяться от товарной основы своего обращения и приобретать черты кредитного инструмента;

3) банковский капитал формировался частным образом [155]. Система была устроена таким образом, что основными кредиторами становились богатейшие купцы, а заемщиками выступали уже не беднейшие классы (как при классическом ростовщичестве), но и не средние классы, которые могли стать товаропроизводителями. Основными заемщиками считались аристократы-землевладельцы, а также августейшие персоны, нуждающиеся в финансировании своих расходов (чаще всего, военных). Такая система хоть и была шагом вперед по сравнению с ростовщичеством, но подвергала активы банков тех времен практически стопроцентным рискам, поскольку ставила прочность банковских балансов в полную зависимость от исходов войн, на которые расходовалась огромная доля заемных ресурсов. В результате многие кредитные учреждения оказывались несостоятельными.

Несмотря на то, что итальянские банковские учреждения непосредственно не участвовали в первичном накоплении капитала первой технологической революции, можно сказать, что именно они являлись исходной точкой при зарождении современной финансовой системы. В подтверждение этому можно привести следующие доводы. Во-первых, в расчетных банках Генуи, Венеции и Флоренции впервые был реализован принцип, который лег в основу учреждения акционерных банков. Например, паевой капитал банка Генуи для финансирования общественных расходов с выплатой дивидендов на паи с определенной долей условности можно назвать акционерным. Во-вторых, деятельность «гировых»¹ банков можно считать основой современного банковского мультипликатора, позволяющего банкам расширять кредит за счет увеличения доли безналичных расчетов внутри банка, то есть, в том случае, когда

¹ Банки, вкладчиками которых является ограниченный круг (giro) лиц, между которыми производятся расчеты без фактического движения средств, а лишь внесением записей

средства физически не покидают банковских хранилищ. В-третьих, основы вексельного обращения позволили сформировать на европейской территории принципы рыночного ценообразования на финансовые инструменты, учитывать спрос и предложения на векселя определенной местности и производить оценку возникающего лага и спекулятивного дохода. В-четвертых, принципы организации денежного обращения, уходящие корнями еще в наследие Римской Империи, позволили сформировать инновационные для того времени способы совершения банковских трансакций. Подобно тому, как «все дороги вели в Рим», банковские трансакции были централизованы на нескольких ярмарках, ставших предвестниками системы банковского клиринга. Кроме того, можно сказать, что высокие риски, сопутствующие итальянским банкам, финансирующим военные расходы, расходы на предметы роскоши и активную торговлю, породили первичные принципы диверсификации, которые впоследствии широко использовались в более развитых банковских системах всего мира. В частности, известно выражение, пришедшее еще из Древнего Рима: «Если у тебя есть, чем нагрузить корабль, не делай этого прежде, чем найдешь 49 других лиц, имеющих столько же, как и ты; составь с ними общество, которое погрузит 50 кораблей» [153].

Из сказанного выше можно сформулировать вывод о двоякой роли староитальянских банков в подготовке банковского капитала:

1) с точки зрения организации банковских расчетов, которые частью были переняты из опыта Древнего Рима, итальянские банки поспособствовали установлению в Европе общих правил обращения денежных средств и вексельного обращения;

2) с точки зрения формирования торгового капитала, который позднее станет основой капитала промышленного через развитие колониальной торговли, именно итальянским купцам и банкирам принадлежит ведущая роль в накоплении первоначального капитала.

Однако, итальянской банковской системе был присущ ряд особенностей, ввиду которых центр мировых финансов был еще неоднократно смещен. В частности, система была настроена на стопроцентное банковское резервирование золотом, в отличие от будущих систем с частичным резервированием. Кроме того, итальянские банковские системы исходили из того принципа, что наилучшая из монет признавалась единицей счета и становилась банковскими деньгами, то есть, банкиры того времени в явном виде не преследовали цели получения эмиссионного дохода. Иными словами, такие банковские системы не нуждались в развитии промышленного производства, поскольку обладали невысоким инфляционным потенциалом. В лучших традициях меркантилизма система была настроена на привлечение золота путем развития внешней торговли, а банковская система никак не стимулировала переориентацию целей развития.

Подобно староитальянским банкам, банки Голландии и Германии в XVI-XVII веках носили характер расчетных банков с несколько расширившимся инструментарием для спекуляций на различной стоимости обращающихся монет и позднее на векселях. Но, тем не менее, изначально банки были устроены по принципу стопроцентного резервирования вкладов и были ориентированы на финансирование военных расходов и обеспечение оборотным капиталом торговли. Однако, следует отметить две новых тенденции в банковском деле по сравнению с чисто торговыми итальянскими банками: на примере банка Амстердама можно наблюдать один из первых примеров финансирования за счет банковского капитала финансовой пирамиды: неплатежеспособность многих вовлеченных в «тюльпаноманию» банковских вкладчиков не могла не сказаться на устойчивости учреждения.

Однако, та веха, которая в выявлении исторической роли банков в промышленной революции принадлежит Амстердаму, заключается в финансировании за счет формально неприкосновенных банковских вкладов

кредита голландской Ост-Индской компании [155]. С этого момента в гонку накопления капитала включаются Испания, Португалия, Германия, Франция и Англия. Частные и публичные банковские капиталы, уже фактически не подчиняющиеся требованиям стопроцентного металлического покрытия и направляются на финансирование колониальной торговли с целью установления трафика драгоценных металлов, камней, а также рабов для многократного приумножения богатства.

Притоки драгоценных металлов в перечисленные страны приводит к росту спекуляций с монетами, раздуванию локальных финансовых пузырей с долгами и акциями компаний, занимающихся колониальной торговлей. В частности, слабая испанская финансовая система после заключения Вестфальского мира в результате притока в страну золота и серебра из колоний приводит к потере зарождающегося промышленного потенциала и полной деиндустриализации экономики.

Что же касается амстердамских банкиров, то им должна принадлежать одна из ведущих ролей в финансировании будущей промышленной революции и формировании архитектуры мировой финансовой системы. После принятия Англией Навигационного акта испанский и голландский флот перестали занимать ведущее положение в делах колониальной торговли. Представляется, что по этой причине многие голландские банкиры из богатейших еврейских родов начинают активное переселение в Англию [142]. Это переселение заканчивается так называемой Славной революцией, в результате которой в 1694 году возник Банк Англии.

С этого момента и вплоть до Наполеоновских войн Амстердам утрачивает статус мирового финансового центра, поскольку Англия реализует модель центрального банка, основанного на частичном резервировании на основе диверсифицированного банковского капитала. Источниками этого капитала являлись как частные накопления, поступающие из многих стран, главным

образом, из Голландии, так и вклады. Причем впервые в полной мере реализуется модель использования капиталов среднего класса, а не только самых обеспеченных купцов. Такое положение дел достигалось за счет истоков английской банковской системы в ювелирном деле – складские ювелирные расписки были широко доступны именно среднему классу, составившему существенную часть клиентов возникающих впоследствии банков.

Банковская система Англии на основе имеющегося опыта обладала всем необходимым набором инструментов для поддержания установленного минимума золотых резервов (40%) и для привлечения необходимых капиталов из-за рубежа, при этом сами банки уже непосредственно не участвовали в торговых операциях. Основные доходы по-прежнему приносили векселя, используемые в колониальной торговле, в том числе, рабами. Помимо прочего, успехам банковской системы Англии способствовал ряд событий, как то банковский кризис в Гамбурге и Амстердаме на фоне спекуляций с землей или Лиссабонское землетрясение. В результате европейские капиталы были сконцентрированы в Лондоне, постепенно принимающем на себя роль мирового финансового центра и обеспечивающем вексельное обращение между всеми европейскими странами и колониями (Рисунок 1.2)



Рисунок 1.2 – Показатели деятельности Банка Англии 1720 – 1796 гг.

Источник: составлено автором на основании [253]

Возникает вопрос, почему притоки золота за счет торговли с колониями, а также за счет перевозки рабов, не привели Английские банки к такому же исходу, что и все предыдущие страны? Почему вместо роста спекуляций и финансовых пузырей (которые появятся позже) итогом развития финансовой системы Англии стало финансирование промышленной революции? Представляется, что ответ на эти вопросы должен учитывать следующие факторы:

1) инфляционность денежного обращения, основанного на неполном резервировании. Результатом увеличения денежной массы без сообразного увеличения производства является инфляция, которая способна подорвать экспортную торговлю и привести к оттоку капиталов. Более того, инфляционность финансирования государственных расходов большинства партнеров Англии на фоне сохранения стоимости фунта и низких цен английских товаров могла стать дополнительным источником притоков золотого капитала,

2) аболиционистские настроения, которые в конечном счете привели к потере работорговли в качестве источника доходов,

3) война за независимость в США и развитие банковской системы конфедерации. Конфедерация штатов становилась полноценным торговым партнером с собственной кредитной системой, также основанной на частичном резервировании,

4) анализ рисунка 1.2 позволяет выявить спекулятивность золотых запасов Банка Англии – все серьезные падения уровня покрытия банкнот звонкой монетой можно связать с повышением спекулятивной активности: это и Компания Южных морей, и открытие банков в США после войны за независимость, и операции на бирже Амстердама. При этом периоды накопления золотого запаса всегда связаны с расширением колониальной торговли.

Из перечисленных факторов можно сделать два основных вывода о влиянии банковской системы Британии на рынки капитала. Во-первых, для сокращения оттоков золота в инфляционные колонии и независимые государства

оказалось необходимым налаживать в эти страны экспорт таких товаров, которые позволят сократить в них инфляцию и к устойчивому притоку металла от внешней торговли. Во-вторых, для того, чтобы в национальной экономике это не вызвало того же инфляционного обесценения на фоне денежной экспансии, было необходимо «удлинить» (в соответствии с терминологией австрийской школы) производственные процессы. Основным способ удлинения производственных цепочек – это вложения в основные фонды для наращивания объемов производства и увеличение числа стадий производственного процесса.

Активная роль банковской системы в развитии глобального рынка капитала стала менее значимой, когда в независимых Соединенных Штатах начинается активная фаза формирования банковской системы, основанной на частичном резервировании – для удержания золотых запасов и финансовой стабильности необходима была сила, позволяющая сдерживать инфляцию и спекулятивные оттоки золота.

До 1780 года центром притяжения европейских и мировых финансов были Нидерланды, но после кризиса 1770-х годов золото из английских и испанских колоний массово направлялось в Англию, что создало предпосылки первоначального накопления капитала. Иными словами, источник финансирования английской промышленной революции – это капиталы, вывозимые из колоний ввиду обесценивания колониальных бумажных денег.

После Наполеоновских войн Англия активно предоставляла средства для финансирования убытков военных лет пострадавшим странам (Пруссии, Австрии, Дании, России и Франции). В свою очередь, капиталы, ранее размещенные на Амстердамской бирже, были направлены в английские консоли, что привело к падению биржи в Нидерландах. Таким образом Англия начала выполнять функции единого финансового распределительного центра. Средства аккумулировались на фоне стабильных процентных ставок и размещались на выгодных условиях, обеспечивая широкий спред ликвидности рынку.

Финансирование поставок английских товаров позволяло наращивать предельную эффективность вложений.

Английский банковский сектор начал активно развивать посреднические операции, в том числе, через банки Ротшильдов. Все это происходило на фоне широкой экспансии продукции английских мануфактур. Расширение банковских операций породило бум кредитования инвестиций. Банковское посредничество поддерживало мультипликацию ресурсов, но наращивало процентное бремя на производителей. Кредитная экспансия привела к снижению предельной полезности инвестиций, что вызвало затоваривание и падение цен на продукцию английской промышленности.

С началом кризиса перепроизводства английских товаров капиталы начали искать более доходного вложения, в том числе, с целью погашения банковских кредитов. Средства инвестировались в колонии в Латинской Америке, Канаде, Австралии, Индии. Вложения производились, главным образом, в сельское хозяйство, добычу золота и угольную промышленность. Следствием таких спекуляций стало истощение золотых запасов Банка Англии.

Иными словами, накопление в Англии капиталов для развития текстильной и угольной промышленности осуществлялось за счет экспроприации колоний, но, когда потенциал инвестиций был исчерпан, капиталы были инвестированы на те же колониальные рынки, очевидно, в надежде на повышенную прибыль. Однако финансовые рынки колоний оказались неспособны обеспечить соответствующую доходность и находились в таком состоянии, что поступающая ликвидность могла лишь спровоцировать финансовый пузырь без возможности реального инвестирования в производительные активы. Банковская сеть также оказалась не готова к такому масштабу спекуляций, что в итоге привело к масштабному кризису и потере ликвидности всеми рынками. Рассмотренный временной интервал характеризуется слабой развитостью банковской системы, зависящей от

металлического денежного обращения. Тем не менее, локальные кризисы до наступления масштабного кризиса перепроизводства, по большому счету, сопровождались кредитными бумагами и свойственными им банковскими операциями, подрывающими ликвидность, то есть, ситуациями, когда реальная стоимость банковских пассивов существенно превышала реальную стоимость переоцененных банковских активов. Металлическое обращение усугубляло ситуацию по той причине, что банковский кризис всегда сопровождался потерей доверия к векселям и изъятием золота из банковских авуаров. С другой стороны, титул мирового финансового центра предполагает, что активы банковской системы представляют собой требования, размещенные в различных странах. Если цена на английский экспорт в этих странах снизилась, либо фунт стерлингов был девальвирован, то это снижает реальный спред между стоимостью кредитования этих стран и доходностью английских твердопроцентных бумаг. В результате еще до наступления кризиса неплатежей в развитых странах банковское кредитование перенаправляется в те страны, которые позволяют нарастить кредитный спред, что в итоге приводит к глобальному кризису.

Тем не менее, эта ситуация спроецировала схему финансирования инвестиций в дальнейшее развитие промышленности – стало очевидным, что для повышения доходности эксплуатации колоний следует разработать систему технологического экспорта, в который должны размещаться направляемые в колонии финансовые ресурсы. То есть, инвестиции в рентные отрасли колоний использовались для оплаты импортированного из Британии оборудования и продукции мануфактур. Тем самым средства возвращались на английский рынок, но обеспечивали западным капиталистам права на повышенную доходность от вложений в колониальную торговлю.

Изначально железнодорожный бум начался в Англии и распространялся в развитые, развивающиеся и колониальные страны путем размещения английских капиталов на соответствующие рынки. Характерной чертой было то, что

размещались не только капиталы, как таковые, но и массово экспортировались технологии, необходимые для осуществления железнодорожного строительства и развития водного транспорта. Такая схема обеспечивала английским капиталам схему возврата на рынки и возможности наращивания скорости обращения ликвидности, которая обеспечивала расширение фондового рынка.

Инвестиции осуществлялись повсеместно, однако одновременно расширялось производство необходимого для этого оборудования в индустриально развитых странах – Германии, Австро-Венгрии и Франции. В результате эти страны смогли осуществить первоначальное накопление капитала за счет использования английских схем в операциях с колониями и США.

Предельная эффективность инвестиций стала сокращаться, что привело к перепроизводству факторов производства и товаров. Ситуация усугублялась тем, что на данном этапе развития транспорт еще не стал выполнять функции инфраструктуры для промышленности, а, наоборот, промышленность выполняла технологический заказ для развития транспортной отрасли. С другой стороны, кризис перепроизводства усугублялся притоком дешевых товаров из США (далее мы увидим, что эта схема широко использовалась в дальнейшем развитии финансовой системы). Третий фактор, поспособствовавший дальнейшему развитию событий – это выплата французских контрибуций золотом в пользу Пруссии и последовавший избыток капиталов.

Специфической чертой финансового кризиса оказалось то, что в споре за мировую ликвидность сошлись две принципиально различных финансовых системы – фондовая (Англия) и банковская (Германия, Австро-Венгрия, Франция). И если фондовый канал денежной трансмиссии предполагал стерилизацию денежной массы, то кредитный, напротив, был призван увеличить массу свободных капиталов, которые вызвали бум в обращении. В свою очередь, при снижении действия мультипликатора и начале кризиса кредитная финансовая система оказалась опустошенной массовыми неплатежами, тогда как

фондовая система после обрушения котировок оставляла инвестированные деньги нерастраченными, а лишь аккумулировала их в руках группы капиталистов и банков – посредников. Неудивительно, что после схлопывания пузыря на спекулятивных рынках Германии, Австрии и Франции средства из банков этих стран массово перетекли в английские банки. Вероятно, по этой причине кризис 1873 года оказался не столь серьезным для Англии: финансовая система XIX века была настроена таким образом, что средства неизбежно возвращались в финансовый центр.

Начиная с 1875 года формируется принципиально новая архитектура мировой финансовой системы. Промышленность укрупняется и транснационализируется, широкое распространение получают монополии и искусственно укрупненный бизнес. Разумеется, такой бизнес для успешного функционирования и экспансии на международные рынки нуждается в дешевых источниках материальных и финансовых ресурсов. Опыт подсказал, что развивающиеся страны с их природными ресурсами и плохо развитой экономикой следует использовать как поставщиков дешевых материальных и трудовых ресурсов, а для обеспечения безопасного финансового покрытия таких операций необходим транснациональный банковский сектор – чтобы контролировать ликвидность, перемещающуюся между континентами и максимально удешевить данный процесс. Таким образом, мировая финансовая система нуждается на данном этапе в транснационализации банковского сектора, выступающего посредником операций по поставке дешевых факторов производства и продукции грубой первичной переработки с рынков развивающихся стран. За счет филиалов и дочерних фирм крупных банков и корпораций поддерживались операции по приобретению дешевых ресурсов и последующей реализации готовой продукции с высокой добавленной стоимостью. При этом разветвленная банковская сеть позволяла

экспроприировать повышенную добавленную стоимость, возникшую в результате такого обмена, и размещать ее на фондовых рынках развитых стран.

Финансовая система вновь видоизменилась в тот момент, когда добавленная стоимость начала концентрироваться в США, обходя стороной охваченную Войной Европу. Несмотря на серьезные экономические успехи Соединенных Штатов представляется, что уровень сложности экономики на тот момент не достигал западноевропейского предвоенного уровня, а, следовательно, ресурсы, не найдя производительного применения, были пущены в фондовые и ценовые пузыри, что привело к череде финансовых кризисов, позднее трансформировавшихся в депрессию. К такому выводу подводит уже тот факт, что кризис 1907 года, возникший в США, привел к резкому оттоку ресурсов в Европу и инвестированию этих ресурсов в транспорт, связь и промышленность, что позволило избежать общемировой рецессии. Однако в межвоенный период не было столь широких возможностей производительного экспорта капитала, а покрытие военных расходов не обеспечивало высокого уровня мультипликатора, поэтому рецессия оказалась столь долгой и разрушительной. Попытки инвестирования в восстановление немецкой экономики (план Дауэса) могли дать результаты и стать толчком к выходу из кризиса для всего европейского пространства, но оказались неприемлемы для Европы по политическим причинам.

Начиная с принятия Бреттон-Вудской системы, финансовые потоки становятся по-настоящему глобальными и зачастую между странами возникает масса встречных потоков.

К моменту окончания Второй Мировой войны глобальные капиталы были накоплены в США, менее всех затронутых военными действиями и расширяющими экспорт военной и гражданской промышленности. Кроме того, актив Соединенных штатов был пополнен задолженностью многих стран, вовлеченных в войну. Поскольку эти страны должны были погашать

обязательства в долларах, привязанных к золоту, и поскольку курс национальных валют был привязан к доллару, в мире предъявлялся повышенный спрос на эту валюту, что сделало доллар платежным средством по многим международным контрактам, в том числе по контрактам на поставку углеводородов, являющихся важным технологическим элементом промышленности. Кроме того, глобальные долларовые обязательства породили форварды на валюты и валютные свопы, впоследствии широко используемые МВФ.

Вкупе перечисленные особенности стали основанием для возникновения и широкой экспансии рынка рефинансирования долларовых обязательств. По нашему мнению, именно этот рынок представляет собой основу финансовой системы послевоенного периода. Схема состояла в том, что капиталы устремлялись в долларовый сегмент, откуда уже в долларовом деноминировании перенаправлялись на рынки других стран, все сильнее увеличивая долларовую зависимость глобальной финансовой системы. Тем самым американская финансовая система за счет реализации своей перераспределительной функции обеспечивала ресурсами национальный фондовый рынок, необходимый для финансирования.

Неудивительно, что финансовый пузырь образовался именно на валютном рынке, а схлопывание пузыря означало отказ от привязки валютных курсов и крах Бреттон-Вудской системы.

Ситуация усугублялась некоторыми дополнительными условиями. Во-первых, экспансия доллара происходила в инфляционных послевоенных экономиках, во-вторых, требования кредиторов последней инстанции (МВФ и Всемирного Банка) зачастую сводились к жесткой денежно-кредитной политике, в-третьих, возрастала роль экспортеров углеводородов в глобальной экономической динамике. Иными словами, глобальные финансы столкнулись с трилеммой денежно-кредитной политики на фоне нарастающего долларового навеса. Рычагом схлопывания финансового пузыря стал рост цен на

углеводороды. В результате скачка цен страны не смогли поддерживать торговые балансы, девальвировали валюту, что стало причиной удорожания долларовых транзакций, и пузырь на рынке долларов лопнул. Разумеется, этот финансовый пузырь, как и все другие, сопровождался ценовым пузырем на рынке недвижимости, единственное отличие было в его масштабах – появление на рынке «нефтедолларов» привело к невиданным ранее масштабам цен на недвижимость, а также масштабам спекуляций с ней.

Основной причиной широкого распространения кризиса 2000-2001 гг. на глобальные финансовые рынки можно считать политику Вашингтонского консенсуса. Требования МВФ и Всемирного Банка к полной либерализации финансовых рынков в условиях жесткой монетарной и фискальной политики стали новым рычагом возврата ликвидности в центр мировой финансовой системы – США и отчасти Германию. Ресурсы, попадая на финансовые рынки развивающихся стран, размещаются в активы, имеющие крайне низкую ликвидность и под реальные активы с низкой предельной полезностью, определяющуюся характером производства («сборочный цех»). Далее на этих рынках провоцируется кредитный бум, что приводит к фиктивизации банковских балансов и с неизбежностью к спекуляциям с недвижимостью, и в конечном счете финансовый пузырь схлопывается именно в тот момент, когда доходность, которую приносят вложения в разрастающийся рынок недвижимости, оказывается ниже, чем проценты за пользование заемными средствами под реализацию девелоперских проектов. При этом на развивающихся рынках ввиду крайне низкого индекса экономической сложности фактически отсутствуют иные способы размещения ресурсов, кроме девелопмента и тех секторов, которые используются центральными странами Мир-системы (сборка, ресурсы, аутстафинг). По этой причине финансовый пузырь на таких рынках возникает и исчезает крайне быстро, оставляя после себя разрушенную банковскую систему. В этот момент срабатывает механизм возврата ликвидности в центр системы –

дополнительная помощь МВФ используется для удовлетворения требований западных инвесторов и кредиторов. Развивающиеся страны вынуждены девальвировать валюту для поддержки производства и экспорта, но еще сильнее попадая при этом в зависимость от глобальных финансовых центров.

Еще одной специфической чертой финансовой системы можно считать чрезмерный рост транзакционного сектора: андеррайтинг, аутсорсинг, иные формы посредничества отвлекают физические ресурсы и ликвидность из промышленности, создавая фиктивную надстройку в поисках арбитражной прибыли, политической и регулятивной ренты. Регулятивный арбитраж и либерализация периферийных рынков позволяют центру глобальной финансовой системы изымать финансовые ресурсы периферии посредством финансовых логистических схем, применяемых транзакционным сектором экономики.

Предшествующий финансовый кризис показал уязвимость долларовой экспансии на фоне растущего энергопотребления, поэтому финансирование впоследствии должно было осуществляться с широким использованием ресурсной ренты. Мировая финансовая система была переструктурирована следующим образом: при продолжающейся экспансии доллара и получении им статуса мировой резервной валюты широкое применение получили производные финансовые инструменты на покупку и продажу валют, фондовых ценностей и сырьевых товаров. Это позволило финансовому центру контролировать изменения соответствующих цен и котировок и присваивать ресурсную ренту. Далее средства финансировались на фондовом рынке напрямую, либо вкладывались в фондовые индексы, ставшие популярным объектом инвестиций в конце XX века. При этом появились индексы, в основе которых лежали услуги с высокой добавленной стоимостью, то есть, фиктивные надстройки стали появляться на рынках, имеющих крайне несущественный реальный капитал.

Таким образом, финансовая система расширилась за счет производных финансовых инструментов, позволявших присваивать ренту от ценовых

изменений, за счет сеньоража от эмиссии резервных валют, а также за счет индексной торговли. В соответствии с этим, и схлопывание финансовых пузырей произошло на трех рынках: на рынке нефти в 99-2000 годах, в фондовых индексах (особенно пострадал индекс NASDAQ, обобщающий котировки производителей услуг с высокой добавленной стоимостью), а также на рынке доллара после череды девальваций различных валют.

Основной вывод, который следует из представленных данных, состоит в том, что архитектура мировой финансовой системы напрямую зависит от того, какие инвестиции она обслуживает. Исторически при возникновении противоречий мировой финансовой системы рынок капитала становился неспособен формировать инвестиционные ресурсы, что приводило к последующей трансформации как мировой финансовой системы, так и глобального рынка капитала.

ГЛАВА 2 МЕТОДОЛОГИЯ ВЛИЯНИЯ ПРОТИВОРЕЧИЙ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ НА ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛА

2.1 Наднациональное финансовое регулирование как источник противоречий мировой финансовой системы

Глобальное финансово-экономическое развитие противоречиво, мировая финансовая система хрупка и неуправляема, а теории способны объяснить происходящее лишь на уровне определенных локусов, а научные статьи могут устареть в течение периода, необходимого для их редакционной обработки. Кроме того, все чаще применительно к глобальным финансам используют страдательный залог, поскольку важнейшие акторы теряют субъектность, а противоречия экономики и политики все чаще разрешаются в пользу последней.

Полагаем, что система с неуправляемыми глобальными финансами, система с фундаментальной неопределенностью, маскирующей под геополитические риски, система с угрожающим уровнем неравенства – все это во многом последствия экспансии финансового капитала и навязанных им ценностей.

Противоречие производства и финансов выражается в противоречии слабой и сильной валюты [41]. Промышленности и экспортерам выгодна слабая национальная валюта, тогда как для финансового сектора и управления потоками капитала необходима валютная стабильность. Если с такой дилеммой сталкивается мировой финансовый центр и эмитент важнейшего средства платежа и резервирования в глобальной экономике, то от его выбора будет зависеть вся финансовая архитектура.

США сделали выбор в пользу финансового капитала, добившись промышленного лидерства, и заложив достаточный для определенного периода

времени фундамент для того, чтобы это лидерство сохранить. Институционализация миропорядка с гегемонией финансового капитала требовала создания глобальных правил финансовой игры, что, на наш взгляд, должно было включать в себя деятельность наднационального арбитра и теоретико-методологические основания.

Поскольку приоритет в дилемме, указанной в предыдущем абзаце, был отдан финансовому капиталу, промышленный стал мало-помалу деградировать, а образовавшийся разрыв стал заполнять фиктивный капитал – финансовые отношения, не имеющие материального базиса, либо имеющие такой базис, который по размерам на порядки меньше финансовой надстройки. Поскольку операции с фиктивным капиталом оказались весьма прибыльны, финансовые пузыри на различных рынках стали множиться, неся вместе с собой и финансовый хаос. Действительно, одним из атрибутов финансового капитала является риск, тогда как для фиктивного характерна лишь неопределенность.

Неопределенность, присущая финансовой системе, либерализация движения капитала и отсутствие потребности в каком бы то ни было материальном основании развязали руки выводу реальных денег в офшорные юрисдикции. Страны с адекватным регулированием и налогообложением становятся прибежищем расходов, тогда как страны с более мягким регулированием аккумулируют большую часть доходов компаний, использующих услуги фиктивного капитала [198]. С одной стороны это сильно затрудняет качество экономического анализа на основе официальной статистики, с другой – увеличивает глобальное неравенство и сводит к нулю возможности бедных стран достичь экономического роста.

Возникает закономерный вопрос, почему ни наднациональные финансовые институты, ни виднейшие ученые-экономисты не предлагают моделей и политик глобальной перестройки мировой финансовой системы? Более того, даже Дж. Стиглиц, известный критик политики МВФ, начинает свою книгу Люди, власть

и прибыль (2020) [177] с сокрушительной критики в адрес политики и личных воззрений Д. Трампа, несмотря на попытки последнего к наращиванию промышленного базиса в ответ на угрозы для американской экономики, созданные, в том числе, и политикой МВФ.

Борьба с несущественными противоречиями мировой финансовой системы зачастую является предметом деятельности международных организаций (например, недостаточная цифровизация трансграничных финансовых расчетов – предмет исследования рабочей группы МВФ в октябре 2020 года [234]) или предметом научных работ авторитетных экономистов, что создает информационную и методологическую завесу над фиктивным капиталом и фактически сокращает возможности введения регулирования.

В работе Horn, Reinhart, Trebesch на основе анализа данных о международном движении капиталов сделан вывод, что после Первой мировой войны частные международные потоки капиталов заменяются государственной международной помощью, либо помощью от международных финансовых институтов [275]. В указанной работе отмечено, что пиковые значения международных займов в отношении к ВВП стран-получателей наблюдаются в периоды военных конфликтов, стихийных бедствий или финансовых кризисов, а направления такой помощи определяются степенью экономической интеграции, а также культурной и географической близости экономик. Поскольку отмеченный период соответствует началу процесса формирования мирового финансового центра в США, вопрос выбора инструментов международной финансовой помощи в контексте исследуемых проблем также является крайне важным.

Результаты деятельности МВФ, а также фокус на определенных экономических проблемах можно отследить на основании анализа годовых отчетов Фонда, доступных за период с 1997 по 2021 гг.

Процикличность политики МВФ, на наш взгляд, является одним из источников противоречий мировой финансовой системы и формирования противоречий мировой финансовой системы. Противоречивость реакций Фонда на изменения в мировой финансовой системе проявляется, в частности, в следующем:

- стимулирование развития банковской деятельности и оживления кредита впоследствии привело к необходимости ужесточения надзора за операциями с высоким левэриджем (долги заемщикам, уже имеющим существенные долговые обязательства);

- поощрение инвестиций с целью оживления рынка недвижимости привело к необходимости усиления надзора за вновь возникающими на нем финансовыми пузырями;

- поощрение развития цифровизации особенно в финансовой сфере привело к необходимости ужесточения надзора за рисками, свойственными цифровой экономике и цифровым валютам;

- настоятельные рекомендации фонда либерализовать счета движения капитала привели к необходимости ужесточения надзорных процедур в области вероятных негативных последствий свободного движения капитала, а вслед за введением регулирования последовали требования использовать для смягчения негативных последствий свободных потоков капитала макроэкономические структурные меры, более того, в 2022 году Фонд рекомендовал введение «выборочного» контроля движения капиталов в ответ на угрозу рецессии и рост инфляции в странах глобального Запада;

- продвижение принципов свободной торговли сменилось требованиями перебалансировать спрос в развивающихся странах-экспортерах потребительских и промышленных товаров в сторону внутреннего потребления, и это при настоятельных рекомендациях фонда усиливать финансовые рынки развивающихся стран и увеличивать их ликвидность;

- запрет на девальвацию и налоговую конкуренцию для развивающихся стран фактически перекладывает на них бремя ответственности за расточительную финансовую политику США;

- требования жесткой налоговой консолидации сменяются надзором за эффективностью и достаточностью государственных инвестиций в инфраструктуру;

- требования усиления надзора за отмыванием денег и финансированием терроризма существуют на фоне требований к либерализации потоков капитала из развивающихся и бедных стран, что фактически приводит к неспособности их правительств облагать налогами транснациональные корпорации, что сокращает бюджетное пространство (термин МВФ, означающий наличие возможностей для маневра при обосновании налогово-бюджетной политики). Кроме того, процесс нормализации денежно-кредитной политики в развитых странах неизбежно приведет к укреплению их валют и перенаправлению потоков капитала с развивающихся рынков, которым предписывается наращивать ликвидность. Также фактором противоречий являются децентрализованные цифровые валюты;

- и т.д.

Перечисленные противоречия и алогизмы не эволюционны, с точки зрения развития политики Фонда они реактивны и являются источниками противоречий мировой финансовой системы. Связь Фонда с фиктивным капиталом прослеживается в том, что вся деятельность направлена на присвоение ликвидности определенными финансовыми субъектами, которые получают выгоду на каждой стадии цикла, диктуемого политикой МВФ. Поскольку присвоение ликвидности нельзя осуществить совершенно открыто, на ее место приходит фиктивный капитал в форме иллюзорных бюджетных доходов развитых стран, в форме совершенно неликвидных и неприбыльных госинвестиций и госкорпораций, в форме обесценивающихся резервов, в форме

балансов центральных банков, лопающихся от токсичных активов, выкупленных у банков в ходе программ предоставления ликвидности, в форме пузырей на рынках недвижимости. В этом видится связь между деятельностью МВФ и противоречиями мировой финансовой системы.

2.2 Федеральная резервная система США как источник противоречий мировой финансовой системы

Осенью 1907 года американская экономика была вовлечена в полномасштабный финансовый кризис, начавшийся с падения прибыльности, а впоследствии – и рыночных котировок медных компаний. Масштабность кризиса проявляется в том, что он обнажил пагубные взаимосвязи между балансами банков, корпораций и финансовых спекулянтов, торгующих за счет заемных средств (с маржей). В результате возник острый дефицит средств платежа (ликвидности). При этом в США отсутствовал кредитор последней инстанции, способный своевременно эту ликвидность предоставить и тем самым погасить банковскую панику [58].

Более того, эта ситуация выявила незащищенность финансовой системы без центрального банка перед деловым циклом: денежное предложение оставалось неэластичным, то есть, не изменялось в зависимости от стадии делового цикла и не могло реагировать на потребности воспроизводства промышленного капитала в деньгах для совершения его финансового оборота.

Рассматриваемый кризис был разрешен усилиями финансового дома Морганов, предоставивших банкам необходимые денежные средства и оказавших влияние на агрессивно настроенных спекулянтов. Для разрешения рассмотренного кризиса при банковской системе скромных размеров этих

усилий оказалось достаточно, однако именно преодоление кризиса 1907 года поставило задачу формирования центрального банка, способного предоставить средства платежа (ликвидность), гарантировать устойчивость клиринга (межбанковских взаиморасчетов по встречным обязательствам), а также реагировать на динамику делового цикла путем формирования эластичного по потребностям хозяйственного оборота денежного предложения.

К 1913-1914 гг. была сформирована структура, наделенная полномочиями центрального банка. В эту структуру вошли 12 резервных банков. Коммерческие банки, вступающие в ФРС, приобретали акции резервных банков.

Банкноты, эмитируемые резервными банками, по задумке имели тройное обеспечение: государственную гарантию, не менее чем 40-процентное покрытие золотым запасом и выпуск под реальные потребности обращения, то есть, под учет резервными банками коммерческих векселей. Это означает, что выпуск средств платежа всецело зависел от расширения производства и обмена, то есть, обеспечивалась эластичность денежного предложения по объему потребностей рыночного обмена в средствах платежа.

Несколько позднее к функциям регулирования делового цикла за счет эластичного денежного предложения добавилась функция кредитора последней инстанции. Это означает, что в периоды дефицита ликвидности коммерческие банки могут привлекать денежные средства ФРС под залог коммерческих бумаг, то есть, ценных бумаг, оформляющих реальные нужды обращения (во время Великой депрессии это последнее условие перестанет выполняться). Государственная гарантия на выпуск банкнот банками Федрезерва подразумевала, что денежная эмиссия должна осуществляться под выпущенные государством обязательства, которые составляют основу активов балансов резервных банков.

Операции с государственными ценными бумагами должны были стать еще одним инструментом, гарантирующим эластичность денежного предложения: в

периоды дефицита ликвидности на рынках банки и компании могли продавать ФРС государственные ценные бумаги, тем самым покрывая свои нужды в средствах платежа.

Операции по кредитованию коммерческих банков также используются как инструмент стимулирования или сдерживания деловой активности в различных фазах цикла: чем выше уровень процентных ставок, тем, как правило, ниже уровень инфляции и деловой активности. Рост процентных ставок следовало использовать при чрезмерном перегреве, способном перерасти в кризис без соответствующего регулирования. Напротив, снижение процентных ставок делало денежные средства для коммерческих банков более доступными, стимулировало рост кредитования фирм и домохозяйств, рост цен и инфляцию, а, следовательно, и рост выпуска (номинальный).

Помимо прочего, банки, вошедшие в систему резервирования, должны хранить часть своих финансовых ресурсов (банковских пассивов, которые теоретически должны состоять, главным образом, из депозитов, привлеченных банками от фирм и домохозяйств) в ФРС в форме банковских резервов. Чем большая часть банковских ресурсов выводится таким образом в резервы, тем меньше возможности банков выдавать кредиты. Следовательно, регулирование норм обязательного резервирования также является инструментом регулирования делового цикла.

С таких посылов здоровой банковской системы «федеративного типа» берет свое начало история Федеральной резервной системы. Однако реалии американской и мировой финансовой системы, впоследствии плохо различимых между собой, внесли свои коррективы и в инструменты денежно-кредитной политики, и в результаты применения этих инструментов на практике.

Далее рассмотрим, как трансформировалась деятельность ФРС в зависимости от условий, в которых она должна была достигать своих целей, и как в результате изменялись сами цели ее деятельности (Таблица 2.1).

Таблица 2.1 – Трансформация роли ФРС в американской и мировой финансовой системе

Период	Цели / задачи ФРС	Применяемые ФРС методы регулирования денежно-кредитной системы
До 1914 года	Противодействие деловому циклу: антиинфляционное регулирование и стимулирование экономики в условиях рецессии, поддержание уровня занятости. Поддержание золотого запаса страны за счет влияния на экспортно-импортные операции, стабильность золотого стандарта	Процентная ставка, регулирование денежной массы, цен, экспорта и импорта, норма резервных требований
1914 – 1925 гг.	Протекционизм, сохранение золотого стандарта во всем мире с целью поддержания золотого запаса США, противодействие массовым девальвациям европейских валют для поддержания возможностей андеррайтинга американскими банками европейских ценных бумаг	Снижение процентной ставки, расширение списка ценных бумаг, учитываемых ФРС на своих балансах. Национализация золотых запасов населения. Запрет на экспорт золота из США.
1926 – 1931 гг.	Поддержание золотого стандарта в США на фоне золотодевизного стандарта в Европе [155] и завышенных курсов европейских валют по отношению к доллару США [155]. Нейтрализация влияния потоков золота на кредитование в США. Противодействие инфляции.	Инструменты поддержания золотого стандарта – согласованность в установлении процентных ставок между США и Великобританией
1931 – 1945 гг.	Стимулирование деловой активности, выход из депрессии, рост занятости и снижение дефляции. Протекционизм в торговле, валютный контроль. Рост инвестиций в развитие промышленности. Приток золота в США.	Плавающий валютный курс, девальвация валюты, практически полный отказ от конвертации бумажных денег в золото. Изменение процентных ставок. Банковское регулирование и надзор – закон Гласса-Стигола, запрещающий коммерческим банкам вести инвестиционные операции с ценными бумагами за счет средств, привлеченных в форме депозитов; система страхования депозитов, увеличение нормы обязательного резервирования

Продолжение таблицы 2.1

1945 – 1968 гг.	Поддержка Бреттон-Вудской международной системы, основанной на долларе США [155]. Инфляционная политика эмиссии долларов, а вслед за ними – и других валют. Противодействие утечке золота.	Стимулирование Европы на создание рынка евродолларов на фоне инфляционной эмиссии. Фиксированные валютные курсы, процентная политика. Сокращение долгосрочных ставок при сохранении краткосрочных ставок и укреплении платежного баланса
1968 – 1971 гг.	Антиинфляционная политика. Замена золота на Специальные права заимствования (Special drawing rights) – мировые резервные бумажные деньги, обеспеченные корзиной валют и эмитируемые МВФ – мера, реализуемая совместно ФРС и Бреттон-Вудскими институтами для исключения золота из международных расчетов и предотвращения оттока золота из ФРС. Сокращение дефицита платежного баланса	Девальвация доллара, процентные ставки, контроль над ценами (непосредственно не относится к инструментам ФРС). Отказ от золотого стандарта. Заключение Смитсоновского соглашения – фиксированные валютные курсы без привязки к золоту. Сокращение норм обязательного резервирования
1971 – 1973 гг.	Управление дефицитом платежного баланса, стимулирование экспорта, экспансия американских товаров. Антиинфляционная политика. Смещение денежного регулирования на уровень наднациональных органов власти – МВФ, Всемирный банк	Девальвация доллара, плавающий валютный курс, валютные интервенции для регулирования курса валюты. Политика «регулируемых» кризисов в других странах мира для смягчения последствий инфляционной денежной политики США
1973 – 2001 гг.	Борьба с фондовыми пузырями, спекуляциями и злоупотреблениями на рынках акций. Изменение структуры занятости с ориентацией на сектор услуг. Расширение предложения долларов на зарубежных рынках. Расширение функций кредитора последней инстанции. Стабилизация положения банков, использующих в качестве источников финансирования не депозиты, а заимствования у других финансовых институтов	Управление рисками и пруденциальный надзор – установление норм и нормативов, которые должны поддерживать приемлемый уровень риска банковской системы при устранении лимитов на кредитование или размер совершаемых операций на открытом рынке. При этом либерализация кредитного рынка, расширение возможностей выдачи кредитов

Окончание таблицы 2.1

2001 – 2007 гг.	Удешевление американского долларового долга за рубежом. Поддержание стабильности притока дешевого иностранного капитала в США (стимулы для инвестирования в США избыточных сбережений азиатских стран)	Выплата процентов на банковские резервы в ФРС как способ повышения уровня эластичности денежного предложения. Сокращение регуляторных требований к ипотечным и потребительским кредитам. Стимулирование выдачи субстандартных ипотечных кредитов (кредитов с невысоким кредитным качеством)
После 2008 г.	Управление рисками финансовой системы. Способствование выходу из рецессии – монетарная политика «дешевых» денег. Снабжение банков ликвидностью и капиталом. Возможность применения встроенных фискальных стабилизаторов для регулирования денежной массы. Использование любых мер для недопущения дефляции. Стимулирование роста занятости. Стимулирование снижения долгосрочных процентных ставок для повышения привлекательности долгосрочных инвестиционных вложений	Программы количественного смягчения – накачивания «дешевых денег» в экономику. TARP – программа выкупа проблемных активов у банков с целью «расчистки» их балансов после ипотечного кризиса и вливания ликвидности в банковскую систему. Программа докапитализации банков. TALF – программа предоставления кредитов хедж-фондам и другим частным инвесторам для финансирования их покупок секьюритизированных потребительских кредитов Близкое к нулю значение процентных ставок по федеральным фондам и на межбанковском рынке. Регулирование платежеспособности банков.

Источник: составлено автором на основе [25]

Рассмотрение таблицы позволяет сделать вывод о том, что функции ФРС претерпели серьезные изменения со времени учреждения данной структуры, и на сегодняшний день превратили ее в агента, постоянно изменяющего условия совершения операций в поисках дополнительных выгод. Для выявления причин

трансформации нужно обратиться к сектору промышленности, где зарождается финансовый капитал, впоследствии снабжающий банковскую систему как целями функционирования, так и средствами для достижения этих целей. Однако в сегодняшней банковской системе движение финансового капитала не подчиняется стандартной логике, а нужды промышленности вторичны по сравнению с финансово-инвестиционными компаниями.

Если инвестиции в любой актив, например оборудование, осуществляются по принципу финансового инвестирования, то основная цель такой инвестиции – в ожидании роста ее рыночной стоимости. При этом рыночная стоимость любого актива определяется как приведенная к сегодняшнему дню величина доходов, которые этот актив может принести. Последняя, в свою очередь, будет зависеть от цен на выпускаемую продукцию. Отсюда простое следствие: вложения в дорогостоящие производственные активы становятся привлекательными только тогда, когда инвестиции могут привести к росту цен на выпускаемую продукцию. А это, следовательно, означает, что инновации не будут широко распространяться в другие компании и отрасли. Банки кредитуют компании и их проекты, если ожидают, что в результате рыночная стоимость этих компаний возрастет настолько, что она станет привлекательной для других инвесторов, то есть, компания пройдет процедуру первичного публичного размещения акций (Initial public offer – IPO), а сам банк выступит в качестве финансового посредника размещения – андеррайтера, и, во-первых, получит за это щедрое вознаграждение, а, во-вторых, право на разделение с компанией ее прибыли от «удачных инвестиций».

Если же эту схему расширить до глобального уровня, то можно в итоге получить механизм взимания долларовой ренты американской банковской системой во главе с ФРС. Неограниченный доступ к безналичной эмиссии делает описанные выше схемы столь широко применимыми. Постоянный рост цен на акции и иные ценные бумаги компаний совместно с ростом цен производимой

ими продукции, если она хотя бы очень отдаленно напоминает инновационную, должны поддерживаться потоком ликвидности, которые не используются для потребностей реального воспроизводства. Очевидно, что у закрученной таким образом спирали есть предел, то есть, должен возникнуть тот момент, когда доллары окажутся лишними, а система рухнет. Этот момент постоянно отдалается за счет того, что доллар имеет глобальную географию, то есть, «лишние» доллары способны покидать американские рынки.

Поясним эту гипотезу. Предположим, что американский банк размещает акции неамериканской компании на фондовом рынке. Доллары, полученные от размещения, по крайней мере, частично, возвращаются в ту страну, откуда родом неамериканская компания. При этом, банк, проводивший размещение, получает на свой баланс определенный пакет акций неамериканской компании, причем, как правило, сразу возросших в цене после начала торгов.

В итоге роста капитализации данной компании каждый последующий доллар, вкладываемый в акции этой компании, дает право на меньшую долю в ее капитале, то есть, на меньшее количество акций. Это своеобразный аналог широко известного инфляционного налога – ситуации, при которой в условиях инфляции каждый следующий получатель денежной единицы получает вместе с ней все меньшую покупательную способность.

Доллары от первичного размещения или некоторая их часть уходят из США, однако, поступая на национальные рынки стран, вливаются в национальные банковские системы, а следовательно, обмениваются на национальные валюты. В итоге страны, резиденты которых активно участвуют в работе американского рынка капиталов, вынуждены увеличивать денежное предложение в своих валютах, тем самым балансируя чрезмерный рост долларовой массы. Тем временем по мере роста капитализации американского рынка для приобретения на нем той же самой акции нужно все больше долларов. В свою очередь, многие страны для поддержания конкурентоспособности своего

экспорта зачастую девальвируют свои валюты, следовательно, для покупки долларов, требующихся для покупки все той же доли в компании, требуется еще больше денежных единиц, номинированных в других валютах. Таким образом создается искусственный спрос на доллары и искусственное предложение многих связанных с ним валют, а в совокупности это механизм, напоминающий инфляционный налог для всего мира, пользующегося услугами американской банковской системы.

С другой стороны, крупные американские инвесторы, находящиеся в начале этой финансовой пирамиды, могут покупать не только спекулятивные ценные бумаги, но и становиться реальными акционерами, то есть, собственниками, промышленных компаний, вовлекая их в свои производственные цепочки и получая право на активы приобретаемой компании и все выгоды от их использования по меньшей цене, чем это могут сделать следующие покупатели акций. Рынок слияний и поглощений, организуемых при участии банковской системы США, является еще одним способом получения долларовой ренты.

Когда в цене растут акции крупных американских компаний с высокими рейтингами – это дополнительный способ расширения долларовой экспансии. Акции с высокими рейтингами могут быть использованы в качестве залога при операциях межбанковского кредитования. Чем выше цена акций, тем меньшее их физическое число необходимо для получения кредита и расширения банковского мультипликатора (то есть, способности банков несколько раз выдавать одни и те же деньги в кредит за счет того, что они постоянно возвращаются в банковские авуары). Таким образом, чем дороже стоят акции, тем дешевле обходятся доллары американским банкам, но тем дороже обходятся финансовые активы для всех остальных, поскольку покупательная способность, измеренная в долях собственности, которую может себе позволить приобрести владелец одного доллара, резко падает.

Долларовая рента может быть получена и при размещении американскими банками правительственных ценных бумаг. Правительство любой недолларовой страны получает доллары, проводит под них эмиссию своей национальной валюты, уравнивает долларовую массу другими валютами. Кроме того, правительственные облигации, особенно с высокими рейтингами, широко используются в качестве залога по межбанковским кредитам, а, следовательно, под каждую выпущенную государственную облигацию может быть увеличен банковский мультипликатор и баланс ФРС (поскольку банки формируют резервы в ФРС по всем привлеченным обязательствам).

В это время на американском финансовом рынке на базе размещенных долговых ценных бумаг строится пирамида производных финансовых инструментов, таких, как кредитно-дефолтные свопы – сделки, заключаемые на случай объявления дефолта по выпущенным ценным бумагам. Все эти операции также приводят к занижению покупательной способности одного доллара на финансовом рынке. С одной стороны, для иностранных заемщиков это означает сокращение реальной стоимости долга, однако это ведет к пропорциональному росту эмиссии национальных валют.

Более того, полагаем, что центральные банки, ориентированные на достижение двухпроцентной потребительской инфляции, приняли на вооружение модель ФРС, и являются основными плательщиками долларовой ренты из-за высокой взаимной зависимости финансовых рынков. Свободная конвертируемость валют в доллары требует сокращения уровня занятости в стране [199] (поскольку до определенных пределов потребительская инфляция сопровождает рост занятости). Сокращение занятости не дает расти производительности, что делает девальвацию практически единственным способом повышения конкурентоспособности товарного экспорта страны. Последнее обстоятельство приводит к необходимости увеличения эмиссии

национальных валют в обмен на доллары, и каждый выпущенный денежный знак на финансовом рынке стоит меньше предыдущего.

Результаты деятельности кредитной системы США соответствуют наблюдению о том, что на сегодняшний день величина долга Соединенных Штатов существенно превосходит притоки капиталов, приходящих в страну из-за рубежа [25]. С другой стороны, роль ФРС в процессе накопления таких дисбалансов далеко неочевидна, поскольку от кризиса к кризису исполнительные полномочия Федерезерва все более и более сокращались.

Формально ФРС не зависит от законодательной и исполнительной власти, а монетарную политику проводит в соответствии со стадией делового цикла, поскольку противодействие превратностям цикла было основным мотивом создания Федерального резерва после кризиса 1907 года. Однако, например, в работах У. Нордхауса о политическом деловом цикле приводятся цитаты президента Никсона о том, что он «слышал, что существует миф о независимости ФРС» [цит. по 173].

Более того, если проанализировать основные документы, регулирующие деятельность ФРС, можно заметить, насколько изменяются к сегодняшнему дню ее полномочия:

1. Чрезвычайный закон о банках 1933 года: «...глава IV вносила изменения в Закон о ФРС, ослаблявшее требования к залоговому обеспечению при кредитовании неликвидных банков. Она позволяла ФРС выпускать специально разработанные банкноты федерального резервного банка отдельно от ее стандартных облигаций под любые ноты, тратты, векселя или банковские акцепты, приобретенные по положениям данного закона – другими словами, практически под любой залог» [199].

2. Закон Гласса-Стигола 1933 года: запрет коммерческим банкам на инвестиционные операции с ценными бумагами, а также учреждение обязательной системы страхования депозитов (отменен в 1999 году).

3. Закон Додда-Франка 2010 года: учреждение Совета по надзору за финансовой стабильностью, куда помимо ФРС входят еще 6 различных регуляторов; установление более жесткого контроля над операциями на финансовых рынках, более широкий периметр регулирования, инструменты защиты потребителей финансовых услуг и сокращения рисков финансовой системы. Стоит заметить, что теперь банковское регулирование становится лишь составной частью регулирования отношений на финансовых рынках, а ФРС – промежуточным звеном в длинной цепочке бюрократического контроля. Регулирование банковской системы теперь представляется как контроль над рисками банков, проведение ежегодных стресс-тестов для самых крупных из них, а также повсеместное декларирование планов сокращения масштабов системно значимых финансовых компаний из разряда «too big to fail»².

Спасение банков и программы выкупа проблемных долгов или ценных бумаг (TARP, например) независимо от того, вызваны ли проблемы потерей ликвидности, или же фундаментальной неплатежеспособностью финансовой организации. Проблемы с ликвидностью или, как говорят, риск технической ликвидности – это ситуация, когда в принципе платежеспособная организация испытывает трудности с нехваткой денег, потому что с ней не рассчитались третьи лица. Такая ситуация может возникнуть из-за обвала на фондовом рынке, когда все платежи прекращаются, а инвесторы изымают деньги с рынков любыми возможными способами. Неплатежеспособность же связана с наличием проблем в балансе банка: поступлений денежных средств не хватает не по техническим причинам, а потому, что допущены разрывы в структуре активов и обязательств. Последнюю ситуацию принято решать через механизм банкротства с привлечением тех резервных фондов, которые банки хранят в ФРС и в системе страхования вкладов. Закон Додда-Франка обязал все банки «составить

² «Слишком большие, чтобы обанкротиться» - выражение, обозначающее финансовые организации, которые будут спасены, сколь бы безрассудным и расточительным ни было их поведение.

завещания» с подробным описанием того, какой банк будет назначен правопреемником обанкротившегося и получит остатки его активов после погашения всех обязательств.

Ситуация, когда любой сбой в работе банка называется кризисом ликвидности по причинам возникших на финансовых рынках рисков, в корне противоречит идее регулятора денежного обращения и независимого органа, осуществляющего денежно-кредитную политику. Нарушение фундаментальных основ таргетирования в деятельности ФРС заключается в том, что решения о том, какие банки нужно снабжать ликвидностью, принимаются на уровне федерального руководства, а сама модель центрального банка с присущими ей функциями и инструментами искажается.

Внимания заслуживают концепции рисков в современной трактовке финансового регулирования. Во-первых, сам подход к риску как к неопределенности, которую можно перепродать с помощью производного финансового инструмента, становится источником системных рисков банковской системы. Чтобы проиллюстрировать это, обратимся к финансовой отчетности самого крупного американского банка – J.P. Morgan Chase [241]. Совокупные активы этого банка, включая все выданные кредиты, приобретенные ценные бумаги и все остальное имущество банка, составляет 2,534 трлн. долл. на конец 2017 года, тогда как рыночная стоимость всех производных финансовых инструментов данного банка на ту же дату составляет 48,386 трлн. долл. При этом на балансе банка есть нефинансовые активы, по которым нет нужды формировать страховки от риска ликвидности. Получается, что для того, чтобы сократить риски по активам в 2 триллиона долларов, самый крупный финансовый игрок в мире рискует на рынке производных финансовых инструментов суммой, превышающей возможные потери ликвидности в 20 раз.

Этот пример приводит нас к описанию того, что в литературе принято называть теневой банковской системой, и на борьбу с чем направлен закон

Додда-Франка, лишаящий ФРС инструментальной независимости. Термин введен в 2007 году Полом Мак-Калли и с тех пор применяется для обозначения финансовых фирм, которые осуществляют банковские операции, но не являются коммерческими банками. И именно через такие финансовые институты осуществляются операции с производными финансовыми инструментами.

Основными представителями теневой банковской системы считаются:

- 1) кредитные ассоциации или союзы – компании, которые выдают кредиты обычно в каком-то узком сегменте, например, ипотечные,
- 2) инвестиционные (розничные) фонды – компании, привлекающие средства вкладчиков для размещения их в ценные бумаги, в основном, акции,
- 3) фонды денежного рынка – компании, привлекающие средства вкладчиков для размещения в облигации, чаще всего, краткосрочные,
- 4) индексные фонды – компании, привлекающие средства вкладчиков для инвестирования в акции в такой пропорции, которая повторяет структуру фондового индекса, например, индекса Доу-Джонса,
- 5) хедж-фонды – компании, привлекающие средства вкладчиков для осуществления так называемых безрисковых операций с применением производных финансовых инструментов, создающих иллюзию отсутствия риска вложения средств при возможности получения повышенного дохода.

Рассмотрим банковскую систему на стыке ее теневой и стандартной частей в условиях ограничения власти ФРС.

Стимулирование деловой активности с применением банковской системы может осуществляться при помощи операций на открытом рынке, когда ФРС выкупает у банков или продает банкам государственные облигации с целью регулирования объема денег в банковских авуарах, а следовательно, и объемов выданных кредитов; либо при помощи установления ставки процента. Реже в качестве инструмента регулирования выступает норма резервных требований.

Результативность операций стимулирования определяется показателем, который называется эластичностью межвременного замещения потребления. Данный показатель характеризует готовность потенциальных инвесторов – частных лиц, отказываться от сегодняшнего потребления в пользу инвестирования средств и получения выгоды в будущем. Если эта способность невелика, или на рынке возникла ловушка ликвидности, то дополнительные деньги, которые вливаются в банковскую систему, могут из нее безвозвратно уйти, создавая после себя кредитный риск и риск ликвидности.

Безвозвратность ухода денег зависит от направления их вложения. К примеру, если строительная компания имеет счет в том же банке, который выдал ипотечный кредит на приобретение квартиры у этой компании, то средства останутся в банке после совершения операции. Если же деньги из банковской системы уходят по большому числу каналов розничного потребления, то может возникнуть дефицит фондирования. По этой причине распространены в мировой финансовой практике строительные бумы на базе банковского кредитования.

В поиске источников возмещения выбывших денег или, иначе говоря, банковского фондирования банки и обращаются к услугам теневого банковского сектора.

Противоречия между бюджетной и монетарной политикой. В экономике США ведутся постоянные дискуссии между противоборствующими политическими партиями: республиканцы выступают за жесткую бюджетную экономию, тогда как демократы настаивают на дефицитном финансировании бюджета страны (по сути, за счет безналичной эмиссии). Ежегодно устанавливается потолок бюджетного дефицита и соответствующая величина бюджетных расходов, подлежащих сокращению для урезания дефицита («секвестированию»). Прибегать к эмиссии в условиях бюджетного дефицита разрешается лишь в том случае, если противное приведет к дефолту по государственным обязательствам.

Таким образом, ФРС оказывается несамостоятельной в выборе направлений монетарной политики, даже размеры денежного обращения зависят исключительно от договоренностей между правящими партиями.

Механизм взаимодействия официальной и теневой банковской системы описан в книге Г. фон Вальвица «Одиссей против хорьков. Веселое введение в финансовые рынки»: после проведения банком процедуры размещения ценных бумаг какой-либо третьей компании «... сам менеджер [*фонда*] или его трейдер размещает заявку на покупку ценных бумаг через брокера, а банк, в котором тот работает, предоставляет биржевую аналитику. Пошлины за совершение такой транзакции гораздо выше, чем при простой торговле... за некоторые заявки, бывало, платят и 500 тысяч долларов комиссии, а в отдельных случаях даже больше миллиона. За 2007 год только в США, по грубым оценкам, на комиссионные расходы было потрачено 11 миллиардов долларов... Брокеры должны убедить менеджера [*фонда*] посредством размещения заказов допустить именно их банк до как можно большего куска колоссальной прибыли, вне зависимости от качества исследования и стоимости самой торговли» [23].

Банковская система США состоит из ФРС, которая исполняет роль номинального регулятора и в большей степени агента денежного рынка правительства по заказу последнего; коммерческие банки, которые камуфлируют неплатежеспособность за риск технической ликвидности и привлекают ликвидность из теневой банковской системы, инвестирующей за чужой счет и поддерживающей минимальные стандарты в плане регулирования и раскрытия информации.

Все финансовые и нефинансовые организации в соответствии с теорией Г. Марковица стремятся к максимальной диверсификации портфелей своих ценных бумаг. Это означает, что один инвестор должен обладать портфелем максимально непохожих друг на друга активов с тем, чтобы в случае признания потерь по

какой-то из ценных бумаг на доходность портфеля в целом это не смогло оказать существенного влияния.

Со времен финансового кризиса – 2007 самыми прибыльными финансовыми операциями постепенно становятся посреднические, а финансовые институты перестали оценивать риски для прогнозирования процента, а чаще формируют свои доходы за счет комиссионных.

В книге Майкла Льюиса описана ситуация на финансовых рынках США: банки получают свои комиссии за проведение андеррайтинговых операций и выполнение роли брокеров для инвестиционных фондов, которые, в свою очередь, занимаются высокочастотным трейдингом – операциями, в которых используются новейшие оптоволоконные системы передачи данных, позволяющие получать информацию о заявках, поданных другими участниками финансовых рынков, с неким опережением, которое дает возможность «сыграть против» таких заявок и получить за счет этого спекулятивную прибыль [120]. К примеру, инвестор подает заявку на приобретение 10 тысяч акций компании А при цене 1 доллар за акцию. Высокочастотный трейдер «перехватывает» эту заявку и подает ее раньше инвестора, в результате чего цены на данную акцию повышаются. Затем трейдер перепродает инвестору акции, но уже при цене, предположим, 1,5 доллара за акцию. И с учетом скоростей современных оптоволоконных систем происходит вся операция за время, меньшее, чем человеку необходимо для того, чтобы моргнуть.

Негативным последствием широкого распространения высокочастотного трейдинга является то, что ситуация на фондовых рынках стала абсолютно непрозрачной, биржевые котировки, доступные различным его участникам, не отражают реальной ситуации на рынке, любая заявка может быть перехвачена высокочастотным трейдером, а по цене, отраженной в биржевых сводках, невозможно купить ни одной ценной бумаги (здесь уместно напомнить, что основной характеристикой ликвидности рынка финансовых активов является

возможность осуществления операций с ними по рыночным ценам). Для того, чтобы все заявки шли по наиболее выгодным для высокочастотных трейдеров каналам связи брокерам стали платить вознаграждения за те операции, за которые раньше биржами взимались комиссионные. Разумеется, инициаторами нововведений являлись крупнейшие банки США.

Еще одной особенностью современной ситуации является то, что финансовый рынок ориентирован, главным образом, на долговые инструменты, нежели на акции корпораций. Можно предположить, что долговой инструмент (чаще всего, облигация) менее рискован, чем акция, поскольку в случае банкротства эмитента долги по облигациям имеют приоритет, однако, полагаем, что такое объяснение не является исчерпывающим.

Мы считаем, что рост роли облигаций на финансовых рынках определяется тем, что они позволяют многократно расширять долларовую массу, циркулирующую в мире. Действительно, облигация – это инструмент денежного рынка, а акция – инструмент рынка капитала. Тот, кто вкладывает в облигацию, рассчитывают на получение купонного дохода, а тот, кто вкладывает в акцию – на рост цены своего портфеля финансовых инструментов. Поэтому облигации позволяют погашать старые обязательства за счет размещения новых, и все сильнее наводняя мировую финансовую систему ликвидностью.

В международном контексте, особенно по отношению к развивающимся странам такая политика получила название «баланс финансового террора»: взамен на прямые иностранные инвестиции от американских транснациональных корпораций развивающиеся страны, а, в первую очередь, Китай, приняли на себя негласное обязательство по финансированию американских торговых дефицитов за счет скупки казначейских облигаций с различными сроками погашения [202].

Следует сказать, что США самостоятельно нарушили этот баланс запуском программ количественного смягчения (QE) и выкупа проблемных активов (TARP) после кризиса 2007-2008 гг. Программа расширения баланса ФРС за счет

скупки «токсичных» облигаций у коммерческих банков, а также программы приобретения выпущенных казначейством облигаций резервными банками для дополнительного вливания долларовой массы в экономику показали восточноазиатским партнерам ненадежность и асимметричность соглашений, заключенных с эмитентом резервной валюты, и побудили эти страны к поиску альтернативных форм вложений и расчетов с целью сокращения долларовой экспансии в регионе.

Несмотря на сокращение спроса на американские казначейские и корпоративные облигации в мире долларовая экспансия продолжается за счет использования двух основных инструментов:

- 1) рост издержек и манипулирование индексами инфляции и валютными курсами,
- 2) андеррайтинг финансовых инструментов на американских финансовых рынках с последующим формированием структурных продуктов с завышенными кредитными рейтингами.

Статистика потоков капитала (Рисунок 2.1) подтверждает приоритет долговых инструментов в американской экономике. Что касается корпораций, ситуация с их чистым долгом отягощается тем, что по оценкам около 5-7 трлн. долл. активов американских транснациональных корпораций размещено за границами Соединенных Штатов, и эта величина растет (рисунок 2.1 – прямые иностранные инвестиции). Кроме того, очевидно, что держателями пассивов государства и финансовых институтов зачастую являются резиденты иностранных государств. Банкам удастся балансировать этот перекос за счет андеррайтинга, а государству – за счет статуса доллара как основной резервной валюты.

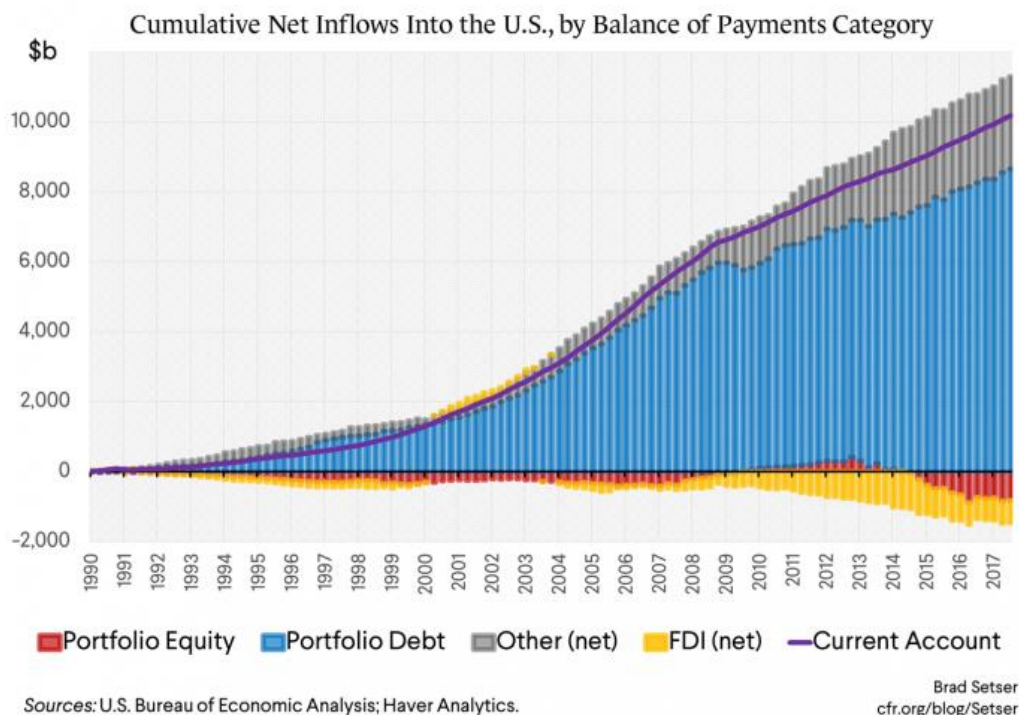


Рисунок 2.1 – Структура чистых денежных потоков в американскую экономику, млрд. долл. ³

Источник: [246]

Инвестиции в национальные долговые инструменты как правило активизируются при невозможности прибыльного инвестирования в акции, однако на рисунке явно прослеживается тенденция наращивания инвестиций в долг США. Полагаем, что это связано с ролью доллара в стратегиях хеджирования рисков: принятие позиции в иностранной валюте ввиду высокой степени долларизации требует наличия источников пополнения долларовой ликвидности.

Для детализации представленных данных обратимся к сопоставлению совокупной долговой нагрузки на американскую экономику и капитализации американского фондового рынка (Рисунок 2.2).

³ Portfolio Equity – портфельные инвестиции в акции, portfolio debt – портфельные инвестиции в долговые бумаги, FDI – прямые иностранные инвестиции (в промышленность), Current account – сальдо текущего счета

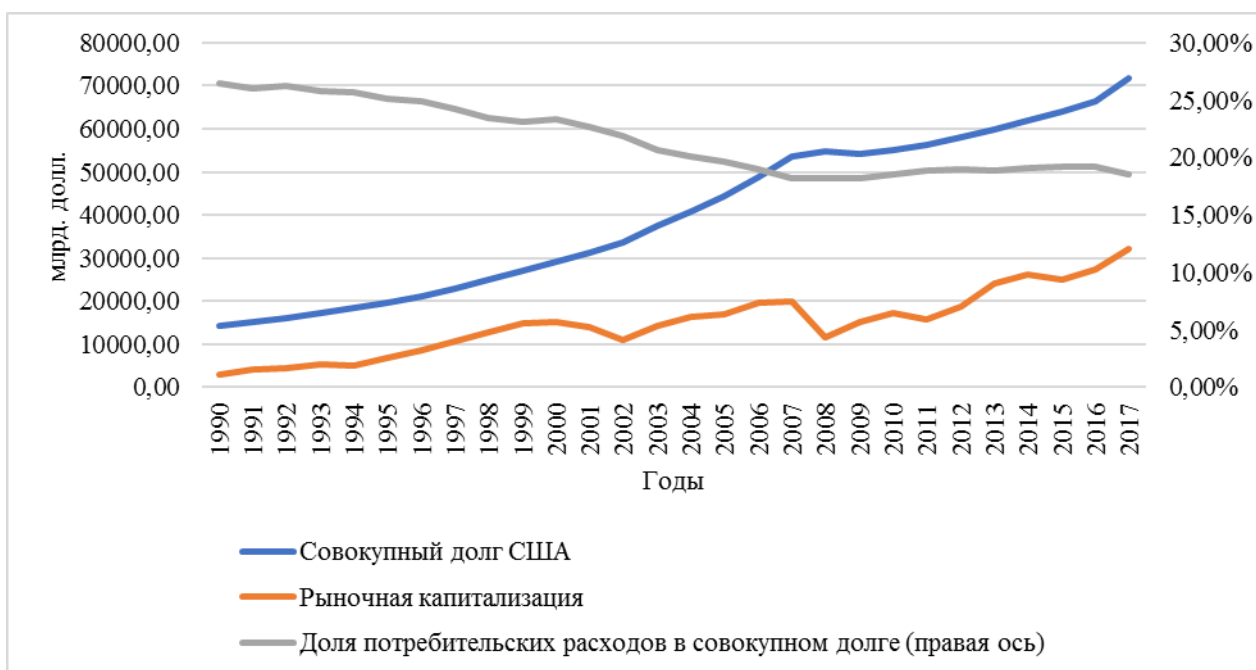


Рисунок 2.2 Долг и рыночная капитализация США

Источник: составлено автором на основе [229]

Полагаем, можно заключить, что капитализация поддерживается долгами, а если рассмотреть вспомогательный график, относящийся к правой оси рисунка, то можно сделать еще один вывод: до тех пор, пока рост долгов поддерживался ростом потребления противоречия мировой финансовой системы с центром в США не приводили к финансовым кризисам на рынке капитала.

При этом капитализация определяется прибылью и дивидендной доходностью акций компаний, а также прочими фундаментальными показателями их деятельности. Но, во-первых, в таком случае прибыльность должна привлекать инвесторов на рынки акционерных капиталов, чего не наблюдается, если взглянуть на рисунок 2.1, а, во-вторых, прибыли американской промышленности недостаточно для поддержания таких масштабов рыночного капитала (Рисунок 2.3)

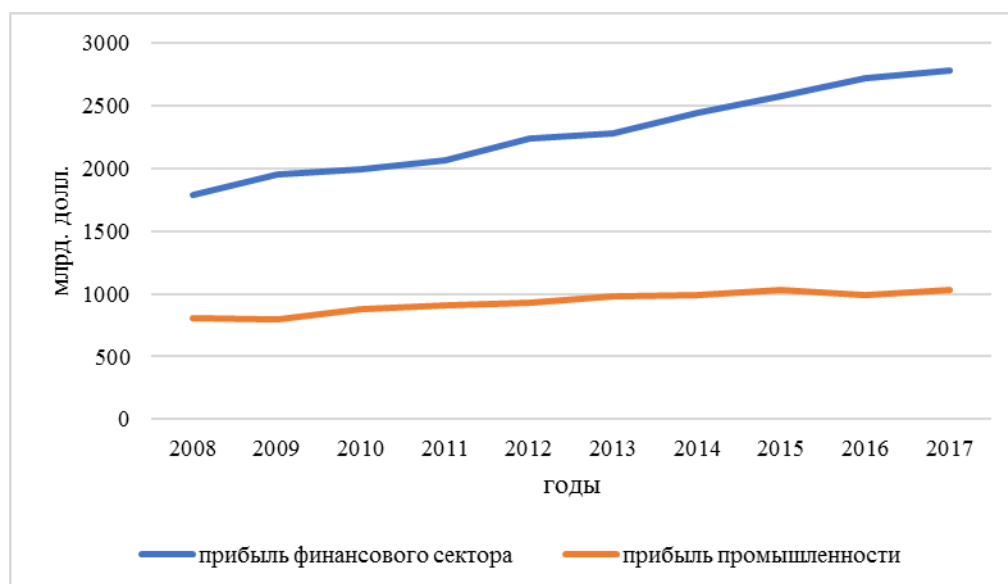


Рисунок 2.3 – Динамика прибыли промышленного и финансового секторов американской экономики

Источник: составлено автором на основе [229]

Колоссальный рост прибылей в финансовом секторе объясняется теми операциями, которые отражены на рисунке 2.1, а, следовательно, даже если часть прироста рыночной капитализации американского рынка объясняется повышением прибыльности американских финансовых корпораций, то опосредованно это объясняется ростом вложений в американские долговые ценные бумаги.

При этом нельзя забывать и об упомянутых ранее производных финансовых инструментах. Мы говорили, что на долговые ценные бумаги выпускаются процентные деривативы (спекулятивные контракты, заключаемые с целью получения выгод от изменения процентных ставок). По состоянию на первое полугодие 2018 года на внебиржевом рынке США обращалось процентных деривативов на сумму 481 трлн. долларов, это дополняется данными биржевого рынка, где значение несколько ниже, но тоже существенное – 37,5 трлн. долл. (выше суммарной капитализации американского рынка) [216]. Если же рассмотреть все сделки такого рода, то официальный внебиржевой рынок на

ту же дату составлял 595 трлн. долл., а по биржевым операциям с производными финансовыми инструментами отчитались на сумму 38 трлн. Полагаем, что эти данные могут быть занижены, так как не учитывают статистику фондов, не отчитывающихся перед надзорными органами.

Логика процентного дериватива в том, что две стороны заключают пари о том, как изменится процентная ставка. В итоге та сторона, которая «угадывает», получает свой денежный выигрыш в зависимости от условий пари. Процентная ставка, в свою очередь, не существует без долга, поскольку процент, по сути своей, есть плата за заемный капитал. Соответственно, процентные деривативы должны быть привязаны к долгам. Тогда по приведенным выше данным получаем, что на каждый доллар заемного капитала американской экономики при ставке, предположим, 5% заключено в среднем по 140 разных пари. Отсюда пошел термин «экономика казино». При этом есть и такие игроки, которые заключают пари на то, что долг в принципе не будет погашен – покупатели кредитных дефолтных свопов (8,6 трлн. долл. на ту же дату). Рыночная стоимость производных инструментов только по официальным данным составляет 18,224 трлн. долл. (для сравнения – официальный ВВП США 19,5 трлн. за 2018 год). При этом долг может быть долгосрочным, в статистике учитывается величина непогашенной задолженности нарастающим итогом, тогда как спекулятивные инструменты чаще всего кратко- и среднесрочные, то есть деньги на рынке производных обращаются быстрее, что означает, что описанные здесь пропорции сильно занижены.

Долговые бумаги синтетически объединяются в пулы с производными через хедж-фонды, которые не отчитываются о своих операциях и не представляют статистических данных, и перепродаются инвесторам из всего мира, получив за счет диверсификации рейтинг кредитоспособности AAA (максимально надежный).

Сегодня производные контракты на рынке сырьевых товаров, металлов, в том числе, драгоценных, сельскохозяйственной продукции являются инструментами ценообразования на названные товары. В связи с этим появились термины «рынок реальной нефти» и «рынок бумажной нефти». Речь идет о том, что операции на внебиржевых рынках фьючерсов (одна из разновидностей деривативов) оказывают влияние на изменение цен различных сырьевых товаров. Такая ситуация сложилась за счет постепенного перетекания ликвидности с рынков реальных товаров на рынок фьючерсов. Ликвидность рынка – это способность рынка выдержать без серьезного изменения цен сделку даже самого большого объема. Чем менее ликвиден рынок, тем проще манипулировать ценами на нем.

Следует понимать, что цены на сырьевые товары, на энергоносители, металлы и продукцию сельского хозяйства так или иначе определяют динамику цен всей производимой в стране продукции. Следовательно, не только рыночная капитализация, но и уровень издержек и возможности роста производства и потребления также сегодня зависят от цен производных финансовых инструментов.

2.3 Роль пруденциального банковского надзора в формировании противоречий мировой финансовой системы

Расширение финансового сектора происходит, как правило, за счет заемных средств, что и становится впоследствии источником финансовой нестабильности – противодействующей силы, приводящей к кризисному разрешению противоречий мировой финансовой системы через рынок капитала. С целью придания банковской системе стабильности реализуются мероприятия

банковского пруденциального надзора, получившего институциональную основу в 80-х гг. прошлого века в рамках Базельского комитета по банковскому надзору.

Введение нормативов достаточности собственного капитала и жесткое управление банковскими резервами в соответствии с принципом мультипликатора Маршалла [129] позволяет ограничивать масштабы кредитной экспансии, а, следовательно, и возможности возникновения финансовых пузырей [129]. Фактически усиление надзорных требований привело к росту концентрации банковского капитала. В конечном счете исследователи подошли к анализу влияния нормы обязательных банковских резервов на уровень концентрации банковского сектора: «клиенты используют полученные кредиты полностью, но ввиду отсутствия у них счетов в других банках (или попросту из-за того, что другого банка в этом обществе нет), в конечном счете полученные ими деньги возвращаются в тот же банк. Это, в свою очередь, позволяет банку предоставлять новые кредиты и генерировать новые депозиты, причем, процесс повторяется вновь и вновь» [169]. При этом очевидно, что скорость повторения этого процесса в целом зависит от количества крупных банков в банковской системе. Это позволяет сделать вывод о наличии постоянного давления к слиянию банков с целью укрупнения банковских резервов. Об этой тенденции говорит и доклад экспертов ООН во главе с Дж. Стиглицем о причинах и последствиях финансового кризиса 2007-2008 гг.: «беспорядочное нарастание резервов стало дополнительным источником финансовой нестабильности» [173], поскольку рост ликвидных средств банковской системы (в данном случае, речь идет о ФРС) за счет концентрации банковских резервов позволил повысить объем средств, направляемых на кредитование частного сектора [6].

При этом механизм кредитной экспансии отличается от описанного Маршаллом: кредитный бум возникает не по причине нарастания банковского мультипликатора, а в обход норм обязательного резервирования за счет роста взаимозависимости банковских балансов друг от друга, что и становится

причиной разрастания финансового пузыря. Чтобы проиллюстрировать высказанное предположение, рассмотрим динамику совокупных банковских пассивов США и сопоставим ее с числом учреждений в банковской системе (Рисунок 2.4)

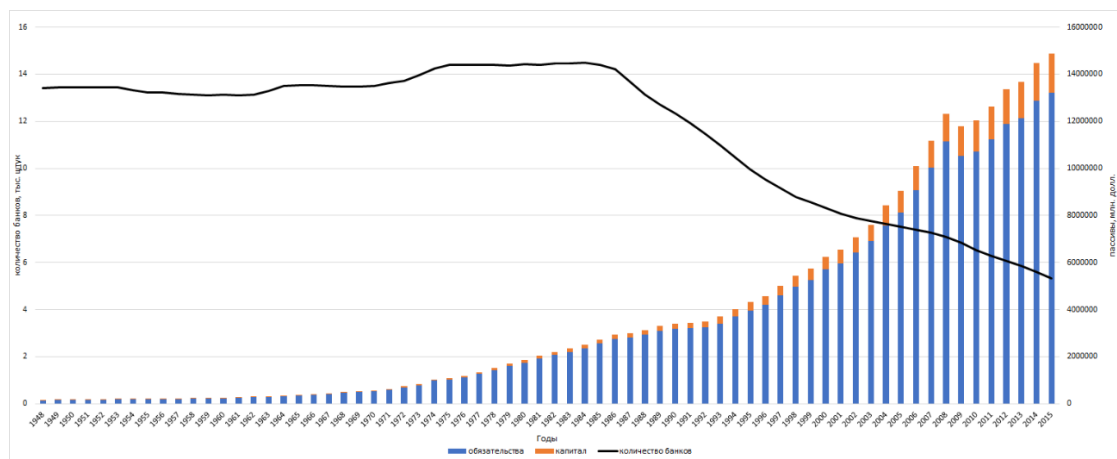


Рисунок 2.4 – Иллюстрация концентрации банковского капитала в США

Источник: составлено автором на основе [214, 215, 216]

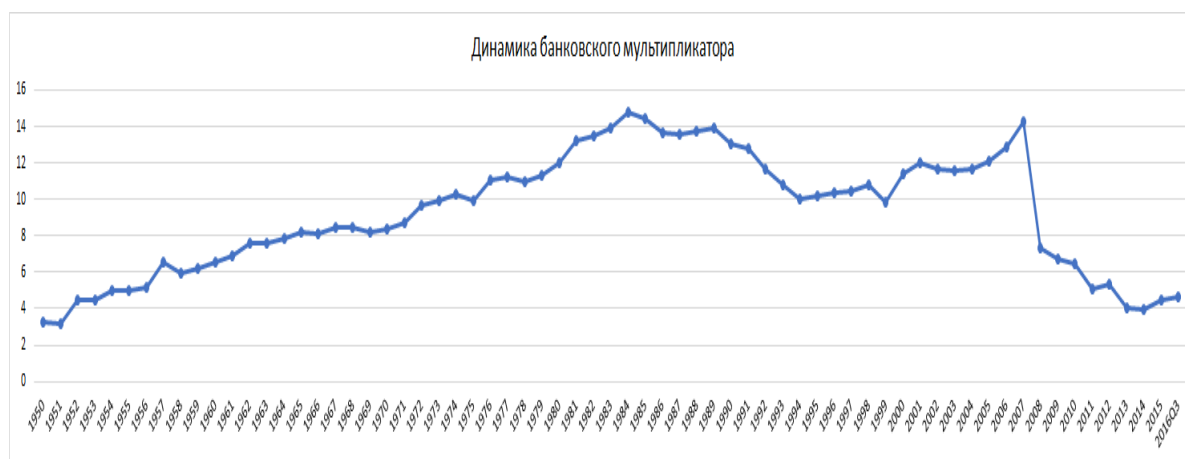


Рисунок 2.5 – Динамика банковского мультипликатора в США

Источник: составлено автором на основе [214, 215, 216]

На рисунке 2.4 прослеживается переломный момент – конец 80-х гг., когда нормативы банковского резервирования и первые требования к достаточности капитала толкнули банки в сторону укрупнения балансов. Тот же вывод следует и из второго рисунка – банковский мультипликатор в своей классической форме

перестает играть первостепенную роль в формировании оборота ликвидности с момента ужесточения требований банковского надзора.

Данные 2007 года, когда в период эйфории, предшествующей кризису, мультипликатор вновь резко возрастает, а ликвидность «вырывается» из банковского сектора, наталкивает нас на мысль о том, что по мере роста требований к капиталу и резервам и последующей концентрации банковского капитала мультипликатор не ослабляет своего воздействия, а лишь устремляется внутрь банковского сектора. Очевидным следствием этого является и рост числа банковских паник.

Иными словами, мы полагаем, что, подобно подавленной инфляции, подавленный резервами банковский мультипликатор теряет рычаги своего воздействия на реальный сектор и домохозяйства, но многократно увеличивается внутри банковского сектора за счет роста концентрации, а, следовательно, и взаимной корреляции банковских балансов. И, продолжая аналогию, если результатом подавленной инфляции на фоне роста денежного предложения становится дефицит товаров, то результатом подавления банковского мультипликатора резервами на фоне роста капитализации становится дефицит ликвидности.

Последнее, однако, не означает, что банковские резервы не должны использоваться для регулирования финансовой стабильности, наша точка зрения состоит в том, что резервы – это лишь фрагмент общей системы, и при таком однополярном регулировании, без разрешения противоречий мировой финансовой системы, они лишь переносят давление с одной точки финансового пузыря на другую, но не устраняют сам пузырь.

Идея о высокой степени корреляции банковских балансов в индустриально развитых странах не нова – многие исследования причин и последствий кризиса 2008 года ссылаются на иррациональное поведение банкиров и хрупкость построенной ими системы секьюритизации активов. (Рисунки 2.6, 2.7).

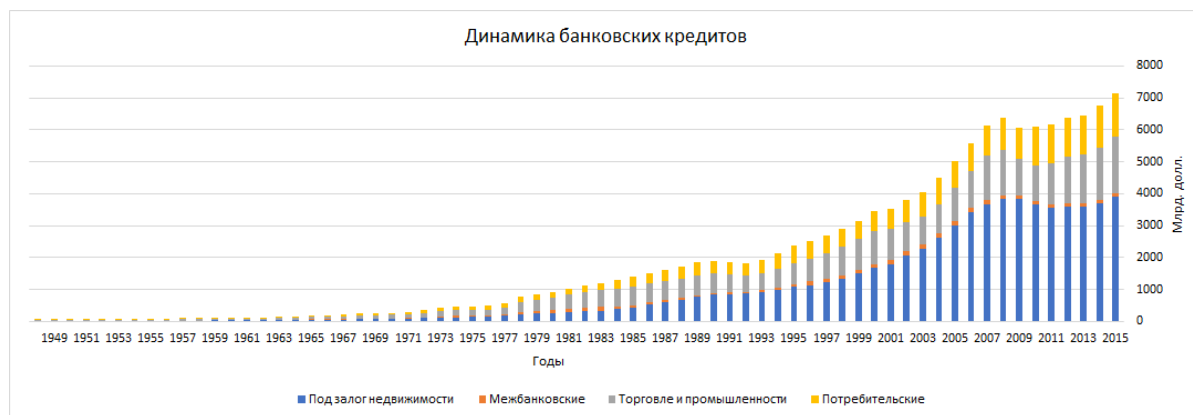


Рисунок 2.6 – Динамика выданных банками США кредитов

Источник: составлено автором на основе [215, 216]

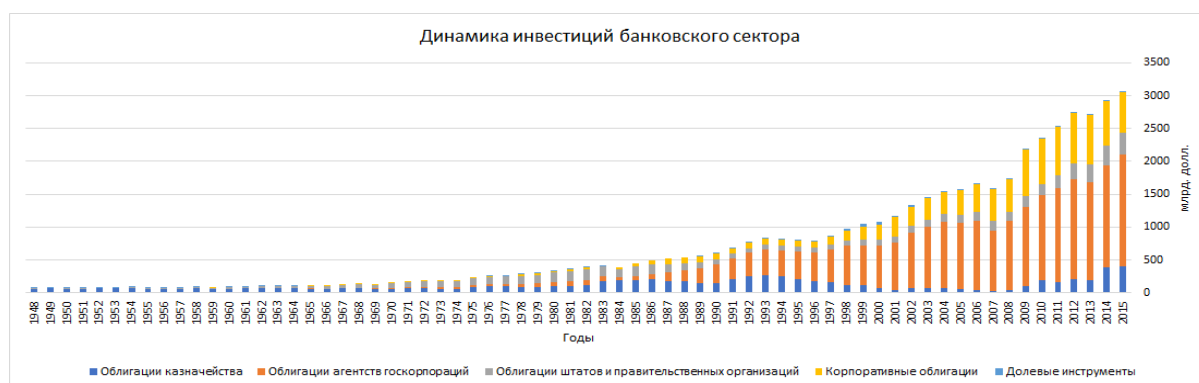


Рисунок 2.7 – Динамика инвестиционных активов
банковского сектора США

Источник: составлено автором на основе [229]

Из приведенных рисунков отчетливо следует сохранившаяся со времен прошедшего кризиса тенденция – привлеченные банковские ресурсы выдаются в качестве кредитов под залог имущества в расчете на рост его рыночной стоимости, после чего кредиты передаются специализированным агентствам, которые выпускают под их залог облигации, активно приобретаемые банковским сектором. Именно масштабное применение подобных схем секьюритизации банковских активов привело к масштабному банковскому кризису 2008 года. Структура активов во многом определяется требованиями банковского надзора –

кредиты и обеспеченные ими облигации имеют высокий кредитный рейтинг, что позволяет формировать под них минимальный резерв. Итог такого инвестирования привлеченных банковских ресурсов в том, что даже незначительного снижения справедливой стоимости залогового имущества достаточно для того, чтобы долговая пирамида рухнула, оставив на балансах всех участников убытки.

Схлопывание финансового пузыря на фоне неоправданного роста капитализации неизбежно, при этом по статистике более половины выданных кредитов не выплачивается на первоначальных условиях кредитных договоров, а регулирование банковской деятельности не позволяет получать высоких маржинальных доходов.

Все это приводит к тому, что трансакционные издержки оказываются равными трансформационным издержкам (реальные затраты на преобразование факторов производства в готовый продукт), то есть, на совершение рыночных операций расходуется не меньше, а возможно, и больше ресурсов, чем на реальное ведение хозяйственной деятельности [19]. Разумеется, банковский сектор получает большую часть доходов от совершения таких операций, но главный резон в том, что банковский сектор контролирует потоки ликвидности таким образом, что при схлопывании финансового пузыря все реальные денежные средства физически окажутся в банковских авуарах. Но для достижения высокой степени контроля над ликвидностью нужна концентрация банковских активов, необходим эффект масштаба, при котором высокая корреляция банковских балансов обеспечивает постоянные притоки наличности и низкие удельные затраты на совершение банковских трансакций. Эффект масштаба складывается из двух элементов: во-первых, технические средства для совершения денежных операций являются дорогостоящим элементом постоянных затрат, которые нуждаются в постоянно возрастающем потоке операций для снижения стоимости каждой отдельной трансакции; во-вторых,

чем больше связанных между собой клиентов организуют потоки ликвидности в рамках одного крупного банка, тем большие средства физически не покидают пределов транзакционного сектора данного банка.

Классические банковские операции в условиях отсутствия источников получения высокой корпоративной прибыли от производительного использования достижений технологического развития оказываются невыгодными, банковский мультипликатор сдерживается требованиями пруденциального надзора, тогда как совершение операций на открытом рынке позволяет постоянно привлекать денежные потоки. Представляется, что в такой ситуации банки не слишком заботятся о разрастающемся финансовом пузыре, их главной задачей становится удержание ликвидности, которая накапливалась в течение всего экономического цикла, даже если формальная прибыль от его достижений отражена на других балансах. Управляемость такого кризиса с точки зрения банковского сектора состоит в том, что признание убытков банковского сектора по итогам схлопывания финансового пузыря сопровождается физическим присвоением ликвидности, тогда как прибыли, ранее отраженные на других балансах, оказываются фиктивными.

Можно сказать, что финансовый пузырь в транзакционном банковском секторе описан еще в классической теории Харрода [189], согласно которой во время депрессии действующего технологического уклада оптимальный темп роста превышает обеспеченный сбережениями рост, который, в свою очередь, превышает фактический темп роста, что приводит к депрессии в банковском секторе по причине снижения спроса на деньги и процентных ставок. В результате возрастает дефицит бюджета и увеличивается предложение государственных и квазигосударственных ценных бумаг. Специфика разрастающегося в настоящее время финансового пузыря в том, что сеньораж возникает на фондовом рынке и присваивается не государством, а разросшимся транзакционным банковским сектором.

2.4 Инструментарий влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала

Финансовый механизм современной корпорации основан на концепции денежного потока, в соответствии с которой в качестве меры эффективности любого финансового и инвестиционного решения принимается чистый денежный поток, генерируемый этим решением, а не чистая прибыль, возникающая в результате. Прибыль как мерило экономической эффективности уходит на второй план, что, по сути, соответствует неолиберальной экономической доктрине, оттеснившей трудовую теорию стоимости.

Однако представляется необходимым анализ последствий изменения методологии оценки корпоративной эффективности в условиях современной рецессии, связанной со сменой технологических укладов.

Известно, что классическими, исторически «опробованными» методами преодоления кризисов перенакопления капитала считаются революция, внешний рост (обычно через колониальную торговлю), либо инновационное развитие [20], которое непосредственно приводит к появлению принципиально новых способов производства. Различные комбинации этих способов мы можем увидеть, проанализировав историю смены технологических укладов в мире.

Мировая финансовая система развивается на фоне расширения транзакционного сектора и, что немаловажно, на фоне роста производства средств производства для транзакционного сектора. Здесь просматривается прямая зависимость с концепцией денежного потока: транзакционный сектор необходим для усовершенствования и ускорения совершения денежного оборота, а если мерилom эффективности признать денежный поток, то все ограничения, накладываемые законом снижения нормы прибыли, автоматически снимаются.

Образно говоря, эта система оценки равнозначна такому измерению эффективности стиральной машины, как если бы более высокие цены устанавливались не на те из них, которые качественно стирают, а на те, которые используют для этого большие объемы воды.

Еще один аспект деятельности транзакционного сектора заключается в том, что в нем не создается прибавочная стоимость, а, соответственно, не может возникать и прибыль (поскольку прибыль возникает в процессе обращения прибавочной стоимости), а деньги чаще всего используются в форме средства платежа, а не средства обращения. Это значит, что транзакционный сектор «не производит не прибыль». Это обстоятельство накладывает еще одно ограничение на применимость классических показателей оценки эффективности, а именно процента как части прибыли, перераспределяемой в пользу первичных собственников капитала.

Процент в обычных обстоятельствах является способом перераспределения прибыли, что создает предпосылки наделения данного инструмента регулятивными функциями в области управления денежным обращением и кредитом. Соответственно, в транзакционном секторе процент такой функции лишен, поскольку невозможно распределять то, чего не существует. Недаром все попытки повлиять на дефляцию изменением процента, вплоть до установления отрицательных его значений, систематически не приводят к успеху. Помимо прочего, скорость совершения транзакций на сегодняшний день позволяет получать арбитражную выгоду (не прибыль!) от совершения сделок ввиду колебания процента в кратчайшие временные интервалы, а потому изменение процентных ставок не приводит к устойчивым притокам капиталов в долгосрочных периодах.

Если оценивать всю систему развитого финансового рынка, то можно сделать вывод, что на нем происходит постоянная борьба за ликвидность, которая позволяет получить своего рода ренту от эксплуатации фиктивного капитала

этого рынка. Иными словами, мы полагаем, что трансакционный сектор – базис современного финансового рынка развитых стран – «не производит не прибыль», а перераспределяет ренту от арбитражных выгод спекулянтов, действующих на этом рынке.

Разумеется, если речь идет о фиктивном капитале, то в качестве инструмента арбитража выступает капитализация, не зависящая от фундаментальных показателей. Предвосхищая возражения на этот счет, представим наши аргументы в пользу того, что капитализация компании на современном этапе не зависит ни от каких фундаментальных показателей (Таблица 2.2).

Таблица 2.2 – Обоснование независимости капитализации от фундаментальных факторов

Фактор изменения капитализации компании	Причины невозможности применения
Дивиденды	Выплата дивидендов по обыкновенным акциям, а также их размер, зависят только от решений совета директоров. Дивиденды чаще всего не коррелируют с прибылью
Процент	Индивидуальные процентные ставки устанавливаются на основании кредитных рейтингов, которые напрямую зависят от капитализации и денежного потока. То есть, процент цикличен
Прибыль	Модели оценки включают чаще чистый или свободный денежный поток. Нередки случаи, когда происходит размещение акций убыточных компаний (например, Uber или Snapchat)
Рентабельность капитала	И числитель (бухгалтерская чистая прибыль), и знаменатель (привлеченный капитал) дроби являются источниками положительного денежного потока компании. Соответственно, показатель теряет свою исходную интерпретацию
Мультипликатор Р/Е (цена акции по отношению к прибыли на обыкновенную акцию)	Во-первых, показатель изначально цикличен, поскольку характеризует количество годовых прибылей, в которые оценивается компания рынком. Во-вторых, в этом показателе заключен механизм искусственного роста капитализации за счет слияний и поглощений – при известном значении мультипликатора сделка слияния или поглощения приводит к консолидации прибыли, а, следовательно, автоматически к пропорциональному увеличению рыночной капитализации

Продолжение таблицы 2.2

Денежный поток	В рыночных оценках используется прогнозный денежный поток с учетом его дисконтирования на ставку доходности, рассчитанную при заданном уровне риска. Погрешность такого расчета вряд ли может быть описана нормальным законом распределения вероятностей. Кроме того, денежный поток может не зависеть от результативности деятельности, если он формируется в финансовом секторе
Средневзвешенная стоимость капитала	Зависит от рыночных оценок, циклична
Бета-коэффициент (степень чувствительности доходности данной акции к изменению рыночной доходности)	Показатель не может учесть экстраординарные риски, например, схлопывание финансового пузыря, так как рассчитывается по сглаженным значениям
Капитализация компаний – аналогов	Показатель цикличен, не зависит от реальной эффективности деятельности компаний

Источник: составлено автором на основе [40]

Перечень показателей не претендует на полноту изложения, однако иллюстрирует тот факт, что динамика фиктивного капитала не зависит от реальной результативности деятельности компаний, а ориентация инвесторов на денежный поток позволяет осознанно игнорировать финансовые проблемы компаний при выборе направлений финансового инвестирования.

Отдельного внимания заслуживают различные мультипликаторы, основанные на расчете прибыли. Описанная П. Гоханом закономерность состоит в том, что при высоком значении мультипликатора Р/Е слияния и поглощения используются компаниями для искусственного увеличения капитализации [40]. Интересен и тот эмпирический факт, что в периоды оживления на фондовых рынках возрастают и количества слияний и поглощений, и суммы таких сделок. То есть, высокие мультипликаторы толкают компании на слияния и поглощения, зачастую финансируемые за счет дополнительных выпусков акций, с тем, чтобы получить повышенную выгоду от использования трансакционного сектора безо всяких усилий по производству прибавочной стоимости и прибыли.

Получателем ренты от перераспределения ликвидности в транзакционном секторе можно назвать Федеральный резерв США и в меньшей степени другие центральные банки стран с развитым финансовым рынком.

В частности, рассмотрим динамику публичных размещений акций на фондовых рынках (Рисунок 2.8)



Рисунок 2.8 – Динамика IPO на глобальном рынке капитала

Источник: [53]

После 2001 года отчетливо видно, что объемы сделок стали расти быстрее их количества, причем, крупные сделки совершались даже в кризисные годы вне связи с прибыльностью или объемами денежного обращения. Можно сказать, что сеньораж от инфляционного налога сменился на ренту от присвоения ликвидности финансового рынка.

Прогрессивно настроенные экономисты с начала века утверждают о наступлении эры цифровых технологий и сетей, заменяющих собой индустриальное производство. Такие технологии зачастую называют технологиями будущего, а всю экономику сравнивают с одной глобальной сетью транзакций, управляемых виртуальным капиталом. С недавних пор у этой экономики появилось новое имя – «модель Uber». Компания Uber позиционирует себя как мобильный сервис по вызову такси, однако по факту представляет собой разработчика программного обеспечения для возможности посредничества и

организации сети среди всех желающих предоставить перевозочные услуги и потенциальных потребителей этих услуг.

Став «прорывом года», Uber активно готовится к IPO⁴. Экспансия в различные страны позволила компании оказаться «на слуху», а потому по оценкам инвесторов и исходя из завершенных раундов переговоров по стоимости компании, несмотря на трехмиллиардные убытки, капитализация Uber превзойдет рыночную стоимость прибыльных нефтяных компаний и составит порядка 40 млрд. долларов [35].

Эта ситуация искажает представление о принципах организации торговли товарами и услугами и распределения доходности и риска: денежные потоки агента не могут превышать денежные потоки принципала в миллионы раз. Убыточному агенту – компании Uber, не принадлежит парк автомобилей, лицензии на осуществление перевозок, отсутствуют договоры с работниками, поэтому, как представляется, причин для столь высоких оценок нет.

Примеры подобного рода в последнее время довольно часто возникают в средствах массовой информации, поэтому для выявления фундаментальных причин завышенных рыночных оценок нами были рассмотрены данные о 50 ближайших к моменту написания этих строк IPO. Краткий срез рассмотренных данных приведен в Таблице 2.3.

⁴ IPO – initial public offer – первичное публичное размещение акций

Таблица 2.3 – Данные о прошедших IPO (фрагмент)

Компания	Биржа	Вид деятельности / отрасль	Дата IPO	Цена при объявлении, долл.	P/E ⁵	Капитализация, млрд. долл.	EPS ⁶ , долл.	Балансовая стоимость акции, долл.	Долг / собственный капитал
Select Energy Services	NYSE	Обслуживание нефтегазовой промышленности	21.04.2017	14,00	-778,89	0,97	-0,02	1,93	н.д.
Cadence Bancorporation	NYSE	Финансы	13.04.2017	20,00	25,54	1,83	0,87	14,41	н.д.
Tocagen	NASDAQ	Медицина	13.04.2017	10,00	-0,87	0,25	-15,22	-56,49	292,60
Warrior Met Coal	NYSE	Финансы	13.04.2017	19,00	-1,40	0,98	-13,27	0,45	0,87
Yext	NYSE	Интернет-технологии	13.04.2017	13,41	-9,68	1,15	-1,39	-4,07	н.д.
Netshoes (Cayman) Ltd.	NYSE	н.д.	12.04.2017	18,00	н.д.	9,20	-6,72	5,52	334,81
Azul S.A.	NYSE	Финансы	12.04.2017	20,06	-328,57	13,61	-0,07	0,54	897,39
Okta	NASDAQ	Интернет-технологии	07.04.2017	17,00	-5,54	2,20	-4,39	-12,00	н.д.
Elevate Credit	NYSE	Финансы	06.04.2017	6,50	-4,67	0,34	-1,74	1,04	3637,50

⁵ P / E – мультипликатор стоимости акций, представляет собой отношение рыночной цены акции к прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию, трактуется также как количество годовых прибылей, в которые оценивается бизнес компании

⁶ EPS – прибыль на одну обыкновенную акцию эмитента

Продолжение таблицы 2.3

Schneider National	NYSE	Транспорт	06.04.2017	19,00	0,63	3,26	30,00	227,69	58,85
Alteryx	NYSE	Интернет-технологии	24.03.2017	14,00	-16,31	0,87	-0,95	-2,38	1,52
MuleSoft	NYSE	Интернет-технологии	17.03.2017	17,00	-8,16	2,81	-2,73	-8,10	н.д.
ProPetro Holding	NYSE	Обслуживание нефтегазовой промышленности	17.03.2017	14,00	-11,49	1,13	-1,19	1,11	79,78
Canada Goose Holdings	NYSE	Ритейл (одежда)	16.03.2017	12,78	61,26	1,79	0,26	0,51	391,05
Ardagh Group S.A.	NYSE	Ритейл (упаковка)	15.03.2017	19,00	-3,71	4,99	-5,68	-197,15	н.д.
Presidio, Inc.	NASDAQ	Интернет-технологии	10.03.2017	14,00	-218,00	1,38	-0,07	4,96	334,73
BeyondSpring	NASDAQ	Фармацевтика	09.03.2017	20,00	-32,68	0,47	-0,66	0,93	н.д.
Snap	NYSE	Интернет-технологии	02.03.2017	17,00	-32,86	24,22	-0,64	1,82	1,00
Clipper Realty	NYSE	Недвижимость	10.02.2017	13,50	-33,65	0,20	-0,33	3,34	597,75
Foundation Building Materials	NYSE	Строительство	10.02.2017	14,00	-16,96	0,69	-0,95	10,96	223,42

Продолжение таблицы 2.3

Sachem Capital	NYSE	Недвижимость	10.02.2017	5,00	18,89	0,06	0,28	2,57	29,57
Kimbell Royalty Partners, LP	NYSE	Нефтегазовая	03.02.2017	18,00	-1,79	0,30	-10,28	14,29	122,79
Ramaco Resources	NASDAQ	Угольная	03.02.2017	13,50	-37,66	0,28	-0,19	-0,13	13,28
Invitation Homes	NYSE	Недвижимость	01.02.2017	20,00	-85,95	6,79	-0,25	6,31	386,75
Laureate Education	NASDAQ	Образовательные технологии	01.02.2017	14,00	5,17	2,40	2,76	4,74	374,19
Jagged Peak Energy	NYSE	Нефтегазовая	27.01.2017	15,00	-395,00	2,52	-0,03	1,53	40,48
JELD-WEN Holding	NYSE	Производство строительной фурнитуры	27.01.2017	23,00	-15,03	3,43	-2,17	2,32	846,63
Jounce Therapeutics	NASDAQ	Медицина	27.01.2017	16,00	-2,20	0,78	-11,00	-28,50	н.д.
AnaptysBio	NASDAQ	Биотехнологии	26.01.2017	15,00	-15,14	0,50	-1,62	-14,43	32,49
Keane Group	NYSE	Инжиниринг	20.01.2017	19,00	-6,43	1,42	-2,14	1,57	172,63
trivago N.V.	NASDAQ	Интернет-технологии в туризме	16.12.2016	11,00	-63,41	3,43	-0,23	2,91	н.д.

Продолжение таблицы 2.3

WildHorse Resource Development	NYSE	Нефтегазовая	09.12.2016	15,00	-93,68	1,00	-0,11	10,99	24,08
Athene Holding Ltd.	NYSE	Финансы	09.12.2016	40,00	12,26	10,58	4,31	34,45	0,48
Ichor Holdings, Ltd.	NASDAQ	Технологии производства	09.12.2016	9,00	26,23	0,45	0,70	5,94	26,78
SenesTech	NASDAQ	Ветеринарные технологии	08.12.2016	8,00	-4,48	0,08	-1,71	1,07	2,02
Polar Power	NASDAQ	Телекоммуникации	07.12.2016	7,00	12,96	0,77	0,58	2,33	1,48
Innovative Industrial Properties	NYSE	Технологии в медицине	02.12.2016	20,00	-2,36	0,07	-7,82	17,69	н.д.
Smart Sand	NASDAQ	Обслуживание нефтегазовой промышленности	04.11.2017	11,00	30,02	0,51	0,42	3,67	1,27
GDS Holdings Ltd.	NASDAQ	Интернет-технологии	02.11.2016	10,00	-5,13	0,75	-1,56	6,41	143,66
Acushnet Holdings	NYSE	Услуги	28.10.2016	17,00	29,34	1,35	0,62	9,33	53,28
BlackLine	NASDAQ	Интернет-технологии	28.10.2016	17,00	-35,60	1,68	-0,92	5,68	0,34

Окончание таблицы 2.3

Quantenna Communications	NASDAQ	Телекоммуникации	28.10.2016	16,00	-59,16	0,58	-0,30	3,89	4,61
Myovant Sciences Ltd.	NYSE	Биотехнологии	27.10.2016	15,00	-45,81	0,74	-0,27	3,09	н.д.
ZTO Express (Cayman)	NYSE	Логистические услуги	27.10.2016	19,50	30,83	9,52	0,42	3,97	2,28
Ra Pharmaceuticals	NASDAQ	Фармацевтика	26.10.2016	13,00	-3,24	0,51	-6,98	5,20	н.д.
Forterra	NASDAQ	Производство железобетонных конструкций	20.10.2016	18,00	-115,35	1,18	-0,16	2,08	827,40
iRhythm Technologies	NASDAQ	Информационные технологии в медицине	20.10.2016	17,00	-8,50	0,75	-3,95	4,18	34,82
CRISPR Therapeutics AG	NASDAQ	Генная инженерия	19.10.2016	14,00	-8,97	0,68	-1,89	5,86	н.д.

Источник: составлено автором на основе [260]

Каждая строка составленной таблицы представляет собой самостоятельный предмет исследования. Те компании, которые можно назвать успешными и прибыльными, имеют регистрацию на Каймановых или Бермудских островах. В целом по таблице можно подвести такую статистику:

- в результате проведения 50 IPO был размещен капитал компаний в общей сумме 126 млрд. долл. в течение полугода,
- из них капитализация компаний с отрицательными финансовыми результатами составила 93,1 млрд. долл., что эквивалентно 74% от всех сделок,
- в половине из рассмотренных случаев стоимость акции при объявлении IPO превышала балансовую стоимость акций более, чем в 5 раз,
- капитализация компаний, имеющих отрицательную балансовую стоимость активов, составила 13,8 млрд. долл. (11% сделок),
- капитализация компаний с отношением долгов к собственному капиталу, превышающим 100 раз – 44,3 млрд. долл. (35% от всех сделок),
- капитализация компаний, чьи долги в 10 и более раз превышают собственный капитал – 55,6 млрд. долл.,
- на Нью-Йоркской бирже чаще происходит размещение акций убыточных компаний (83% из выявленных случаев).

В результате возникающих в мировой финансовой системе противоречий на ведущей фондовой бирже мира размещаются акции компаний, имеющих убытки и формальные признаки банкротства. Однако сплошная выборка из 50 последних сделок не может быть случайностью и результатом неудачно выбранного момента, на рынке такая ситуация считается нормальной, поскольку, если результаты IPO объявлены, значит, размещения состоялись, соответственно, акции этих компаний были куплены инвесторами.

В этом контексте стоит привести выводы А. В. Бузгалина и А. И. Колганова относительно причин возникновения дисбалансов на рынках капитала в периоды, предшествующие системным кризисам: когда норма

прибыли объективно сокращается ввиду исчерпания возможностей технологического уклада, на рынках начинается экспансия фиктивного капитала, позволяющего получать повышенную норму прибыли за счет монополии корпоративного капитала [20]. При этом от обычных, «естественных» монополистов деятельность таких компаний отличается тем, что она не ведет к инфляции, она ведет к надуванию финансовых пузырей на рынках.

В данном ключе примечательны выводы, сформулированные в книге [138], посвященной межрыночному анализу, с точки зрения методологии типовых реакций рыночных сегментов на изменения показателей фондового рынка:

«- американский доллар движется в противоположном направлении относительно сырьевых товаров;

- падение доллара приводит к росту сырьевых товаров, рост доллара – к снижению;

- цены сырьевых товаров движутся в противоположном направлении относительно цен облигаций;

- следовательно, цены сырьевых товаров движутся в том же направлении, что и процентные ставки;

- рост цен сырьевых товаров совпадает с ростом процентных ставок и падением цен облигаций;

- падение цен сырьевых товаров совпадает с падением процентных ставок и ростом цен облигаций;

- цены облигаций обычно движутся в том же направлении, что и цены акций;

- рост цен облигаций обычно положительно влияет на акции, падение цен облигаций оказывает отрицательное воздействие;

- следовательно, падение процентных ставок обычно положительно влияет на акции, в то время как рост ставок оказывает отрицательное воздействие;

- рынок облигаций обычно меняет направление раньше рынка акций;
- рост доллара благоприятен для американских акций и облигаций, а падение доллара может быть неблагоприятным;
- падение доллара оказывает отрицательное воздействие на облигации и акции, когда растут цены сырьевых товаров;
- во время дефляции (которая случается относительно редко) цены облигаций растут, а цены акций падают». [138]

Анализ выполнения или изменения трендов будет проведен в 4 главе настоящей работы, однако на методологическом уровне можно сказать о том, что приведенные в цитируемом фрагменте зависимости отражают способность фундаментальных факторов оказывать влияние на рыночную динамику, тогда как фактически сегодня диверсификация, консолидация, универсализация и секьюритизация приводят к тому, что перечисленные инструменты становятся частями более сложных финансовых продуктов, распределенных между ограниченным числом крупных держателей капитала, и их ценообразование происходит как ценообразование одного продукта, стирая связи между различным характером входящих в него инструментов. В таких условиях успешное первичное публичное размещение акций убыточного эмитента вполне возможно, поскольку ценообразование этих акций также становится унифицированным с неким фондом, в который они могут войти наряду с сырьевыми, валютными и долговыми инструментами.

ГЛАВА 3 АНАЛИЗ ПОСЛЕДСТВИЙ ВЛИЯНИЯ ПРОТИВОРЕЧИЙ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ НА ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛА

3.1 Влияние противоречий мировой финансовой системы и ситуации на глобальном рынке капитала на темпы экономического роста

Экономический рост определяется по-разному, но, чаще всего, говоря о росте, подразумевают увеличение подушевых величин выпуска или национального дохода. Теории роста иногда перемежаются с теориями цикла, последний часто ставят в краткосрочный противовес долгосрочным траекториям роста.

В книге Р. Барро «Экономический рост» [11] со ссылкой на Калдора приведены следующие эмпирические закономерности роста:

1. «Выпуск на душу населения растет со временем, а его темп прироста не уменьшается.
2. Физический капитал на одного работника растет со временем.
3. Норма доходности капитала примерно постоянна.
4. Отношение физического капитала к выпуску примерно постоянно.
5. Доли труда и физического капитала в национальном доходе примерно постоянны.
6. Темп роста выпуска на одного работника варьирует в значительной степени в различных странах».

Обсуждение экономического роста невозможно без поиска ответа на вопрос о том, почему одни страны растут быстрее других, и оказывает ли ситуация на финансовых рынках влияние на данный процесс. Для объяснения ускоренного роста восточных стран над западными лидерами в теории роста используется термин «условной сходимости», означающей, что чем дальше экономика страны находится от своего стационарного состояния, тем быстрее

она будет расти. Это означает, что потенциал роста играет более важную роль в скорости изменений, нежели накопленное страной богатство. Теория представляется спорной, как спорно и само наличие устойчивого стационарного состояния, в котором все макроэкономические показатели растут одинаковым темпом.

Теории и модели экономического роста, а также обширный математический аппарат этих теорий сходятся в том, что рост обеспечивается технологией, ростом населения и ростом уровня знаний и навыков (в совокупности именуемых человеческим капиталом), а также качеством институтов. По мере усиления капиталистических отношений между странами и группами стран в качестве источников роста также называют международную торговлю и международное движение капиталов. Признаком экономического роста считается изменение структуры экономики в пользу так называемого «третичного» сектора – сферу высокомаржинальных услуг, например, финансовых. Считается, что чем больше населения занято в третичном секторе, тем выше темпы экономического роста за счет накопленного богатства – при росте уровня богатства индивиды меньшую долю доходов тратят на товары. При этом чем выше уровень технического прогресса, тем меньше зависимость благосостояния от первичного сектора, связанного с природными ресурсами, а частности, с сельским хозяйством. Здесь также видится противоречие, поскольку уровень физического здоровья населения страны не может не сказываться на темпах экономического роста, тогда как любая модель покажет рост при сокращении доли сельского хозяйства в пользу фармацевтической или химической промышленности, при том, что последние могут получать государственную поддержку.

Математический аппарат, заложенный в моделях роста, отчасти напоминает инструментарий для анализа рисков.

В соответствии с моделью Рамсея [10] происходит дополнительное дисконтирование стоимости инвестиций за счет увеличения уровня квалификации работников и внедрения новых технологий. Однако если

предположить синергетический эффект, то на фазе активного роста и технологии, и рост квалификации должны приводить к росту рыночной стоимости капитала фирм. В самой модели заложена обратная логика: если начальная рыночная стоимость капитальных вложений высока (отношение $value / cost$), то это стимулирует к дальнейшему росту инвестирования, однако фактически такая ситуация зачастую является признаком рыночных спекуляций с активами. Если к этому добавляются Понци-схемы, то в результате может возникнуть полноценный финансовый пузырь.

Также в исследовании теории имеются выводы о скорости условной сходимости между богатыми и бедными экономиками: «бедная экономика с доступом к мировому рынку кредита будет иметь высокую стоимость введенного капитала и высокий темп прироста объема капитала», что фактически означает, что стоимость капитала будет тем более завышенной, чем ниже исходный уровень фондовооруженности экономики. Такая ситуация вполне реальна и зачастую наблюдаема: цены на новый (или относительно) новый капитал в бедных экономиках бывают сильно завышены, как минимум по причине необходимости дисконтирования по высоким процентным ставкам и из-за непрозрачности ценообразования, либо отсутствия конкуренции (например, цена мобильной связи в африканских странах). В результате мы получаем локальный ценовой пузырь, никак не связанный с экономическим ростом, более того, ни о какой условной сходимости подобные ситуации говорить не могут, поскольку являются либо следствием спекуляций, либо инструментом выкачивания ресурсов транснациональным бизнесом, когда речь идет о меньших издержках ввода инвестиций в эксплуатацию в более бедных странах.

В модели Рамсея предполагается, что уровень процентных ставок на мировом кредитном рынке должен превышать сумму темпов прироста технологических инноваций и населения. Представляет несомненный интерес исследование этой зависимости.

Предположим, что это условие не соблюдается, и процентная ставка на мировом рынке ниже указанных темпов прироста в какой-то стране. В пространстве финансового капитала это означает, что страна, оказавшаяся в такой ситуации, начнет рефинансировать ранее принятые обязательства, а это, в свою очередь, приведет к росту показателей окупаемости уже имеющегося капитала, заметим, без фактического роста его производительности. Если исследуемая страна имеет развитый фондовый рынок, это также приведет к росту капитализации на нем, что подстегнет инвестиции в традиционные отрасли и сократит темп роста инноваций, как минимум, до уровня мировых процентных ставок. Таким образом, искусственно низкий процент оказывает понижающее воздействие на темпы инновационной активности за счет роста разрыва между финансовым капиталом и процессом расширенного воспроизводства. Более того, представляется, что обозначенный механизм может выступать инструментом манипулирования центра мировой финансовой системы над инновационной активностью ее периферии: колебания доходности уже осуществленных инвестиций способны перенаправлять финансовые потоки между отраслями.

Если при этом процентные ставки таковы, что приведенная стоимость будущих потоков доходов несущественно отличается от их номинала, то эластичность межвременного предпочтения возрастает, и уровень инвестиций соответствующим образом сокращается. В теории моделей роста, в частности, рассматриваемой модели Рамсея это говорит о том, что уровень потребления в будущих периодах в таком случае сокращается, однако фактически это имеет крайне разные последствия для центра и периферии мировой финансовой системы. Если в центре уровень потребления никак не зависит от межвременных предпочтений прошлого, то периферия вынуждена «оплачивать» этот рост потребления своим потенциалом экономического роста. Более того, фактически возникает ситуация разрушения экономических основ деятельности национального хозяйства, экономическая целесообразность и долгосрочные цели развития уступают место мгновенным

выгодам и «косметическим» решениям, нацеленным на решение локальных несущественных в масштабах мирового хозяйства задач.

Например, возьмем экономическую ситуацию, спровоцированную пандемией. Она уже показала неработоспособность моделей экономического роста, основанного на цифровой трансформации, обнаружив все признаки если не экономической депрессии, то рецессии, при падении объемов торговли продукцией традиционных отраслей, включая отрасли услуг. Представляется, что на фоне снижения активности целесообразно реализовать проекты, которые ранее откладывались из-за нехватки ресурсов, мощностей, времени, территорий, а сейчас, когда все перечисленные факторы в избытке, «новый курс. 2.0» смог бы инфраструктурно подготовить экономику к будущим изменениям без искусственного ограничения деятельности существующих отраслей. Однако фактически этого не происходит. Более того, Ведомости сообщают, что Правительство внесло в Государственную думу поправки в Налоговый кодекс о проведении так называемого налогового маневра в IT-отрасли, для представителей которой предлагается установить налоговую ставку по налогу на прибыль в размере 3 % (сократив часть, уплачиваемую фирмами в региональные бюджеты, до нуля). Ожидается, что это повысит привлекательность российских технологий, приравняв условия их деятельности к индийским или ирландским.

По статистике, студенты, обучающиеся на информационных специальностях, чаще других бросают учебу, так как, получив некие азы, углубляются в узкие области IT, зачастую десоциализируются, и теряют ощущение потребности в продолжении образования, что по цепной реакции приводит к снижению научного потенциала высшей школы и финансовое обеспечение ее деятельности.

Кроме того, информационные технологии и цифровая экономика не производят материальных благ, без которых оценка уровня прогресса осложнена. И, говоря о прогрессе, любые инновационные достижения в сфере IT должны иметь прикладной характер, решая и упрощая некие задачи

воспроизводства реального и обращения финансового капитала. Если же инновации в цифровой сфере первичны, то возникает вопрос, на что они направлены? На удешевление уже имеющихся в традиционной экономике процессов, на их видоизменение, ускорение, повышение мощности, изменение конфигурации и дизайна, то есть, на статус улучшающих инноваций по Шумпетеру [197].

Если оценить описанные тенденции в терминах модели роста Шумпетера, то можем предположить, что стимулирование развития отрасли спровоцирует рост числа исследователей в ней, что, согласно модели, приведет к росту качества выпускаемых продуктов и возникновению возможности установления монопольной цены агентами, внедряющими инновации. Скорость нововведений в данной отрасли систематически приводит к росту цен на так называемые цифровые инновации, что влечет за собой рост индивидуальных прибылей. Однако данная отрасль, будучи по сути своей инфраструктурной, может повысить общественную эффективность только при условии сокращения издержек других фирм на ее услуги, то есть, при условии снижения цен. Следовательно, подобные стимулы можно считать угрожающими экономическому росту.

В целом, следует отметить, что постоянное манипулирование в моделях средними, предельными, агрегированными, частными и общественными (с учетом государственного сектора) значениями рассматриваемых в той или иной модели переменных создает возможности математического обоснования практически любой модели, как бы далеко она ни была от реальности экономических отношений на каждом конкретном историческом этапе развития мирового хозяйства и финансовой системы. Исследование темпов экономического роста без учета перераспределительных эффектов сводит на нет предлагаемые различными авторами математические выкладки.

Требования мгновенной доходности не должны превалировать в экономике над задачей обеспечения долгосрочного роста посредством технологического прогресса. В условиях, когда государство должно менять

амортизационную политику средствами поправок в налоговый кодекс, поощряя ускоренную амортизацию капиталоемких производств и стимулируя тем самым производство средств производства, политика поддержки отрасли информационных технологий выглядит надуманной.

Индустрия информационных технологий в части оборудования и информационных платформ – порождается западными компаниями, полупроводниковое оборудование – это одна из основных статей американского экспорта, рост числа сборочных и обслуживающих фирм в России приведет к тому, что Россия увеличит свой вклад в формирование фондирования рынков капитала в условиях их адаптации к противоречиям мировой финансовой системы.

Финансовый механизм компании в условиях полупроводниковой экономики исключает возможность сборки в «дорогих» странах, поскольку об окупаемости, а, тем более, экономическом росте говорить тогда не приходится. В свою очередь, любые усовершенствования технологии в условиях международного аутсорсинга крайне быстро становятся неконкурентными, поэтому сохранять технологическое лидерство по завышенным ценам становится все труднее. Качество и бренд, таким образом, становятся все более дорогими в обслуживании, а, следовательно, для моделирования финансовых показателей становится необходимым и обязательным снижение процентных ставок, что, в свою очередь, не позволяет даже самим цифровым технологиям вырваться из эры полупроводников.

Кроме того, если следовать логике модели роста Эрроу [10], то только само производство позволяет накапливать опыт, необходимый для роста производительности – источника роста и окупаемости инвестиций. Таким образом, помимо дешевого труда производственные модели накапливают потенциал роста производительности, которая, будучи подкрепленной общедоступными технологиями, обеспечивает рост эффективности. Иными словами, формируются два полюса, на одном из которых сосредоточена ликвидность, а на другом – эффективность. В таких условиях синергия от

взаимодействия капиталов в воспроизводственном процессе представляется невозможной: первый полюс будет страдать от дефицита финансового капитала, а второй – от низкой эффективности производства, а попытка перераспределения ресурсов между полюсами, вероятнее всего, приведет к финансовому кризису. Вероятно, по этой причине Китай жестко контролирует иностранные инвестиции, памятуя о восточных финансовых кризисах конца прошлого века. Попытки же повысить эффективность в странах-лидерах мировой финансовой системы, сталкиваясь с необходимостью сокращения затрат, начинают буксовать, поскольку любое сокращение затрат для одного агента означает сокращение доходов другого, а это, в свою очередь, отражается на ценах, снижение которых грозит в лучшем случае локальным обвалом финансового рынка. Последствия подобной схемы хорошо известны, в том числе, и с точки зрения падения темпов экономического роста.

Подобная полярность и отсутствие синергии в капиталах не оцениваются, и, полагаем, не могут быть оценены в математических моделях, описывающих экономический рост, поскольку это не вопрос специализации, это вопрос механизмов воспроизводства капитала.

Отсутствие синергии как барьер на пути экономического роста отмечено У. Истерли [91] при рассмотрении невозможности обеспечения сходимости экономик на примере стимулов к повышению квалификации кадров: когда высококвалифицированный специалист рассматривается как соратник в достижении общих экономических целей, то это свидетельствует о наличии синергии и возможности роста, если же он рассматривается как конкурент и угроза потери статуса, то такая модель восприятия и поведения противоречит росту. Полагаем, что этот вывод может быть справедлив и для взаимодействующих финансовых рынков: если догоняющее развитие оценивается финансовыми лидерами как угроза финансовому благополучию, то вся мировая финансовая система таит в себе структурную неэффективность, которая выражается в замедлении темпов роста в долгосрочном периоде для

всех ее участников, в том числе, и за счет чрезмерно конкурентных технологий.

Финансовая модель воспроизводства капитала транснациональной корпорации схожа с моделью воспроизводства общественного капитала. В модели экономического роста с активным правительством (Р. Барро) предполагается, что государство субсидирует инвестиции фирм для того, чтобы частные доходности приближались к общественным, в модели экономического роста ТНК также полагаем наличие субсидий, направленных на то, чтобы доходность для материнской компании была выше, чем частные доходности входящих в нее бизнесов. Источником подобных субсидий можем считать некое подобие инфляционного налога для государства – назовем его гедоническим инфляционным налогом корпораций. Он возникает по той причине, что инновационность товара (реальная или псевдо-) позволяет существенно увеличивать цену на него вне связи с экономически обоснованными (общественно необходимыми) издержками на его производство. Доходность корпорации выше доходности входящих в него бизнесов за счет разницы в стоимости капитала.

Такой финансовый механизм несет конфликт в распределении возможных положительных эффектов масштаба производства. В книге Р. Барро на основе эмпирических данных о темпах экономического роста в странах за последние 50-70 [10] лет отрицается наличие эффекта масштаба с точки зрения экономического роста. Полагаем, что это обусловлено изменением цепочек добавленной стоимости: положительный эффект масштаба возникает в деятельности ТНК, объединяющих бизнесы в единой финансово-промышленной вертикали. Разрыв цепочек добавленной стоимости ведет к узкой переделной специализации, которая мешает диффузии инноваций, необходимых для поддержания экономического роста. Что касается цепочек распространения знаний об эффективных способах производства, то такая передача ограничивается узкими функциональными отраслями, не позволяя достигать устойчивых темпов роста. Это обусловлено

тем, что агрегированные ресурсы ТНК распределяются крайне непропорционально и вне соответствия с цепочками добавленной стоимости: если оценивать средние, а не агрегированные данные, то уровень нововведений, приходящихся на единицу рабочей силы в странах центра мировой финансовой системы сильно превышает тот же уровень на периферии (стадия сборки), тогда как фактически стоимость создается только производственным процессом. Получаем, что финансовая модель корпорации противоречит идее распространения знаний и достижению экономического роста за счет этого процесса.

Отношения между центром и периферией мировой финансовой системы сегодня таковы, что под залог уже накопленных США капитальных мощностей и имеющегося потенциала трудовых ресурсов и инновационного сектора страна заимствует колоссальные финансовые ресурсы. На момент написания этих строк совокупный долг США составил 80,298 трлн. долл. при ВВП 20,019 трлн. долл. То есть, каждый доллар, потраченный на американские товары и услуги без учета промежуточного потребления, заработан за счет заимствования 4 долларов, причем, речь не о чистых доходах, а о валовых. Сегодня стимулирование ИТ означает финансирование этого долга, однако не для того, чтобы поспособствовать развитию уровня технологий, а для дальнейшего наращивания так называемого «коэффициента пирамидальности» – роста заимствований для финансирования предыдущих заимствований – и это цена низких процентных ставок по отношению к темпам прироста инноваций в промышленной сфере.

Заимствование под залог приведенной стоимости будущих выгод от развития псевдоинновационных отраслей не оставляет мировой финансовой системе возможности формирования ресурсов финансовых ресурсов за счет операций на рынках капитала, необходимых для обеспечения экономического роста в условиях падения экономической и технологической эффективности и с учетом стагнации, усугубленной пандемией.

Модели экономического роста для открытых экономик предполагают, что в экономиках с относительно меньшим уровнем потребления активно возрастает способность инвестировать в другие экономические системы, тем самым, делая их глобальными дебиторами. Однако фактическая ситуация с отрицательными внутренними инвестициями в центре мировой финансовой системы не становится свидетельством роста воспроизводственной мощности во всех остальных странах. Напротив, для более развитых стран ситуация приводит к росту глобальной балансовой зависимости и вынужденному финансированию пирамиды глобальных финансов, для развивающихся же стран, например, России, Китая и Индии это означает, во-первых, что приведенные реальные доходы большей части населения начинают использоваться как залоговое обеспечение кредитов, полученных западными ТНК, а, во-вторых, что ресурсы, так необходимые для инвестирования в научно-технический прогресс, фактически уходят в основание глобальной финансовой пирамиды. Ситуация может усугубляться, если внутри таких стран возникают попытки строительства собственных пирамид, например, за счет безадресного снижения процентных ставок по кредитам, что имело место в начале реализации карантинных мер в России.

Немаловажным фактором экономического роста в связи с открытостью экономических и финансовых систем является доля государства в этих системах. В работе Р. Барро с использованием математического аппарата показано, что государственные расходы на производство неконкурентных общественных благ за счет единых для всех налогов создают положительный эффект масштаба в экономике и ведут к экономическому росту. Полагаем, что приоритет финансовых целей над целями долгосрочного роста способен изменить способы влияния государства на экономический рост. Со времен начала глобального финансового кризиса многие государства осуществляли вливания ликвидности в банковские системы с целью недопущения их краха. Меры помощи были не только неконкурентными по своей природе, но, напротив, поддерживали «системно значимых» игроков, слишком больших,

чтобы обанкротиться, создавая для них некий запас финансово-политической ренты. Итогом таких мер стало практически полное отсутствие роста в странах, их реализующих, начиная с периода острого кризиса и до сих пор. Государство инвестировало в рост конкурентности в финансовом секторе, причем в рост конкурентности глобальной, тем самым разрушив на долгие годы вперед еще один источник синергии.

Влияние усиливающейся глобальной финансовой нестабильности, неуправляемости и хрупкости финансовой системы на динамику роста часто связывают с глобальными переходами в экономике: новым технологическим укладом, окончанием цикла Элиота, возникновением сингулярности из-за чрезмерного ускорения научно-технического прогресса и другими явлениями, свойственными периоду, предшествующему новой промышленной революции.

В издании Джейкоба Филда «Есть ли будущее у капитализма» [183] приведены характерные особенности периода, предшествовавшего зарождению современного капитализма и его научно-промышленной основы: во-первых, сочетание распределения стоимости между ресурсами в стране – технологическом лидере своего времени было таково, что заменять трудоемкие технологии материалоемкими представлялось чрезвычайно выгодным: рабочая сила в Британии была относительно дорогой, а уголь – относительно дешевым. Во-вторых, трудовые ресурсы, высвобождаемые из сельского хозяйства в результате механизации, были востребованы в мануфактурном производстве и могли применяться с намного большей производительностью труда в натуральных измерителях, а не только в стоимостных. В-третьих, что немаловажно, государственные и общественные институты были нацелены на снижение привлекательности ренториентированного поведения.

Полагаем очевидным, что в настоящее время перечисленные условия не выполняются, поскольку трудоемкие технологии заменяются международным аутсорсингом, материалоемкие технологии удешевляются девальвацией,

высвобождение рабочей силы в результате роста автоматизации не приводит к росту производительности, поскольку высвобожденные работники чаще всего не в состоянии найти производительное применение имеющимся навыкам, а государственные институты чрезмерно увлеклись идеей управления ликвидностью финансового сектора, а также контролем не поддающихся оценке рисков названного сектора.

Есть и альтернативная позиция, нобелевский лауреат П. Кругман [244] в качестве условий смены лидера мировой финансовой системы приводит следующее:

- «1) различие в заработных платах между страной-лидером и потенциальным новым лидером должно быть сильным;
- 2) новая технология первоначально должна казаться опытным производителям непроизводительной по сравнению со старой;
- 3) опыт в старой технологии не должен быть применим при использовании новой технологии;
- 4) новая технология должна обеспечивать возможность существенного улучшения производительности труда по сравнению со старой» [цит. по 145].

Полагаем, что фактически ситуация, хотя и кажется обусловленной требованиями достижения роста, не может возникнуть без существенных изменений в самой логике экономической системы. Конкуренция за снижение издержек идет по пути «бережливого производства», максимального перевода всех возможных процессов, не позволяющих присваивать ренту, на аутсорсинг, что в целом только формально увеличивает производительность труда за счет механического снижения числа занятых в данной системе, а фактически влечет за собой перераспределение финансового капитала.

Возникает закономерный вопрос, каким окажется выход из сложившейся ситуации, приведет ли она к принципиально новым открытиям, свойственным именно данному этапу социально-экономического развития, либо рост замедлится настолько, что экономика надолго окажется в глубокой депрессии. На эти вопросы нет однозначного ответа. Например, в работе А. В.

Коротаяева [108] «Сингулярность XXI века в контексте Большой истории: математический анализ» приводится глубокий анализ вех мировой истории, характеризующих скорость и сложность происходящих в ней изменений в процессе социально-экономической эволюции человечества. В работе обосновывается математический аппарат, прогнозирующий время до точки сингулярности на основе анализа изменения частоты трансформаций в экономике и роста глобальной сложности. На основании применения различных методик и сопоставления взглядов различных ученых, исследующих данный процесс, автором обоснован вывод: «имеются большие основания интерпретировать эту точку [период между 2029 и 2054 гг.] как индикатор зоны перегиба, после прохождения которой темпы глобальной эволюции будут систематически в долгосрочной перспективе замедляться» [108]. То есть, можно перефразировать, что сложившаяся ситуация не содержит причин взрывообразного роста в сфере научно-технического прогресса, но и не приведет к полной остановке экономического роста и падению мировой экономики в депрессию. В связи с этим выводом возникает два вопроса: во-первых, насколько сопоставимы по масштабу воздействия сегодняшние открытия и социально-экономические потрясения с происходящими на более ранних стадиях развития человечества, а, во-вторых, какова роль финансового рынка в данном процессе. Связь финансового рынка с уровнем глобальной сложности экономики, на наш взгляд, определенно существует, и, в зависимости от движущей силы в данной паре изменяются и возможности достижения высоких темпов экономического роста.

Однако вернемся к вопросам экономического роста в контексте противоречий мировой финансовой системы. Полагаем, что сегодня система международной торговли и международного разделения труда находятся в подчинении у финансового капитала и препятствуют самой возможности сбалансированного экономического роста во всех странах, активно вовлеченных в сложившиеся цепочки добавленной стоимости.

Если рассмотреть структуру торговых потоков США – лидера мировой финансовой системы, то можно отметить, что высокотехнологичный международный аутсорсинг не применяется в отраслях тяжелой промышленности, самолетостроении и других стратегических отраслях, тогда как в IT-секторе, торговле, логистике и прочих признанных лидерах внешнеэкономической деятельности ключевых игроков финансовой системы схемы переноса производств в другие юрисдикции широко применимы. Полагаем, что тому есть две причины:

- 1) В цифровом секторе больше возможностей поставить на баланс нематериальные активы. То есть, рыночная стоимость бизнеса в сфере информационных технологий сильно зависит от затрат на НИОКР, которые капитализируются на балансы компаний, создавая предпосылки для роста рыночной капитализации. В самолетостроении аутсорсинг капитальных мощностей может привести к потере стоимости бизнеса.

- 2) Сырье для IT-сектора – полупроводники – это серьезная экспортная статья США, перевод производств в другие страны автоматически влечет рост международной торговли полупроводниками. Сырье для тяжелой промышленности странам-сборщикам дешевле и логичнее закупать на Евразийском континенте, либо в Океании.

Кроме того, развитие сферы услуг сегодня осуществляется не столько в рамках парадигмы так называемой постиндустриальной экономики, но, в большей степени за счет искусственного преобразования индустриальной сферы в сферу услуг. Если продолжить наш условный пример с «Боингами» (да и любой сферой производства тяжелой техники, в том числе, автомобилей), то сегодня их производство не так выгодно экономически, как послепродажное обслуживание [172]. А это означает, что передача производства в другие страны приведет и к потере монополии на сервисное обслуживание, то есть, потерю исключительных прав на присвоение высоких прибылей в сфере технологичных услуг. Такая тенденция соответствует схеме рентного капитализма [185] – ситуации, когда не относительная

эффективность определяет направления ресурсов и денежных потоков, а возможность присвоения ренты за счет более высокого положения – нахождения в стране с более развитой финансовой системой, что автоматически влечет расположение в этой стране (группе стран) верхушек технологических цепей производства и концентрации денежных потоков. В итоге не эффективностью и производительностью определяется возможность присвоения более высоких прибылей, а изначальным доступом к источникам рентного дохода (дохода, не зависящего от труда и реального капитала, а только от изначально более привилегированного положения в глобальной экономике).

Сфера услуг в контексте присвоения ренты более удобна, так как страны – лидеры мировой финансовой системы не способны конкурировать по уровню издержек в материальном производстве, а навязанная идеология показательного потребления услуг позволяет избежать этой конкурентной борьбы и сражаться на «другом поле» с более эффективными производителями, лишенными, однако преимуществ в присвоении ренты.

Полагаем, что итогом противоречий мировой финансовой системы в глобальном смысле уже стал рост финансовых показателей ряда отраслей за счет сокращения экономического роста в целом. К примеру, не секрет, что компании – мировые технологические лидеры, широко использующие различные платформы в продвижении своих брендов, имеют самые высокие по мировым меркам запасы наличности, сопоставимые по размерам с международными резервами некоторых стран, в офшорах [172]. Получаем, что компании, неоднократно на различных уровнях, от ток-шоу, до правительственных программ, названные проводниками в мир новой постиндустриальной экономики непрекращающегося роста, фактически развиваются за счет сокращения темпов роста глобальной экономики и выводят из финансово-промышленного оборота денежные средства. Действительно, Т. Пикетти [144] отмечает, что с началом засилья информационной экономики, в отличие от периода глобального

экономического роста, рентабельность опережает темпы роста, что однозначно говорит о перераспределительном, то есть, рентном характере экономических отношений в ядре системы. Такая ситуация стала оборотной стороной противоречий мировой финансовой системы.

Еще одним побочным эффектом модели «рентно-платформенной модели финансового капитализма современности» становится колоссальный объем распределяемой в форме дивидендов или выкупа акций прибыли ведущих корпораций. Поскольку сейчас многие инвесторы в акции преследуют строго спекулятивные цели, не рассчитывая на долгосрочный рост компании, сохранения и увеличения капитализации необходимо, чтобы эти инвесторы массово не распродавали принадлежащие им пакеты акций. А для этого необходимо выплачивать высокие дивиденды, что предъявляет требования к размеру прибыли компаний. Это становится еще одним рычагом вывода денежных средств и сферы производства на финансовый рынок, ускоряет финансовый оборот, за счет чего возникают финансовые пузыри, которые схлопываются в тот момент, когда дефицит денежных средств в соответствующей отрасли становится критичным.

Процесс изъятия добавленной стоимости может многократно повторяться, выводя все большие объемы наличности в сферу финтех: конкуренция платформ за долю на рынке ведет к необходимости снижения издержек в производственном секторе для оплаты дорогостоящих услуг платформ и предложения их капиталов на глобальных рынках, что ведет к дальнейшему усугублению процесса деиндустриализации и создает непреодолимые барьеры на пути экономического роста.

3.2 Оценка влияния противоречий мировой финансовой системы на международное движение капитала

Финансиализация глобальной экономики сегодня признается даже либерально настроенными учеными в качестве института разрушения фундаментальных основ воспроизводственной модели и устойчивого экономического роста. Декларация постиндустриальной фазы развития капитализма все чаще сменяется оценкой экономических потерь от разрушения материального и индустриального базиса мировой экономики, технологическая стагнация и отсутствие прорывных технологий XXI века свидетельствуют о нарушении обычной смены конъюнктурных циклов. Представляется, что все перечисленное является последствиями финансовой экспансии посредством мультипликации фиктивного капитала.

Процессы надувания и схлопывания финансовых пузырей, осознанного устроения финансовых пирамид, финансовых махинаций и манипуляций исторически не новы, однако в текущем состоянии мировой финансовой системы усматривается принципиально новый масштаб заблуждений и порождаемого ими неравенства. В последнем видится откат к феодальной формации, с той лишь разницей, что перспектив в той системе было больше.

Полагаем, что рентные модели обогащения, характерные феодализму, сегодня сменяются схватками за ликвидность, которую по возможности лучше выводить из-под регулирования. Существенная разница в том, что рентоискательство предполагает наличие некоего редкого ресурса, а борьба за ликвидность происходит на базе фиктивного капитала.

Последний довольно часто встречается в трудах прогрессивно настроенных экономистов и финансистов, однако чаще в качестве метафоры или умозрительного института, который однозначно существует, но неуловим в пространстве официальной статистики и не идентифицируем по моделям поведения и реакциям на внешние шоки.

Поэтому целью данного раздела видится идентификация характеристик финансового рынка, на котором происходит экспансия фиктивного капитала, который, в свою очередь, является разрушительным драйвером финансиализации.

Поскольку финансиализация, как правило, начинается с раскручивания механизма финансового рычага, первым объектом анализа должны стать банки. Способ банковской эмиссии, как правило, зависит от структуры активов центральных банков. Обобщим доступные статистические данные.

Для оценки роли правительств в формировании основ для экспансии фиктивного капитала рассмотрим балансы центральных банков и долю в их активах государственных обязательств (Таблица 3.1)

Таблица 3.1– Доля гособязательств в активах центральных банков

Доля государственных обязательств в активах ЦБ	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ФРС	57,72%	57,54%	57,65%	57,21%	56,74%	57,54%
ЕЦБ	1,21%	0,90%	0,72%	0,56%	0,51%	0,50%
ЦБ Японии	83,41%	84,83%	86,15%	84,52%	86,32%	83,98%
ЦБ Китая	4,52%	4,81%	4,44%	4,21%	4,09%	4,31%

Источник: составлено автором на основе [241]

Оценка каналов эмиссии посредством анализа балансов центральных банков позволила определить, что Китай использует, главным образом, международные активы, ФРС приблизительно в равных долях использует казначейские облигации и выкуп проблемных активов у финансовых институтов, ЕЦБ инвестирует в облигации финансовых и нефинансовых организаций, по большей части – в евро, а ЦБ Японии, как видно из таблицы, предпочитает эмиссию под государственные обязательства. Для актуализации полученных результатов рассмотрим государственные заимствования с другой стороны – в той части, которая приходится на балансы центральных банков (Таблица 3.2).

Таблица 3.2 – Государственные обязательства,
размещенные в центральных банках

Доля государственных обязательств, размещенных в ЦБ	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ФРС	14,30%	13,40%	12,94%	12,07%	10,45%	10,34%
ЕЦБ	0,22%	0,20%	0,21%	0,20%	0,19%	0,18%
ЦБ Японии	24,31%	31,01%	38,31%	40,59%	43,31%	43,33%
ЦБ Китая	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%

Источник: составлено автором на основе [241]

Сопоставление таблиц позволяет выявить противоречие: в активах ФРС и Центрального банка Японии высокий удельный вес имеют обязательства соответствующих стран, однако среди держателей таких облигаций центральные банки занимают намного более скромные позиции. Это означает, что финансовые структуры США и Японии концентрируют ликвидность, созданную на финансовых рынках иными игроками. И если инвестиции ЕЦБ и Народного банка Китая направлены на финансирование покупок различных активов, то есть, можно говорить о рыночном (биржевом) способе эмиссии, то специфика США и Японии в создании такого рынка за счет собственных обязательств с целью привлечения ликвидности.

Получаем, что активы балансов центральных банков Японии и США почти полностью состоят из инструментов, которые, вероятнее всего, будут рефинансированы в будущем для недопущения финансового краха соответствующих банковских систем. При этом доля доллара в международных резервах стабильна (таблица 3.3)

Таблица 3.3 – Валютная структура международных резервов (%)

Год	Доллар США	Евро	Фунт стерлингов	Японская иена	Швейцарский франк	Остальные
2009	62,05	27,65	4,25	2,9	0,12	3,04
2010	62,14	25,71	3,93	3,66	0,13	4,43
2011	62,59	24,4	3,83	3,61	0,08	5,49

Продолжение таблицы 3.3

2012	61,47	24,05	4,04	4,09	0,21	3,26
2013	61,24	24,19	3,98	3,82	0,27	2,84
2014	63,34	21,9	3,79	3,79	0,27	3,14
2015	64,16	19,73	4,86	4,86	0,29	3,13
2016	63,96	19,74	4,42	4,42	0,17	3,41
2017	62,72	20,15	4,54	4,89	0,18	3,67
2018	61,69	20,68	4,43	5,2	0,15	4,37
2019	60,89	20,54	4,62	5,7	0,15	2,56

Источник: составлено автором на основе [259]

Получаем, что эмиссия доллара – основной резервной валюты, осуществляется за счет: а) выпуска под государственные обязательства, б) международных резервов, в) выпуска под выкуп проблемных активов у финансовых институтов «too big to fail». Напомним, что при организации ФРС было установлено, что доллар должен поддерживаться государственной гарантией, золотым покрытием и потребностями торговли. В сложившейся ситуации, как видно из приведенных таблиц, ни одно из перечисленных условий не соблюдено.

Далее, полагаем, что высокий удельный вес долларовых активов в структуре международных резервов фактически означает, что обязательства Казначейства США фактически не используются американскими банками для формирования безрисковых активов. В подтверждение на сайте казначейства имеются данные об иностранных держателях государственного долга США: из 24 триллионов госдолга на балансе ФРС 2,4 трлн., в руках частных зарубежных инвесторов 15 трлн., в официальных резервах порядка 6 трлн. долларов [229]. Получаем, что национальная банковская система практически не содержит на балансах обязательств собственного правительства, а это, в свою очередь, означает что для восполнения недостатка безрисковых активов в пространстве третьего Базельского пакета коммерческие банки США вынуждены либо наращивать капитал первого уровня, либо использовать

синтетические активы с высоким кредитным рейтингом, печально известные в качестве виновников мирового финансового кризиса 2007-2008 гг.

Предварительный вывод довольно тривиален. Деятельность по эмиссии доллара в большей степени, чем других резервных валют, сказывается на формировании фиктивного капитала, поскольку, во-первых, активы баланса ФРС могут только рефинансироваться, но не воспроизводиться, а, во-вторых, Казначейством притягивается ликвидность со сторонних рынков без какой-либо привязки к нуждам обращения.

Однако ситуация безрассудного поведения эмитента мировой валюты в целом тоже не нова, и деятельность ФРС и Казначейства США можно считать первым шагом на пути зарождения фиктивного капитала, однако в полной мере масштабы экспансии только этими причинами объяснить нельзя. Следующим шагом должно стать рассмотрение структуры активов и пассивов коммерческих банков. Интересным выглядит сопоставление динамики госдолга США и размера собственного капитала коммерческих банков (Рисунок 3.1)

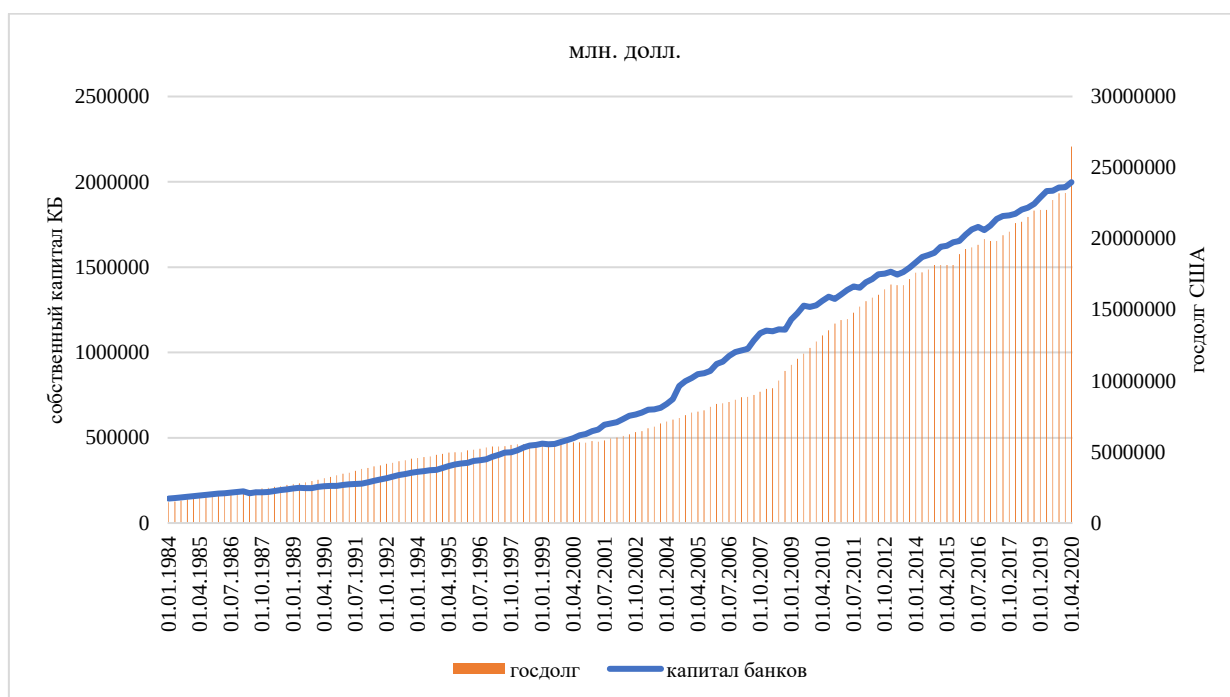


Рисунок 3.1 – Динамика госдолга США и собственного капитала банков

Источник: составлено автором на основе [215]

При схожих темпах роста капитал банков опережал темпы роста госдолга до 2000 года, затем ситуация кардинально поменялась, а в 2014 году темпы роста сбалансировались. Схожесть темпов роста подтверждается наличием значимой регрессии (Рисунок 3.2)

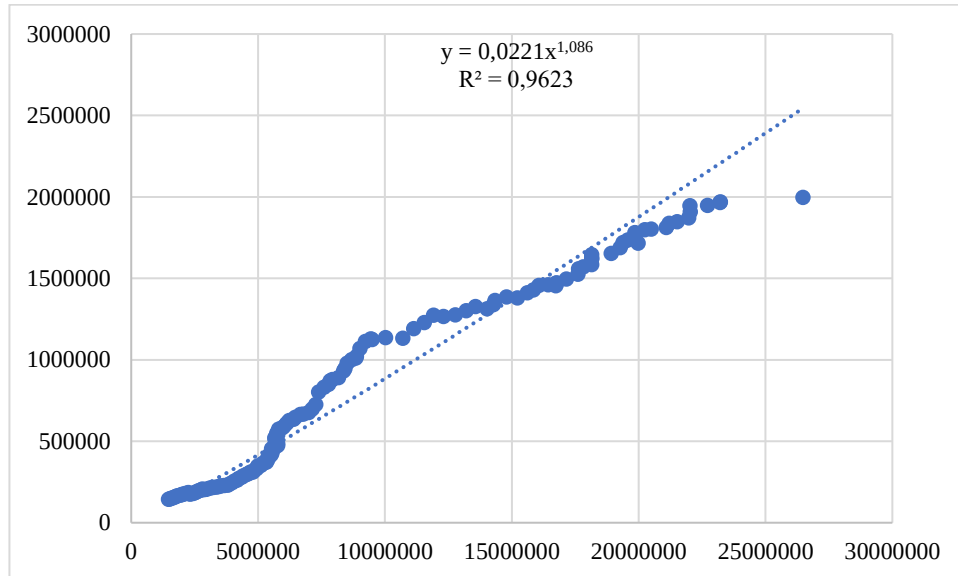


Рисунок 3.2 – Зависимость собственного капитала коммерческих банков от динамики госдолга в США

Источник: составлено автором на основе [231]

Полагаем, что ситуация объясняется просто: по мере роста госдолга и спроса на соответствующие инструменты со стороны мировой финансовой общественности происходит укрепление доллара и рост доверия к долларovým активам и финансовому рынку США, за счет чего укрепляется курс акций и рыночная оценка собственного капитала коммерческих банков. Иными словами, рисунки 3.1 и 3.2 – это иллюстрация взаимных переходов фиктивного капитала между секторами долговых (в данном случае – государственных) инструментов и инструментов фондового рынка. Далее по той же схеме фиктивный капитал проникает в прочие сегменты финансового рынка с целью борьбы за его ликвидность.

Однако вернемся к банковским балансам. На сайте [231] имеются данные о динамике (в темпах роста) различных агрегированных показателей банковского сектора США. Нами была произведена выборка основных

показателей с целью оценки их взаимной зависимости. Расчеты проводились в несколько этапов для разных объемов выборки: вначале оценивались значения за период с 1973 года, затем с 2008, затем с 2014. Интересно проанализировать изменения значений коэффициентов корреляции при изменении интервалов анализа (таблица 3.4).

Таблица 3.4 – Результаты корреляционного анализа динамики показателей банковского сектора США

Коэффициенты корреляции	Депозиты	Совокупные активы	Кредит	Ипотечные кредиты	Вложения в казначейские бумаги	Чистые активы	Совокупные обязательства
Период 1973 - 2020							
Депозиты	x						
Совокупные активы	0,64582	x					
Кредит	0,50097	0,746358	x				
Ипотечные кредиты	0,21812	0,412757	0,668	x			
Вложения в казначейские бумаги	0,14693	0,161007	0,317	-0,00443	x		
Чистые активы	-0,1554	0,053858	0,088	0,101239	0,087563	x	
Совокупные обязательства	0,61941	0,802671	0,573	0,278149	0,066638	-0,52	x
Денежные активы	0,37574	0,53823	0,062	-0,11341	-0,01073	-0,11	0,520257
Период 2008 – 2020							
	Депозиты	Совокупные активы	Кредит	Ипотечные кредиты	Вложения в казначейские бумаги	Чистые активы	Совокупные обязательства
Депозиты	x						
Совокупные активы	0,67273	x					

Продолжение таблицы 3.4

Кредит	0,52319	0,675635	x				
Ипотечные кредиты	0,04141	0,213481	0,648	x			
Вложения в казначейские бумаги	0,1357	0,050632	0,280	-0,04754	x		
Чистые активы	-0,0020	0,122747	0,003	0,030242	-0,03315	x	
Совокупные обязательства	0,64781	0,907093	0,643	0,185856	0,066779	-0,30	x
Денежные активы	0,35174	0,69656	0,123	-0,18688	-0,05529	-0,01	0,669157
Период 2014 – 2020							
	Депозиты	Совокупные активы	Кредит	Ипотечные кредиты	Вложения в казначейские бумаги	Чистые активы	Совокупные обязательства
Депозиты	x						
Совокупные активы	0,8225	x					
Кредит	0,6806	0,858847	x				
Ипотечные кредиты	-0,0919	0,118101	0,323	x			
Вложения в казначейские бумаги	0,18731	0,154868	0,403	-0,09836	x		
Чистые активы	-0,05096	0,057981	0,105	0,090418	0,23393	x	
Совокупные обязательства	0,82764	0,991927	0,845	0,106903	0,127304	-0,07	x
Денежные активы	0,83174	0,942268	0,714	0,033468	-0,03484	-0,01	0,942387

Источник: составлено автором на основе [228]

Сопоставление данных расчетов позволило выявить направления изменений по мере исследуемой экспансии фиктивного капитала:

- при сужении периода анализа с 1973 до 2008 года было выявлено отрицательное взаимное влияние банковских депозитов и ипотечных кредитов, что объясняется ипотечным кризисом и изменением кредитного портфеля банков; положительное взаимное влияние величины депозитов и чистых активов, что означает поиск альтернативных источников фондирования после кризиса ликвидности; сокращение зависимости между казначейскими обязательствами и совокупными активами, что с учетом результатов анализа, приведенных на рис. 3.2, свидетельствует о направленности казначейских инструментов на поддержку фондового рынка, а не банковских балансов;

- при дальнейшем ограничении периода исследования 2014 годом бросается в глаза усиление взаимной зависимости всех оцениваемых параметров, кроме ипотечных кредитов и казначейских ценных бумаг на балансах банков, с денежными активами на банковских балансах. Иными словами, любые операции коммерческих банков транслируются не в изменения финансовых результатов, а направлены на формирование запаса наличности. Налицо погоня за ликвидностью со стороны самой большой банковской системы мира. Если связать эту тенденцию с ростом доли прибыли в доходах и доли дивидендов в прибыли, то получаем, что банки становятся «сборщиками» денег для акционеров, которые получают рост цен на принадлежащие им инструменты за счет деятельности Казначейства по усилению глобальной зависимости от доллара. Кроме того, денежные средства являются безрисковым активом в соответствии с требованиями Базельского пакета пруденциальных норм, что позволяет сокращать требования к капиталу для осуществления кредитной экспансии. Отсутствие зависимости между денежными активами и ипотечными кредитами, а также казначейскими обязательствами, как представляется, есть следствие того, что названные

инструменты имеют свои отлаженные механизмы формирования ликвидности за счет самостоятельного хождения на мировых финансовых рынках.

Для подтверждения предположения рассмотрим обзор деятельности банковских систем, подготовленный исследователями Всемирного банка и МВФ [270]. В данном отчете сгруппированы по различным показателям результаты деятельности банковских систем многих стран. Рассмотрим ряд интересующих нас показателей.

В первую очередь обратим внимание на динамику рентабельности активов в банковском секторе (Рисунок 3.3)

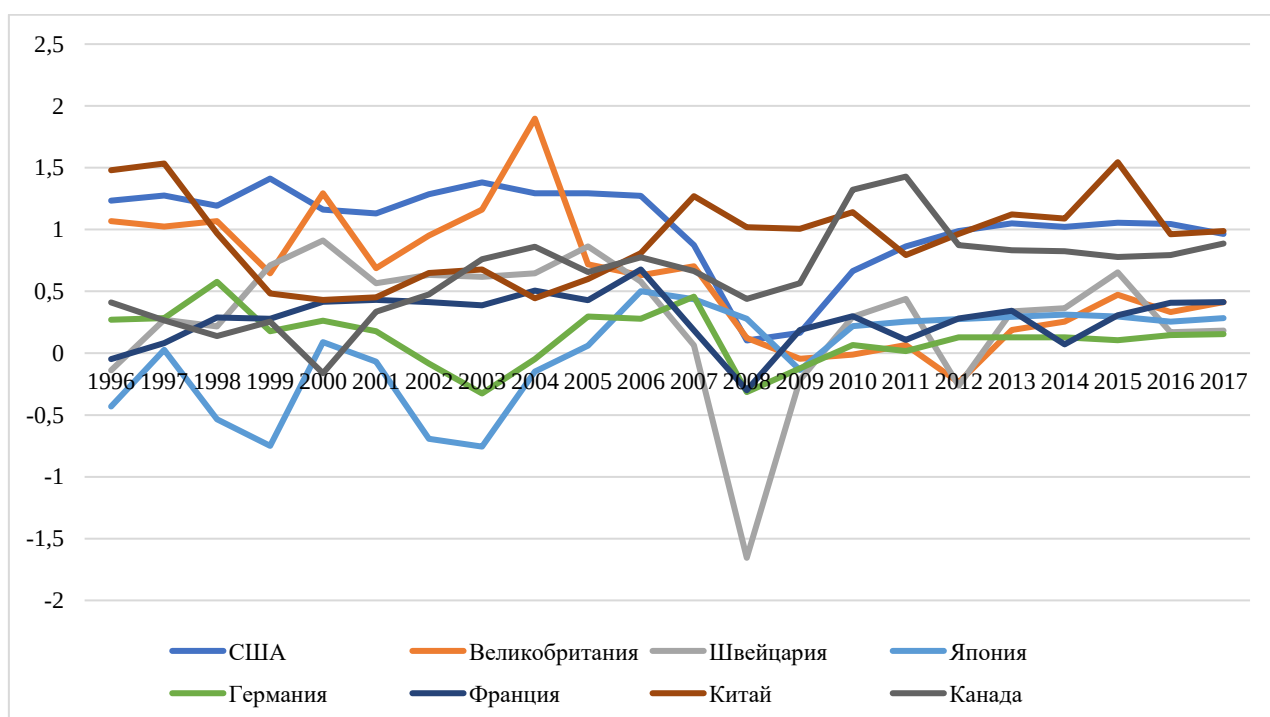


Рисунок 3.3 – Динамика рентабельности активов банков

Источник: составлено автором на основе [235]

Обращает на себя внимание поведение рентабельности активов банковского сектора США, спровоцировавших глобальный финансовый кризис: после прохождения предельно низких (однако выше нуля) значений рентабельности в 2008 году начался стремительный рост, и к завершению исследуемого периода банковская система США догнала Канаду и Китай, не показавших снижения в 2008 году, по уровню банковской рентабельности.

Чуть более сглаженную картину можно наблюдать при анализе рентабельности собственного капитала (Рисунок 3.4)

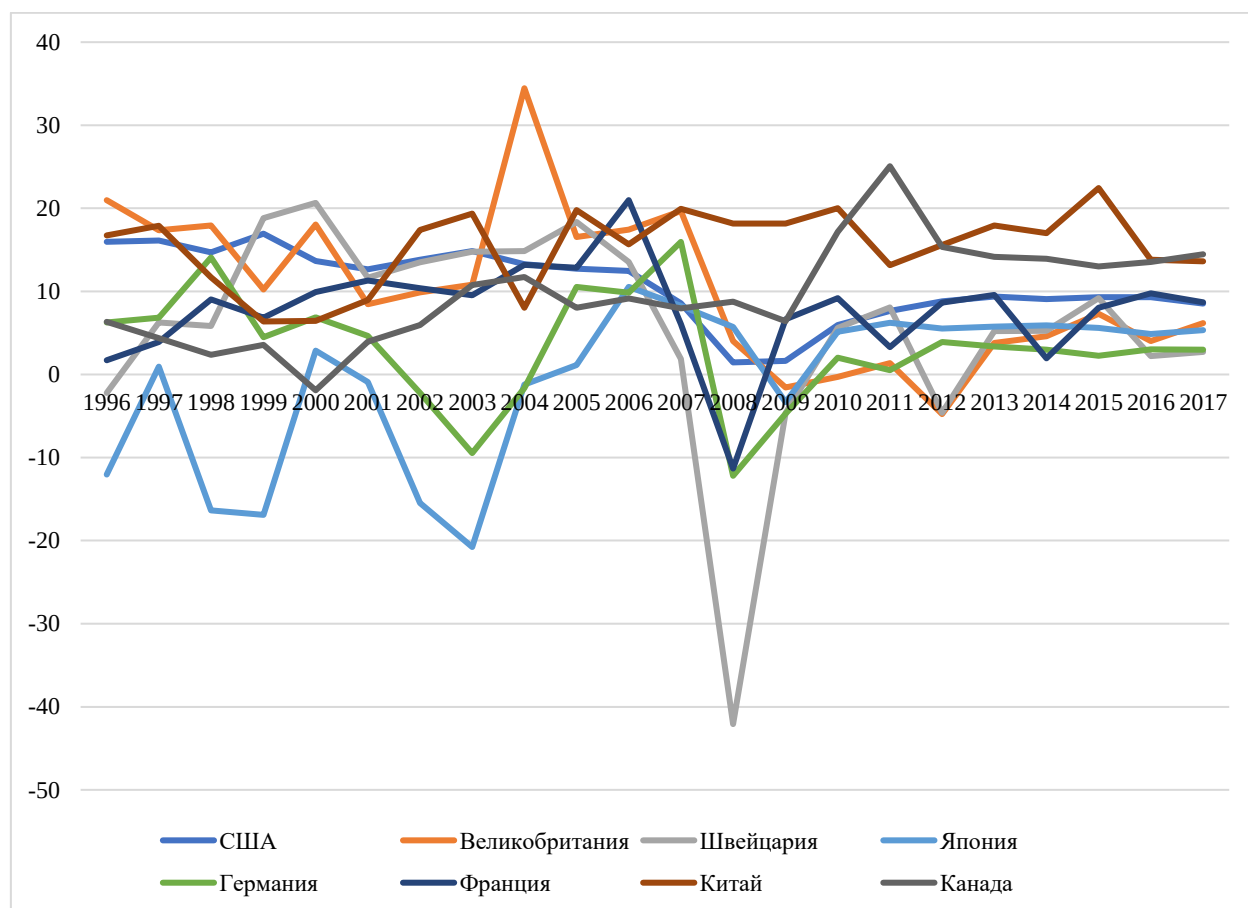


Рисунок 3.4 – Динамика рентабельности собственного капитала банков

Источник: составлено автором на основе [235]

По методологии базы Orbis оба показателя рентабельности рассчитываются по показателю чистой прибыли, притом относительно США известно, что совокупные активы превышают по темпам роста собственный капитал банков, однако мы видим, что после 2008 года рентабельность собственного капитала растет медленнее, чем экономическая рентабельность активов. Известно, что эти показатели связаны между собой эффектом финансового рычага, для идентификации результатов влияния которого рассмотрим динамику ликвидных обязательств в банковской системе США (Рисунок 3.5).

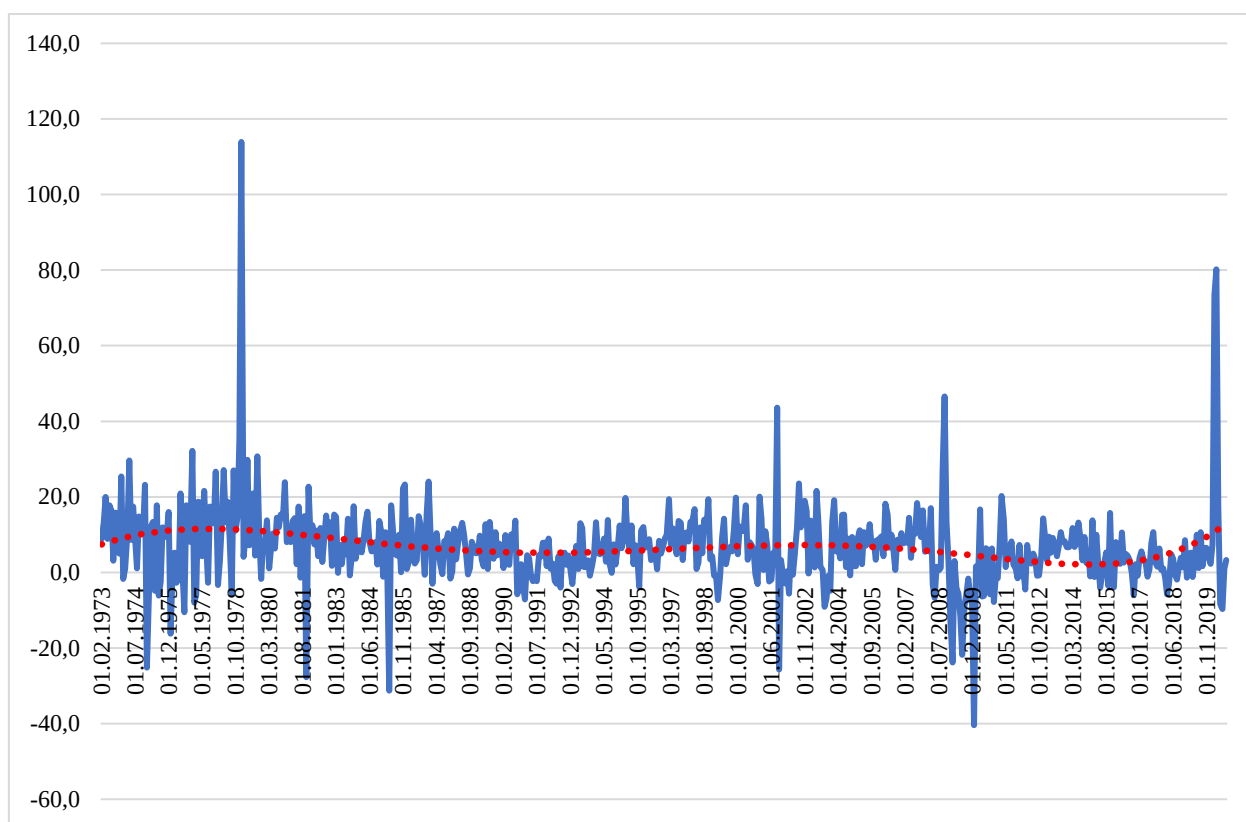


Рисунок 3.5 – Динамика банковских обязательств

Источник: составлено автором на основе [235]

Действительно, в период с 2008 по 2017 гг. динамика роста банковских обязательств несущественно замедлилась, однако основное условие запаздывания темпа роста рентабельности собственных средств по отношению к рентабельности активов видится в том, что рыночная оценка собственного капитала банков определяется привлекательностью инструментов, номинированных в долларах и внешним спросом на казначейские обязательства США.

Также нельзя не заметить резкий скачок обязательств банков в начале 2020 года, причем около половины этого прироста обусловлено приращением депозитной базы. Возникает вопрос, каким образом пандемия и предвыборная неопределенность в США в совокупности повлияли на колоссальный прирост ресурсной базы банков. Полагаем, что вновь ответы нужно искать в деятельности регулятора (Рисунок 3.6).

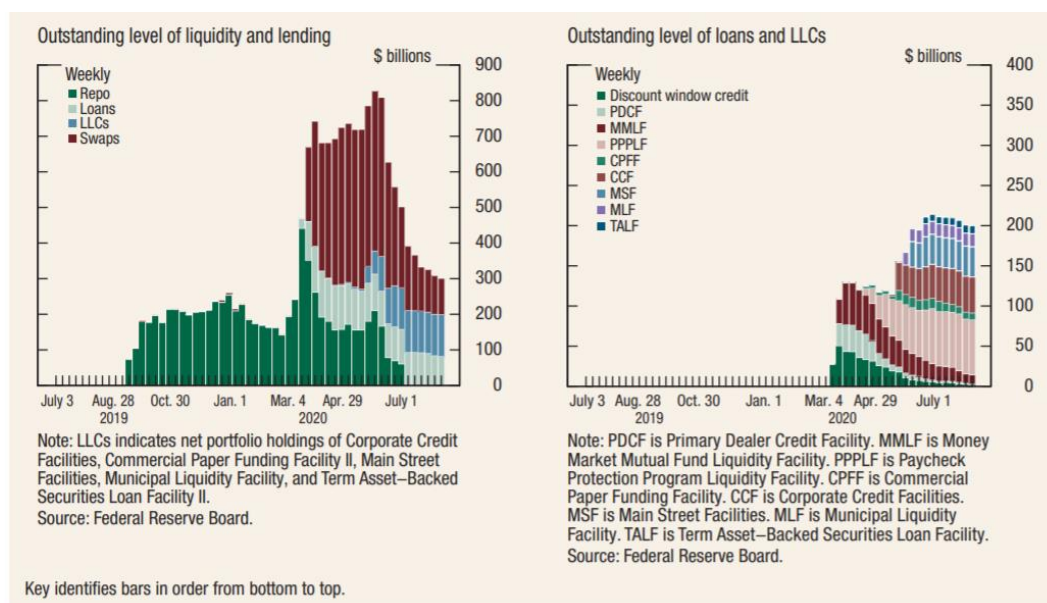


Рисунок 3.6 – Из отчета ФРС за август 2020 года

Источник: [256]

Рост ликвидности банковской системы происходит за счет различных банковских фондов, размещаемых ФРС с целью оказания превентивных мер поддержки банковской ликвидности. Интересно отметить, что по данным Forbes «ФРС выбрала для своих нынешних операций по количественному смягчению не банки, как это делала обычно, а управляющие компании BlackRock и PIMCO» [118]. Фонд Pimco располагает инструментами переноса положительной доходности индексной торговли на рынок облигаций.

В цитируемой статье содержатся данные со ссылкой на отчет Boston Consulting Group, согласно которым 10 крупнейших управляющих компаний в совокупности владеют 35 % рыночных активов в США, а весь совокупный приток фондов распределен между 18 крупнейшими управляющими компаниями [118]. Полагаем, что такое колоссальное обезличивание операций на финансовом рынке также является признаком фиктивного капитала – капитала, не привязанного к конкретным активам, конкретным инвесторам, странам и другим осязаемым субъектам. Понятно, субъектность в распределении финансовых ресурсов в такой системе оказывается под вопросом, поскольку обезличенные «упакованные» юниты финансового капитала включают в себя несчетное число сложно структурированных

элементов, выявить направления реальных финансовых ресурсов в которых не представляется возможным.

В этом контексте считаем необходимым проанализировать доступные данные об объемах забалансовых операций банков (Таблица 3.5)

Таблица 3.5 – Остатки по забалансовым операциям банков США, млрд. долл.

Инструменты	2018	2019	2020 (2 квартал)
Невостребованные обязательства	7693,9	8003,8	8235,0
Кредитные деривативы	2078,1	1895,2	1545,4
Процентные деривативы	128173,9	125078,3	132102,0

Источник: составлено автором на основе [231]

Получаем, что более 8 триллионов банковских кредитов США переведены на забалансовые счета для последующей их «упаковки» в обеспеченные облигации. Это также может быть фактором неравномерной динамики рентабельности активов и собственного капитала банков: если активы систематически списываются с балансов, то обеспечивать рентабельность оставшихся средств становится несколько проще.

Кроме того, расчетная стоимость производных финансовых инструментов американских банков составляет порядка 133 триллионов долларов, причем большая их часть нацелена на спекуляции с процентными ставками, что несопоставимо с величиной процентных обязательств, не подчиняется логике их формирования и погашения, а, следовательно, фиктивно.

Для более подробного освещения роли производных финансовых инструментов в формировании противоречий мировой финансовой системы обратимся к отчету [243], в котором отражены результаты действий с деривативами. Данные о стоимости базисных активов и рыночной стоимости производных инструментов отражены на Рисунках 3.7 и 3.8, соответственно.

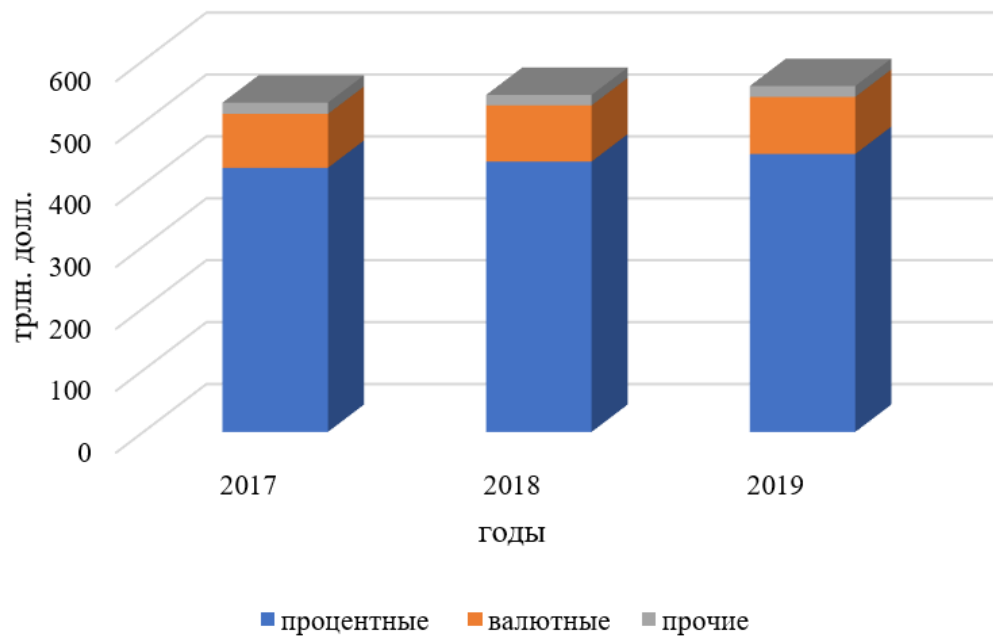


Рисунок 3.7 – Стоимость базисных активов по производным контрактам

Источник: составлено автором на основе [243]

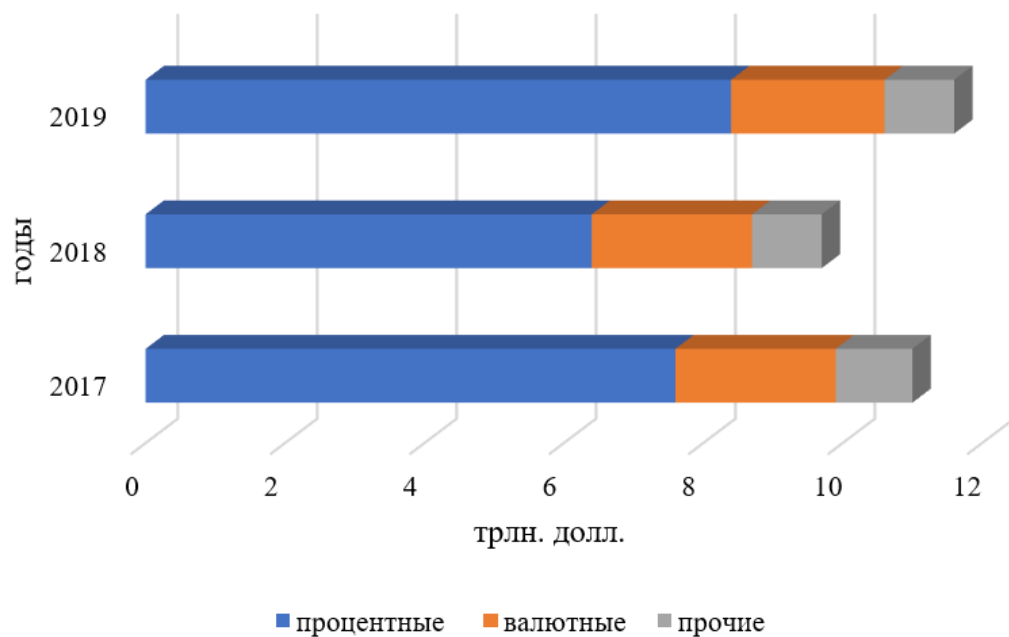


Рисунок 3.8 – Рыночная стоимость деривативов

Источник: составлено автором на основе [243]

В специализированной прессе бытует мнение о том, что официальная статистика по производным инструментам сильно занижена (по разным

оценкам, от 40 до 100 %), однако даже оперируя официальными данными, легко доказать, что инструменты экспансии фиктивного капитала широко представлены на рынке производных финансовых инструментов. Причем, 12 триллионов рыночной стоимости производных составляют 13,7 % глобального ВВП в 2019 году, а эта сумма фактически фигурировала в операциях с производными контрактами, а, следовательно, спрос на соответствующую ликвидность был предъявлен и изъят из воспроизводства как финансового, так и реального капитала. То есть, если стоимость базисного актива никогда не будет реализована на рынке производных инструментов, поскольку это лишь вопрос спекуляций и арбитража, то рыночная стоимость самих контрактов участвует в сделках при их заключении. Такой спрос на ликвидность не может быть удовлетворен без применения рычагового финансирования, а, следовательно, роль банков в финансировании соответствующих операций по созданию фиктивного капитала становится еще более ярко выраженной.

Также необходимо рассмотреть валютную структуру требований по деривативным контрактам (Рисунок 3.9)

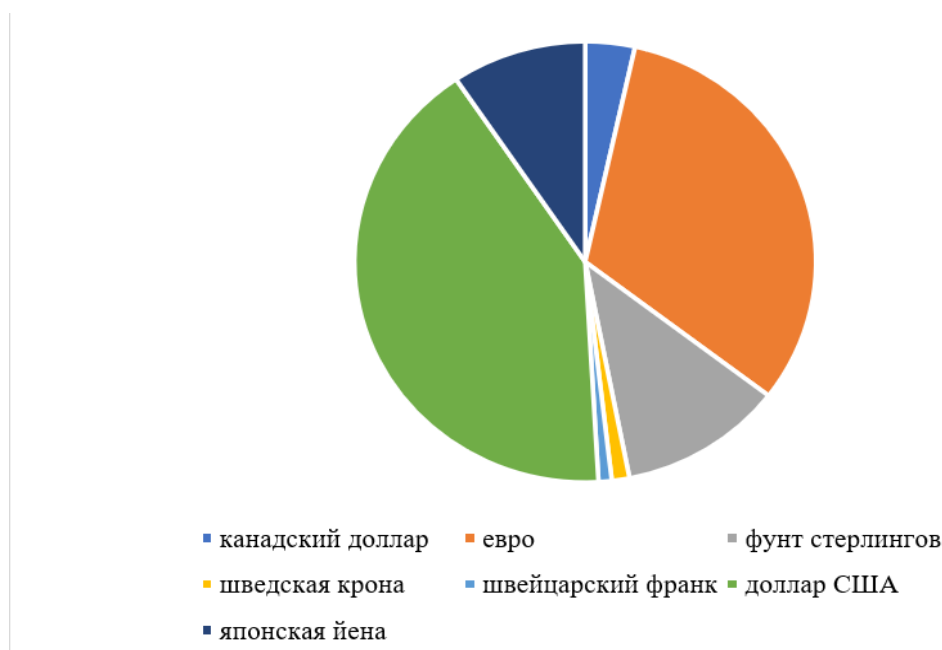


Рисунок 3.9 – Ключевые валюты деривативных контрактов

Источник: составлено автором на основе [243]

Немногим меньше половины требований по соответствующим контрактам номинировано в долларах США, что безусловно является колоссальным фактором спроса на долларовую ликвидность.

Однако полагаем, что роль рынка производных инструментов не только и не столько в формировании пирамиды требований над несуществующими валютными и процентными активами и даже не столько в разжигании спекулятивных гонок на финансовых рынках. Мы полагаем, что рынок производных инструментов является проводником фиктивного капитала за счет изменения правил ценообразования на финансовых и товарных рынках. В частности, деривативы на реальные товары практически не реагируют на спрос и предложение на рынках базисных активов, а, напротив, цены базисных активов подпадают в зависимость от биржевых котировок на рынках акций, поскольку производные на товары приобретаются для диверсификации финансовых портфелей. Таким образом, цены на физические биржевые товары попадают в зависимость от биржевых индексов. Эту тенденцию можно проследить двумя путями: во-первых, отследить изменение мировых цен различных торгуемых товаров относительно друг друга, а, во-вторых, оценить степень влияния биржевых индексов акций на изменения товарных цен.

Исходные данные для анализа получены на сайте [215], горизонт анализа – 10 лет с помесечной разбивкой. Результаты проведенного корреляционного анализа между ценами различных товарных групп приведены в таблице 3.6.

Таблица 3.6 – Результаты корреляционного анализа ценовой динамики различных товарных групп

Товары	Пшеница	Железная руда	Бананы	Резина	Уголь	Алюминий	Пальмовое масло	Соевые бобы	Рис	Кофе	Хлопок	Никель	Рапсовое масло	Сахар	Цинк	Шерсть	Индекс цен на металлы	Индекс цен на энергетическ	Индекс цен промышленн ости	Индекс цен на сырую нефть APSP
Пшеница	х	1,00	0,98	0,72	0,41	0,49	0,71	0,87	0,74	0,54	0,54	0,75	0,78	0,58	-0,42	0,11	0,78	0,85	0,78	0,82
Железная руда	х	х	0,99	0,88	0,56	0,60	0,82	0,70	0,78	0,61	0,69	0,83	0,90	0,71	-0,21	0,27	0,97	0,74	0,96	0,72
Бананы	х	х	х	0,39	0,10	0,11	0,43	0,60	0,25	-0,38	0,21	0,29	0,38	0,55	0,51	0,20	-0,26	-0,56	-0,29	-0,51
Резина	х	х	х	х	0,67	0,74	0,92	0,70	0,72	0,78	0,85	0,84	0,94	0,87	-0,16	0,39	0,91	0,70	0,94	0,65
Уголь	х	х	х	х	х	0,85	0,58	0,36	0,42	0,46	0,71	0,57	0,66	0,56	0,36	0,84	0,68	0,60	0,70	0,57
Алюминий	х	х	х	х	х	х	0,65	0,39	0,45	0,62	0,78	0,76	0,68	0,57	0,39	0,72	0,77	0,60	0,79	0,57
Пальмовое масло	х	х	х	х	х	х	х	0,75	0,72	0,79	0,75	0,80	0,91	0,89	-0,22	0,25	0,85	0,73	0,87	0,67
Соевые бобы	х	х	х	х	х	х	х	х	0,74	0,45	0,45	0,61	0,77	0,67	-0,37	0,05	0,70	0,84	0,71	0,82
Рис	х	х	х	х	х	х	х	х	х	0,48	0,40	0,64	0,82	0,62	-0,35	0,11	0,76	0,66	0,75	0,63
Кофе	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	0,71	0,78	0,70	0,79	-0,18	0,19	0,68	0,51	0,71	0,43
Хлопок	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	0,78	0,74	0,68	0,08	0,52	0,78	0,53	0,82	0,49
Никель	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	0,82	0,69	-0,09	0,29	0,91	0,72	0,92	0,70
Рапсовое масло	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	0,83	-0,24	0,36	0,92	0,77	0,93	0,73
Сахар	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	-0,22	0,23	0,73	0,63	0,76	0,57
Цинк	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	0,56	-0,06	-0,21	-0,07	-0,18
Шерсть	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	0,41	0,33	0,43	0,33
Индекс цен на металлы	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	0,79	0,9968	0,77
Индекс цен на энергетические ресурсы	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	0,80	0,99
Индекс цен промышленности	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	х	0,77

Источник: составлено автором на основе [215]

Незначительные значения парных коэффициентов корреляции показывают товары цинк и шерсть, по категории «бананы» (товар, сильно коррелирующий с офшорными потоками) корреляция отрицательна, все остальные товарные группы и ценовые индексы показывают ощутимую связь в ценовой динамике. Однако факторы спроса на различных рынках не могут быть одинаковыми, а уровень инфляции не объясняет ценовую динамику ввиду ее постепенного снижения и неравномерности проявления.

Обращает на себя внимание, что самые большие коэффициенты корреляции соответствуют следующим видам товаров: пшеница, железная руда, пальмовое масло, соевые бобы, рапсовое масло, никель, а также по композитным ценовым индексам. Если рассмотреть отчет о динамике биржевой торговли производными финансовыми инструментами за 2019 год, можно заметить, что именно эти товарные группы являются лидерами по объемам торгов биржевыми товарными деривативами в качестве базисных активов (Таблица 3.7).

Таблица 3.7 – Топ товарных деривативов в 2019 году

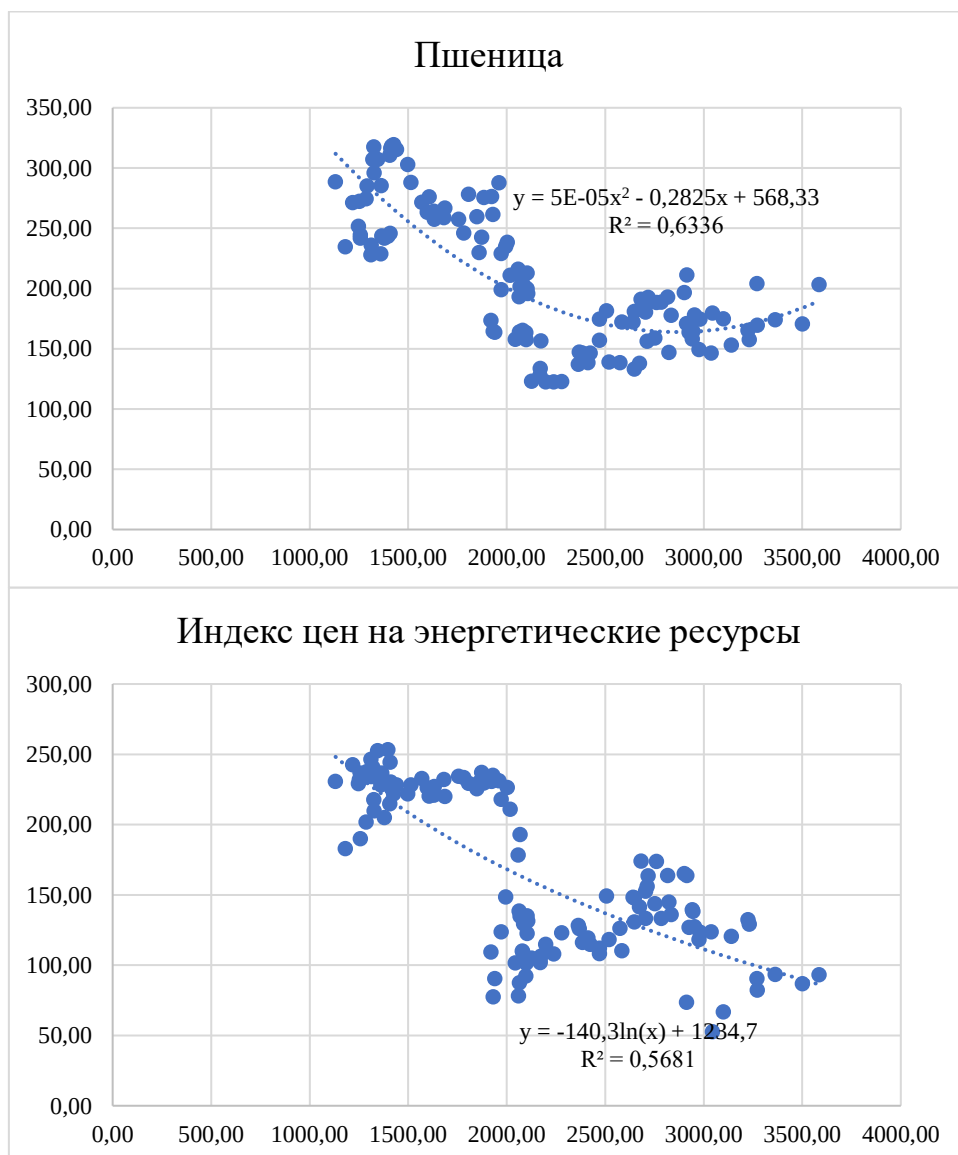
№	Товарный дериватив	Биржа	Объем, число контрактов	Стоимость базисных активов, долл.	Открытая позиция на конец 2019 г., долл.
1	Futures on Brent oil	Moscow Exchange	616,575,370	25,413,037	2,684,190
2	PTA futures	Zhengzhou Commodities Exchange	312,470,222	8,882,021	918,896
3	Iron Ore futures	Dalian Commodity Exchange	296,538,010	19,873,140	702,827
4	CRUDE OIL futures	CME Group	291,648,494	16,596,793	2,146,037
5	Soybean Meal futures	Dalian Commodity Exchange	272,869,691	7,603,012	2,925,246
6	Methanol futures	Zhengzhou Commodities Exchange	265,094,214	6,100,150	877,821
7	Brent Crude futures	ICE Futures Europe	221,329,190	10,490,953	2,594,785

Продолжение таблицы 3.7

8	Rapeseed meal futures	Zhengzhou Commodities Exchange**	138,085,360	3,201,333	329,954
9	Palm Olein futures	Dalian Commodity Exchange	135,504,196	7,129,820	888,380
10	CRUDEOILM futures	Multi Commodity Exchange of India	134,909,828	5,390,660	45

Источник: составлено автором на основе [276]

Итак, цены на торгуемые на бирже товары определяются не рынками соответствующих товаров, а общими рыночными тенденциями. Далее необходимо показать связь с рынком акций (Рисунок 3.10)



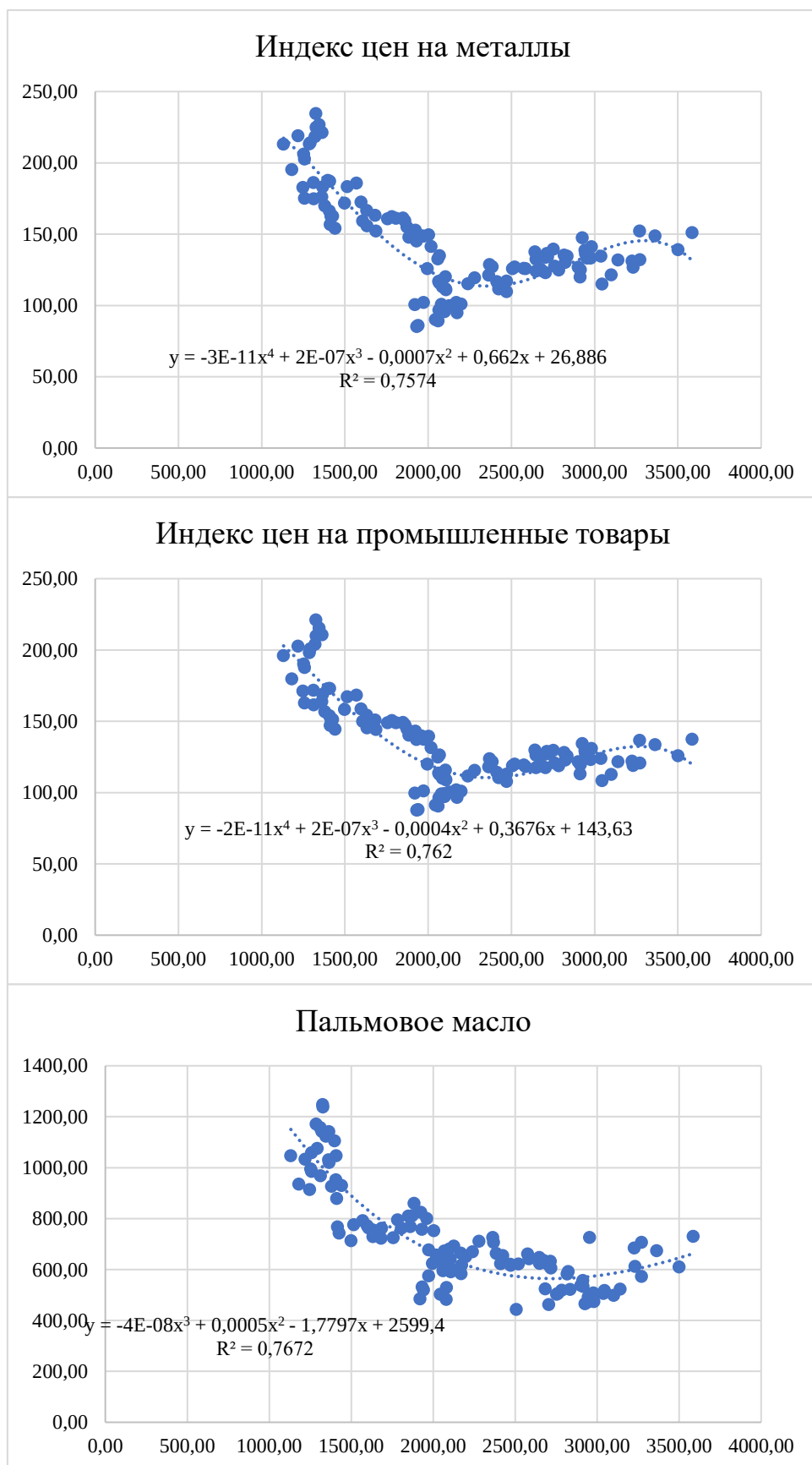


Рисунок 3.10 – Оценка зависимости товарных цен и индексов от динамики

S&P-500

Источник: составлено автором на основе [277]

Все представленные рисунки позволяют однозначно идентифицировать связь между исследуемыми величинами, однако обращает на себя внимание наличие «переломного момента» на всех графиках: при значении индекса S&P 2000 пунктов, направление зависимости меняется. Если до 2000 зависимость строго обратная, то есть, как представляется, товарные рынки становятся инструментом хеджирования риска изменения стоимости акций и в большей степени интересны инвесторам как способ диверсификации портфеля, то после достижения индексом значения 2000 пунктов направление меняется, и связь становится прямой: рост цен на акции приводит к росту цен на биржевые товары. Вероятно, это можно связать со спекулятивными настроениями инвесторов и надуванием финансовых пузырей на рынках различных активов. Однако интересно отметить, что значение в 2000 пунктов индекс S&P преодолевает в 2014 году, а ранее нами показано, что именно с 2014 года банковская деятельность в США полностью посвятила себя борьбе за ликвидность. Полагаем, такое совпадение нельзя назвать случайным. Если ключевой целью банковских операций является максимизация ликвидности, то реальные основания сделок перестают играть какую-либо роль, а все усилия по перегреву рынков направлены на то, чтобы за счет рычагового финансирования получить процент от каждой биржевой сделки при надувании финансового пузыря. Условием достижения эффективности приложения банковских ресурсов к раздуванию финансового пузыря является абсолютная универсальность объектов торговли и возможность их многократной делимости, независимо от физических свойств объектов, что вполне достигается за счет использования производных финансовых инструментов.

Вместе с тем, выше было упомянуто, что процесс финансиализации сам по себе не гарантирует наличия фиктивного капитала в экономике, и хотя косвенно мы уже доказали обратное, необходимо рассмотреть деятельность компаний различных секторов экономики и выявить элементы фиктивного капитала в результатах этой деятельности. Анализ проведен с использованием публичной базы данных А. Дамодарана [220]. Используются данные по 95

различным секторам американской экономики за период 1999 – 2019 гг. по 21 показателю деятельности фирм. Такой охват необходим для выявления не частных тенденций, а «генеральной линии» поведения американских фирм на реальных и финансовых рынках.

Целью данного этапа исследования является определение изменений закономерностей, направляющих финансовые ресурсы фирм. Результаты анализа зависимостей показателей представлены в таблицах 3.8 (по годам) и 3.9 (по отраслям).

Таблица 3.8 – Результаты анализа взаимного влияния различных показателей
результативности деятельности компаний в США (по годам)

коэффициенты корреляции	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
количество фирм в отрасли - чистая прибыль	0,434	0,234	0,206	0,164	0,987	0,391	0,439	0,402	0,065	0,393	-0,053	0,170	0,243	0,392	0,286	0,299	0,044	0,048	0,338	0,261	0,316
количество фирм в отрасли - рыночная капитализация	0,598	0,591	0,561	0,531	0,994	0,605	0,608	0,590	0,498	0,465	0,550	0,590	0,532	0,558	0,448	0,461	0,497	0,514	0,529	0,511	0,495
количество фирм в отрасли - спред	0,516	0,407	0,327	0,325	0,151	0,312	0,295	0,334	0,368	0,364	0,227	0,276	0,383	0,387	0,231	0,330	0,318	0,025	0,221	0,119	0,079
рыночная капитализация - чистый денежный поток	0,501	0,187	0,605	0,691	0,985	0,801	0,549	-0,109	0,080	0,272	0,495	0,504	0,679	0,942	0,220	0,411	0,373	0,481	0,759	0,622	0,688
рыночная капитализация - чистая прибыль	0,828	0,324	0,728	0,625	0,994	0,858	0,909	0,891	0,065	0,873	0,570	0,615	0,773	0,931	0,577	0,826	0,563	0,514	0,826	0,712	0,768
чистая прибыль – капитальные вложения	0,065	-0,169	-0,018	-0,018	-0,004	0,057	0,060	0,050	0,013	0,079	0,024	0,061	0,012	-0,020	-0,080	-0,132	-0,026	0,039	0,020	0,010	-0,067

Продолжение таблицы 3.8

чистая прибыль - дивиденды	0,880	0,849	0,786	0,700	0,994	0,840	0,875	0,889	0,817	0,931	0,703	0,679	0,787	0,925	0,508	0,733	0,420	0,442	0,718	0,678	0,614
чистая прибыль - чистый оборотный капитал	0,383	0,427	-0,073	-0,280	-0,901	0,145	-0,447	0,344	0,333	0,148	-0,135	0,203	-0,105	-0,437	0,070	0,234	0,122	0,219	0,089	-0,003	0,143
рыночная капитализация - балансовая стоимость собственных средств	0,796	0,821	0,684	0,778	0,998	0,881	0,904	0,937	0,850	0,820	0,846	0,858	0,853	0,853	0,728	0,752	0,706	0,781	0,723	0,665	0,621
рыночная капитализация - коэффициент автономии	0,301	0,290	0,258	0,139	-0,003	0,074	н/д	н/д	н/д	0,193	0,117	0,071	0,075	0,037	0,217	0,117	0,206	0,130	0,152	0,267	0,306
рыночная капитализация - дивиденды	0,754	0,215	0,756	0,787	0,994	0,869	0,873	0,901	0,095	0,853	0,883	0,841	0,897	0,923	0,751	0,789	0,704	0,759	0,707	0,655	0,640
рыночная капитализация - средневзвешенная стоимость капитала	0,381	0,229	0,216	0,077	0,003	0,131	н/д	н/д	н/д	0,077	-0,076	-0,066	-0,053	-0,061	-0,020	н/д	0,099	0,023	0,059	0,176	0,136

Продолжение таблицы 3.8

EVA-Beta	стоимость долга - коэффициент автономии	амортизация - стоимость долга	капитальные вложения - EVA	коэффициент автономии - капитальные вложения	рыночная капитализация - beta	рыночная капитализация - стандартное отклонение рыночных цен
0,094	0,405	0,051	0,754	0,017	0,339	0,251
-0,078	0,287	0,004	0,183	-0,025	0,176	0,276
-0,189	0,161	0,090	-0,093	-0,128	0,166	0,224
-0,188	0,193	0,074	0,509	-0,280	0,056	0,055
-0,145	н/д	н/д	0,670	-0,042	-0,005	0,050
#Н/Д	0,209	0,115	0,851	-0,176	0,127	-0,011
-0,115	н/д	0,036	0,335	н/д	0,100	0,120
-0,066	н/д	0,099	0,219	н/д	0,104	0,159
-0,028	н/д	0,128	0,269	н/д	0,036	0,224
0,028	0,048	0,090	0,459	-0,034	-0,088	0,161
-0,184	0,085	0,036	0,585	-0,036	-0,169	0,147
-0,292	0,208	-0,056	0,227	-0,084	-0,151	0,163
-0,158	0,226	0,003	0,390	-0,037	-0,159	-0,030
-0,108	0,153	0,045	0,670	-0,054	-0,111	0,223
0,116	0,276	-0,045	-0,245	-0,115	-0,146	0,011
н/д	н/д	н/д	н/д	-0,062	-0,230	0,001
0,074	0,003	0,270	-0,192	-0,142	-0,113	0,039
0,066	0,125	0,156	-0,057	-0,159	-0,158	-0,057
0,158	0,139	0,015	-0,004	-0,162	-0,077	-0,066
0,234	0,186	-0,078	0,073	-0,093	0,001	0,095
0,141	0,264	0,025	0,117	-0,081	-0,081	0,109

Окончание таблицы 3.8

EVA-дивиденды	0,626	0,319	0,189	0,255	0,733	#Н/Д	0,337	0,319	0,061	0,493	0,721	0,565	0,561	0,807	0,181	н/д	-0,032	-0,024	-0,039	-0,070	0,006
капитальные вложения - долг	0,422	0,390	0,601	0,472	0,964	0,411	0,218	0,219	0,149	0,193	0,255	0,239	0,186	0,183	0,082	0,083	0,076	0,106	0,105	0,110	0,119
капитальные вложения + чистый оборотный капитал + дивиденды – долг	0,969	0,713	0,980	0,953	0,985	0,902	0,334	0,266	0,180	0,567	0,963	0,954	0,964	0,964	0,973	0,956	0,951	0,934	0,919	0,903	0,899
Средневзвешенна я стоимость капитала – стандартное отклонение рыночных цен акций	0,640	0,749	0,763	0,786	0,506	0,120	0	0	0	0,462	0,504	0,562	0,148	0,411	0,718	0	0,443	0,553	0,599	0,495	0,430
Средневзвешенна я стоимость капитала – beta	0,806	0,938	0,950	0,943	0,695	0,967	н/д	н/д	н/д	0,696	0,837	0,830	0,805	0,844	0,860	н/д	0,733	0,745	0,843	0,868	0,838

Источник: составлено автором на основе [220]

Таблица 3.9 – Результаты анализа взаимного влияния различных показателей результативности деятельности компаний в США (по отраслям – выборочно)

Сектор	количество фирм в отрасли - чистая прибыль	количество фирм в отрасли - рыночная капитализация	количество фирм в отрасли - сред	рыночная капитализация - чистый денежный поток	рыночная капитализация - чистая прибыль	рыночная капитализация - балансовая стоимость собственных средств	рыночная капитализация - коэффициент автономии	рыночная капитализация - дивиденды	рыночная капитализация - средневзвешенная стоимость капитала	рыночная капитализация - стандартное отклонение рыночных цен	коэффициент автономии - капитальные вложения	капитальные вложения - EVA	амортизация - стоимость долга	стоимость долга - коэффициент автономии	EVA – Beta	EVA – дивиденды	капитальные вложения – долг	капитальные вложения + чистый оборотный капитал + дивиденды – долг
Реклама	-0,07033	0,128241	0,171814	0,307086	-0,26548	0,368879	0,590194	0,370634	0,330382	-0,2928	-0,10316	-0,40057	-0,04753	0,011211	-0,28515	-0,21332	0,515824	-0,00926
Аэрокосмическая промышленность / Оборона	0,548737	0,586996	0,397509	0,372549	0,650408	0,811033	0,379787	0,466147	0,167956	0,419945	-0,2125	0,679233	-0,01524	0,282469	0,165569	0,242245	0,442937	0,266511
Воздушный транспорт	-0,24336	0,193749	-0,2041	0,087196	0,127214	0,008349	0,675161	0,500772	0,077721	-0,36291	-0,23395	0,03317	-0,20747	-0,57057	0,017565	-0,04769	0,831864	0,851195
Производство одежды	-0,02341	-0,09003	0,624351	0,179446	0,521668	0,767288	0,694944	0,843118	0,275507	-0,06498	0,100827	0,575059	-0,16781	0,021931	-0,40349	0,045452	0,857229	0,70108
Автомобилестроение	-0,7426	-0,63309	0,243515	0,863009	0,952922	0,992124	-0,61069	0,982442	-0,31149	-0,0644	-0,65588	0,353261	0,001761	0,319424	-0,15414	0,336544	0,999393	0,998879

Продолжение таблицы 3.9

Банки	Производство стройматериалов	Химическая промышленность	Производство компьютеров и периферии	Производство электроники	Финансовые услуги
0,882287	0,060202	-0,05052	0,306374	-0,14146	0,469795
0,902418	-0,21733	-0,09409	0,171278	0,129337	0,325708
-0,15035	0,300387	0,692141	-0,30568	-0,02376	-0,47972
0,994697	-0,07763	0,05942	0,405832	0,025126	0,267
0,993477	-0,45136	0,775595	0,64222	-0,17473	0,225289
0,99328	0,075939	0,808748	0,604893	0,476224	0,19916
0,120653	0,628124	0,428584	0,615573	0,490304	0,257398
0,993012	-0,12086	0,027205	0,037925	-0,1531	0,410195
0,066395	0,254133	-0,135	0,114876	0,027287	-0,05965
-0,19153	-0,06201	-0,08666	-0,3512	-0,1569	-0,25254
	0,102405	0,02466	-0,15529	-0,58317	-0,58636
	0,212475	0,528771	-0,41717	-0,0506	н/д
	-0,05748	-0,1723	-0,1167	-0,2701	-0,61505
0,019859	0,192844	-0,15029	0,023811	0,118252	0,352012
	-0,20765	-0,33603	-0,10571	-0,41506	н/д
	-0,11838	0,077721	0,061064	-0,51553	н/д
	0,680594	0,258456	-0,33637	0,160631	0,882891
0,900709	0,525532	0,147921	-0,29169	0,320687	0,062402

Окончание таблицы 3.9

Телекоммуникации	Производство стали	Производство полупроводников	Машиностроение	Интернет	Строительство жилья
0,445719	-0,77068	0,276343	0,122218	-0,05123	-0,61494
0,244915	0,464427	0,407505	0,445231	0,023354	-0,00703
0,317003	0,022314	-0,15126	-0,07311	0,251875	0,191454
-0,07416	-0,11501	0,495549	0,521295	0,118706	0,089756
0,078647	-0,51038	0,469785	-0,08241	0,181548	0,305148
0,719075	0,698732	0,676411	0,772487	0,012906	0,753534
0,613053	0,324391	0,555987	0,215566	0,473357	0,505384
0,076894	0,20858	н/д	-0,05122	н/д	-0,32392
0,097796	0,151237	0,247913	-0,21153	-0,18695	0,123469
-0,49623	-0,18915	-0,01168	-0,31267	-0,06982	-0,03942
-0,13133	-0,31349	-0,13814	-0,41262	-0,10318	0,13545
0,418156	0,198935	0,006959	0,354419	н/д	0,161129
-0,05682	-0,2406	-0,20289	-0,08217	-0,07444	-0,05895
-0,51228	0,124839	-0,17133	-0,10476	-0,0467	0,168107
-0,0131	-0,00132	0,45505	0,074854	н/д	-0,49463
0,286088	0,069145	н/д	0,086554	н/д	-0,50351
0,942596	0,794808	0,213787	0,510462	-0,70655	0,629132
0,943481	0,379726	0,230355	0,378482	-0,4621	-0,32191

Источник: составлено автором на основе [220]

Дадим интерпретацию полученных результатов анализа. Таблица 3.8 показывает, как изменяется во времени структура финансовых импульсов, и какие финансовые решения принимаются компаниями. Можно сделать следующие выводы:

1. На количество фирм в отрасли не влияют размеры чистой прибыли и рыночной капитализации (в таблице расчетные значения коэффициентов корреляции по данным соотношениям находятся вблизи значения 50 %, за исключением 2003 года). Более того, существует тенденция сокращения числа публичных компаний в связи с концентрацией финансовых ресурсов у признанных лидеров различных отраслей и отсутствием возможности реальной конкуренции с ними на финансовых рынках ввиду колоссального преимущества по уровню рыночной ликвидности финансовых инструментов, эмитируемых лидерами рынка [107].

2. Влияние размера чистого денежного потока на рыночную капитализацию постепенно ослабевает, что было характерно и в преддверии кризиса 2007-2008 гг., к примеру, в 2003-2004 гг. динамика рыночной капитализации на 90 % соответствовала динамике ЧДП, тогда как в предкризисном 2006 коэффициент корреляции составил – 1 %. В настоящее время коэффициент корреляции по данному соотношению не превышает 70 %.

3. Чистая прибыль оказывает в среднем большее влияние на рыночную капитализацию, чем чистый денежный поток, что может быть следствием нерациональной инвестиционной политики или чрезмерных выплат дивидендов. Коэффициент корреляции в данной паре факторов не имеет таких существенных колебаний, как при сопоставлении рыночной капитализации с чистым денежным потоком. Отчасти это может быть обусловлено тем, что чистый денежный поток является более объективным финансовым показателем, будучи избавлен от налогово-бухгалтерских аспектов его формирования, однако, полагаем, что процесс посленалогового

распределения прибыли также является фактором большей волатильности зависимости капитализации от денежного потока.

4. Чистая прибыль компаний не коррелирует с уровнем капитальных вложений. Для данной пары факторов ни один из периодов анализа не дает наличия устойчивой связи. Следовательно, реинвестирование прибыли не является важным способом финансирования капитальных вложений. Причина видится в рычаговом финансировании и чрезмерных дивидендах и обратном выкупе акций для поддержания фиктивной капитализации [132].

5. Связь дивидендов с размером чистой прибыли ослабевает, иными словами, для поддержания спроса на ликвидность со стороны инвесторов компании изыскивают иные ресурсы, чем финансовый результат деятельности. Так, по данным таблицы в 99 году 88 % выплат дивидендов можно было связать с динамикой чистой прибыли, тогда как в 2019 только 61 %. Поскольку влияние дивидендов на капитализацию также ослабевает, причиной всему видится обратный выкуп акций.

6. Средневзвешенная стоимость капитала по данным таблицы 8 не оказывает практически никакого влияния на рыночную капитализацию, несмотря на то что при проведении финансового анализа средневзвешенная стоимость капитала не может не влиять на ставку дисконтирования (ставка дисконтирования, учитываемая при анализе временной стоимости денежных потоков, как правило, не может быть ниже цены привлечения финансовых ресурсов). Поскольку дисконтированный денежный поток лежит в основе прогнозирования цен финансовых инструментов, в том числе, акций, должна просматриваться отрицательная зависимость между капитализацией и средневзвешенной стоимостью капитала. Отсутствие такой зависимости может быть следствием либо неверных оценок ставок дисконтирования лицами, принимающими решения, либо об отсутствии влияния цены привлечения капитала на динамику рыночной капитализации. Поскольку при этом стандартное отклонение и бета-коэффициент акций

также не оказывает значимого влияния на капитализацию, делаем вывод, что риск ликвидности акций не учитывается при принятии решения об инвестировании. Концепция учета риска ликвидности [45], отраженная, например, в модели Мертона, основана на том, что рыночная ликвидность зависит от прогнозируемого инвесторами соотношения между рыночной капитализацией компании и величиной ее долгов. При оценке прогнозной капитализации с учетом риска ликвидности в соответствии с данной моделью обязательно учитываются бета-коэффициент, уровень волатильности цен акций и средневзвешенная стоимость капитала. Отсутствие связи между капитализацией и перечисленными параметрами свидетельствует либо о нарушении основных принципов рыночного фундаментализма, либо о неверных оценках участников рынка. В любом случае, концепция оценки риска ликвидности не действует на практике, поскольку последний рассматривается финансовыми спекулянтами в большей степени как возможность присвоения ликвидности, нежели как угроза портфельных потерь.

7. Дополнительный довод в том, что коэффициент автономии не связан со стоимостью заемного капитала, что также противоречит базовым параметрам оценки платежеспособности, применяемых, к слову, рейтинговыми агентствами и банками. Мы видим, что возможность привлечь ликвидность с рынка акций не зависит ни рисков ликвидности (рыночной), ни от показателей платежеспособности (балансовой), то есть, фактически деятельность на финансовых рынках существует в отрыве от показателей деятельности фирм, что явно говорит о фиктивности обслуживающих этот процесс капиталов.

8. Уровень дивидендов не связан с экономической добавленной стоимостью, хотя дивиденды оказывают влияние на средневзвешенную стоимость капитала, имеющуюся в формуле EVA, что явно указывает на независимость результатов использования инвестиций и способность их к

генерированию прибыли в вопросе выплаты дивидендов. Экономическая добавленная стоимость показывает, был ли у инвесторов лучший способ размещения своих активов, однако, если инвесторов интересует только cash flow в форме дивидендов, то такими условностями можно пренебречь.

9. Устойчивую зависимость можно проследить между суммой капитальных вложений, чистого оборотного капитала и дивидендов и величиной заемных средств. Исключение составляют предкризисные годы надувания финансового пузыря (2005-2007) [25]. Все остальные временные интервалы характеризуются устойчивой сильной связью между индикаторами. Иными словами, заемные средства используются для финансирования инвестиций, потребностей в восполнении оборотного капитала и осуществления дивидендных выплат, однако все это никак не связано с приростом экономической добавленной стоимости и ростом рыночной капитализации за счет устойчивого денежного потока. Мы видим, что балансовые показатели (капитальные вложения, оборотный капитал, выплаты на собственный капитал) осуществляются из займов, и это одна область корпоративных финансов в США, а рыночные показатели существуют изолированно от этого процесса и характеризуются собственной динамикой вне связи с балансовыми индикаторами.

10. В итоге получаем, что финансирование деятельности осуществляется независимо от ее результативности за счет заемных средств, но при этом рыночная капитализация является самостоятельным инструментом управления ликвидностью на финансовых рынках, поскольку ее динамика не учитывает фундаментальные финансовые риски эмитентов. Фирмы в таком случае становятся посредниками, передающими импульс от банков на финансовые рынки и переводящими туда банковскую ликвидность, при этом накапливая на балансах обязательства, а в основных фондах – неэффективность.

Таблица позволяет детализировать полученные выводы с точки зрения различий в поведении отраслей на финансовых рынках. При рассмотрении данных за весь период анализа, но с группировкой по отраслям, видно, что большинство отраслей активно используют долговой метод финансирования, связи между фундаментальными показателями оказываются еще менее существенны. Более устойчивые связи между фундаментальными показателями в отраслевом разрезе можно заметить по таким секторам, как банки, автомобильная промышленность, производство компьютеров, электроники и полупроводников, химическая промышленность, а также интернет и телеком.

В автомобильной промышленности, отрасли, имеющей высокую долю в американском экспорте, явно прослеживается исключительно долговое финансирование и отрицательная зависимость между динамикой коэффициента автономии и рыночной капитализацией. Имеем низкую балансовую ликвидность, финансирование капитальных вложений на фоне сокращения доли собственных средств на балансе, при росте капитализации и приоритетном режиме экспорта.

Анализ глобальной экономики в контексте финансиализации и движения потоков ликвидности невозможен без рассмотрения динамики прямых иностранных инвестиций. Поскольку имеется потребность в оценке влияния глобализационных тенденций финансиализации на формирование фиктивного капитала, подчиняющегося исключительно законам перераспределения и нарушающего воспроизводственные контуры глобальной экономики, проведем регрессионный анализ влияния показателей финансовых рынков на динамику прямых иностранных инвестиций.

Для этого нами использован инструментарий множественной линейной регрессии (авторегрессия неприменима ввиду крайне ограниченного объема исходных данных для анализа). Исходящие потоки

прямых иностранных инвестиций проанализированы с точки зрения влияния на них внутреннего долга компаний-резидентов и динамики рыночной капитализации национальных компаний (в первоначальном варианте периметр анализа включал также долю налога на прибыль в корпоративной прибыли для идентификации офшорных потоков, долю финансов в ВВП, долю услуг в ВВП и долю финансовых услуг в экспорте услуг, однако перечисленные показатели на предварительном этапе анализа не показали существенных регрессий). Входящие потоки прямых иностранных инвестиций тестировались на наличие зависимости от коэффициента оборачиваемости акций на внутреннем фондовом рынке и от объемов торгов акциями на внутреннем фондовом рынке в отношении к ВВП страны (первоначально также тестировалась гипотеза влияния доли промышленности в ВВП на динамику ПИИ, но работоспособность модели была нарушена). Период анализа – 1990 – 2019 гг. (для ряда стран диапазон анализа уже ввиду отсутствия официальных данных), анализ проводился на основе абсолютных значений, а также темпов роста показателей для повышения качества моделей. Результаты регрессионного анализа приведены в Таблицах 3.10 и 3.11

Таблица 3.10 – Результаты регрессионного анализа исходящих потоков прямых иностранных инвестиций

Страна, количество наблюдений	R ² множественной регрессии	Значимость параметра F	Коэффициент фактора «внутренний корпоративный долг по отношению к ВВП»	P-значение	Коэффициент фактора «капитализация»	P-значение
Австрия, 19	0,4424	0,00935	928,87	0,018	72	0,056
Бельгия, 13	0,157	0,275	296,603	0,76	77,33	0,14
Люксембург, 18	0,51206	0,0046	7,02	0,97	383,177	0,00149

Продолжение таблицы 3.10

Германия, 19	0,41076	0,01453	371,25 9	0,673	68,4455	0,0193
Франция, 19	0,07780 5	0,52309	292,2	0,7742	11,38961	0,5472
Нидерланды, 19	0,01911	0,857	229,64 7	0,951	36,775	0,6
Швейцария, 27	0,47804	0,000408	443,78 1	0,58	39,527	0,027
Великобритания , 30	0,2156	0,0377	90,32	0,8752 3	54,917	0,0197
США, 30	0,4284	0,0005253	-4,345	0,204	4002,144	0,00098
Канада, 19	0,56077	0,00139	468,72 5	0,0238 6	0,00000001 4	0,15187
Япония, 30	0,68245	0,00000018 8	- 1204,4 7	0,0027 2	28,6914	0,00008 6
Китай, 17	0,82295	0,0000055	996,17	0,1437 1	12,5455	0,0135
Гонконг, 30	0,70616	0,00000007	204,78 2	0,273	14,55	0,0024

Источник: составлено автором на основе [274]

Таблица 3.11 – Результаты регрессионного анализа входящих потоков прямых иностранных инвестиций

Страна, количество наблюдений	R ² множествен ной регрессии	Значимо сть параметр а F	Коэффици ент фактора «оборот акций»	Р- значен ие	Коэффици ент фактора «объем торгов»	Р- значени е
Австрия, 30	0,2008	0,048	-4,49	0,58	314,1	0,014
Бельгия, 13	0,3188	0,14663	-816,57	0,1	2292,98	0,064
Люксембург, 18	0,00557	0,95899	-8709,57	0,844	5950,08	0,873
Германия, 30	0,48857	0,00012	-436,441	0,0024 8	1656,62	0,00002 49
Франция, 25	0,1718	0,1256	-50,8788	0,75	246,247	0,1493
Нидерланды, 25	0,57688	0,000078	-291,57	0,011	616,28	0,00002 9
Швейцария, 30	0,0447	0,539	-150	0,3437	111,7	0,303
Великобрита ния, 19	0,504	0,003637	-79,92	0,885	1332,26	0,0168
США, 29	0,6373	0,000001 9	-905,7	0,014	1747,09	0,00007 3
Канада, 30	0,58289	0,000007 5	63,1336	0,77	675,145	0,00421 8
Япония, 30	0,2521	0,01979	52,44	0,3527	39,898	0,49148

Продолжение таблицы 3.11

Китай, 17	0,45594	0,01411	320,667	0,05131	-133,354	0,444
Гонконг, 30	0,6162	0,0000024	-550,658	0,0738	153,405	0,0000007

Источник: составлено автором на основе [274]

Ячейки, выделенные цветом, соответствуют незначимым регрессиям или низкой значимости конкретного фактора, однако, несмотря на наличие подобных значений, часто объясняемым ограничением объема выборки, можно говорить о наличии определенных тенденций. Во-первых, для большинства рассматриваемых стран, являющихся активными игроками финансовых рынков, имеется значимая регрессия с высокой долей объясняющей силы влияния рассмотренных факторов на потоки прямых иностранных инвестиций. Например, исходящие потоки прямых иностранных инвестиций Японии на 68,25% объясняются взаимным влиянием долга и капитализации внутреннего рынка, причем, рост долга на 1 % по отношению к ВВП объясняет снижение исходящих прямых инвестиций на 1204,47 млн. долл., а рост капитализации японского рынка – к росту оттока ПИИ на 28,69 млн. долл. Другой пример – притоки ПИИ в Германию на 48,86 % объясняются динамикой внутреннего фондового рынка, причем, ускорение оборота акций на 1 % приводит к сокращению ПИИ на 436,41 млн. долл., а рост объемов торгов – к увеличению ПИИ на 1656,62 млн. долл. Во-вторых, в таблице 11 следует обратить внимание на превалирование отрицательных значений в столбце «Коэффициент фактора «оборот акций». Данный показатель можно получить за счет деления объема торгов акциями на капитализацию (автокорреляции не обнаружено), при этом динамика объема торгов дает положительное значимое в большинстве случаев влияние на динамику притоков прямых иностранных инвестиций. Далее отметим, что показатели, использованные для регрессионного анализа притоков ПИИ, также являются показателями глубины рынка при оценке его ликвидности, чем и был объяснен их выбор.

В итоге получаем, что связующим звеном в рассмотренных моделях является капитализация внутреннего фондового рынка, которая является основным фактором, оказывающим влияние на движение ПИИ.

В модели притоков прямых иностранных инвестиций можно выявить следующую логическую взаимосвязь: когда оборот торговли на фондовом рынке растет быстрее, чем рыночная капитализация, притоки ПИИ замедляются, однако при наличии обратной тенденции возникает ускорение притоков средств на данный рынок. На оттоки ПИИ капитализация совместно с ростом долговых обязательств (за исключением США и Японии, где рост долга приводит к сокращению инвестиций за рубеж) компаний-резидентов оказывает прямое воздействие: чем быстрее происходит увеличение капитализации, тем интенсивнее инвестиции резидентов за рубежом.

Отсутствие связей ПИИ с производительностью в стране-реципиенте, отмеченное в работах Дж. Стиглица [175] и П. Кругмана [113], Д. Родрика [152] и У. Истерли [91], усугубляет негативное влияние сформулированных нами выводов. В среднем половина потоков ПИИ объясняется изменениями капитализации национальных фондовых рынков, причем рост капитализации ускоряет как притоки, так и оттоки прямых иностранных инвестиций. Интересно также отметить, что международные финансовые потоки (по платежному балансу в целом), обслуживающие центр притяжения глобальных финансов, негативно влияют на динамику инвестиций в основные фонды. Рассмотрим соотношение уровня финансового капитала, привлекаемого в США, и уровня глобальных инвестиций в основные фонды (Рисунок 3.11)

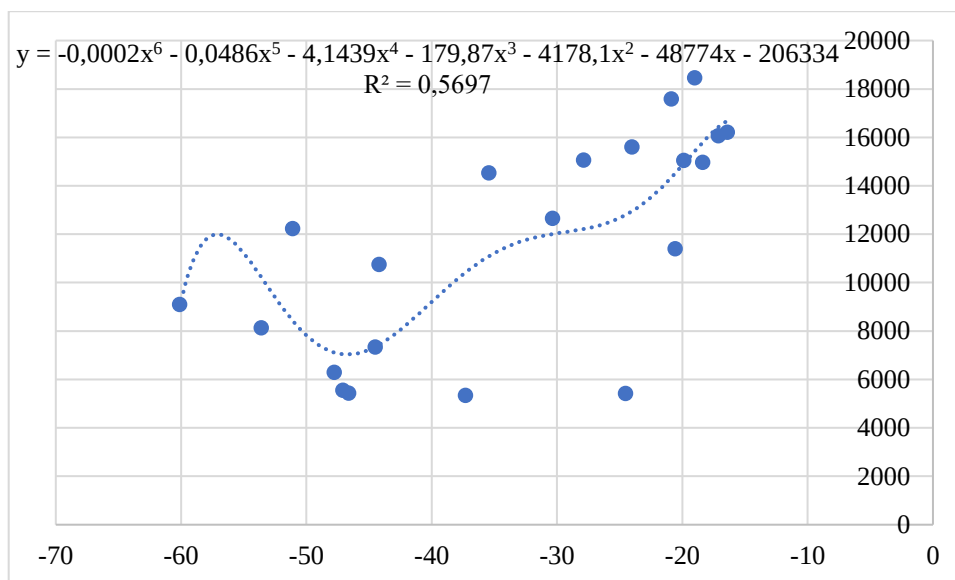


Рисунок 3.11 – Зависимость глобальных инвестиций в основные фонды от международных финансовых потоков США в процентах от ВВП
Источник: составлено автором на основе [225]

Данный вывод, на наш взгляд, является свидетельством высокой степени влияния противоречий мировой финансовой системы на международное движение капитала.

3.3 Влияние противоречий мировой финансовой системы на методологию проведения оценки финансовых активов

Принятие решений субъектами финансового рынка основано чаще всего на моделях и методах численной или порядковой оценки привлекательности той или иной финансовой транзакции. В условиях высокой информационной асимметрии, попыток инсайдерской торговли и манипулирования ценами ослабляется инструментарий корректной оценки финансовых активов лицами, формально принимающими решения, и возможности использования корректного математического аппарата из-за

искажения исходных данных. Расчеты, проведенные в диссертационном исследовании, позволили доказать, что в условиях расширения масштабов финансирования ценовые импульсы, поступающие на рынки, не соответствуют ключевым гипотезам большинства общеприменимых моделей оценки финансовых активов.

Один из основных источников возникновения неверных ценовых импульсов – это принятие решений в рейтинговом пространстве. В научной литературе и финансовой публицистике неоднократно приводились доводы об ангажированности рейтинговых агентств. Однако оценка бизнес-профиля и профиля финансовой устойчивости эмитента по-прежнему сильно зависит от присваиваемого ему рейтинга. Для иллюстрации ошибочности такой практики и введения в заблуждение субъектов финансового рынка рассмотрим статистику дефолтов по данным Moody's (Рисунки 3.12 и 3.13).



Рисунок 3.12 – Динамика дефолтов по облигациям с различными рейтингами (по числу объявленных дефолтов)

Источник: составлено автором по данным [217]

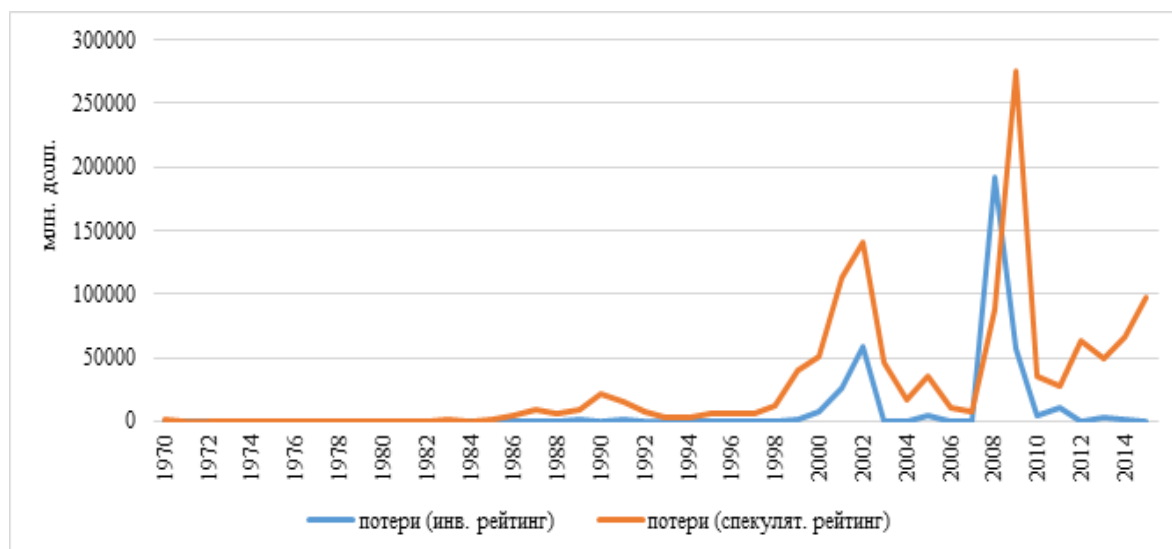


Рисунок 3.13 – Динамика дефолтов по облигациям с различными рейтингами (по величине ущерба)

Источник: составлено автором по данным [217]

На основании проведенных в диссертационной работе расчетов выявлены причины ограниченной работоспособности моделей оценки финансовых активов (таблица 3.12)

Таблица 3.12 – Причины неработоспособности (ограниченной работоспособности) основных моделей оценки финансовых активов

Модель	Причины неработоспособности (ограниченной работоспособности)
САРМ	Концентрация структурных продуктов приводит к невозможности диверсификации портфеля, безрисковый актив и среднерыночная доходность – умозрительные величины. Отсутствие связи между бета-коэффициентами и оценками рыночной капитализации
Модель Модильяни – Миллера	Рост транзакционных издержек и невозможность игнорирования выгод от регулятивного арбитража
Компромиссные модели и модели иерархий	Невозможность оценки затрат, связанных с финансовой несостоятельностью: размер возможного ущерба не зависит от рейтинга инструмента и фундаментальной платежеспособности, а на оценку вероятности финансовой несостоятельности влияет широкое распространение арбитражных операций и алгоритмической торговли
АРТ	Высокочастотный трейдинг стимулирует арбитражные ситуации на рынке, форвардная доходность не отражает реальную ситуацию на рынке

Продолжение таблицы 3.12

Модель Гордона	Ослабление связи между дивидендами и чистой прибылью и между дивидендами и рыночной капитализацией
Модель реальных опционов	Реальные опционы ориентированы главным образом на защиту от рецессии на рынке, а не на возникновение финансовых пузырей. В итоге фактически исполнение опциона происходит с запаздыванием
Модель Мертона	При оценке прогнозной капитализации с учетом риска ликвидности обязательно учитываются бета-коэффициент, уровень волатильности цен акций и средневзвешенная стоимость капитала. Отсутствие связи между капитализацией и перечисленными параметрами свидетельствует либо о нарушении основных принципов рыночного фундаментализма, либо о неверных оценках участников рынка
Биномиальная модель	Стоимость базисных активов не связана с <i>option</i> деривативов, поскольку последняя существенно превышает стоимость всех активов глобального финансового и товарного рынка, поэтому оценки «греков» завышены, а заимствования под финансирование соответствующей стратегии имеет высокий кредитный риск
Модель Блэка-Шоулза	Нормальное распределение вероятностей, лежащее в основе модели, при использовании для анализа эмпирических данных, имеет эксцессы и высокие хвостовые риски в условиях наступления кризиса ликвидности
DCF	Прогноз денежного потока и процентной ставки подвержены циклическим колебаниям
Модель остаточного дохода	Балансовая стоимость акций компаний, выходящих на IPO, часто отрицательна или крайне низка, модель остаточного дохода дает сильно завышенные оценки стоимости акций
Модель Р. Хиггинса (устойчивого роста)	На практике не реализуется. Устойчивую зависимость можно проследить между суммой капитальных вложений, чистого оборотного капитала и дивидендов и величиной заемных средств. Исключение составляют предкризисные годы надувания финансового пузыря (2005-2007). Все остальные временные интервалы характеризуются устойчивой сильной связью между индикаторами. Иными словами, заемные средства используются для финансирования инвестиций, потребностей в восполнении оборотного капитала и осуществления дивидендных выплат
EMF	Теория, отвергающая возможность наличия финансовых пузырей, оказывается неработоспособной при их возникновении. Кроме того, информационная эффективность должна означать возможность корректировок рыночных индикаторов под динамику цен финансовых активов, тогда как на сегодняшний день цены финансовых активов определяются ценами производных финансовых инструментов. Последние структурированы таким образом, чтобы инсайдерская информация не была доступна рынкам, что противоречит гипотезе об информационной эффективности

Источник: составлено автором

Представленные в таблице авторские выводы направлены не на попытку дискредитации положений научных школ в области финансов, а ориентированы на изменение самого подхода, исходных условий при проведении оценки финансовых активов с учетом тех противоречий, которые характерны для текущего этапа развития мировой финансовой системы. Применение каждой из приведенных в таблице моделей должно быть основано на оценке контекста, задаваемого противоречиями мировой финансовой системы.

ГЛАВА 4 ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ ПРОТИВОРЕЧИЙ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ НА ГЛОБАЛЬНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛА

4.1 Количественные параметры противоречий мировой финансовой системы в контексте развития глобального рынка капитала

Мировая финансовая система в ее эволюционной современной стадии развития характеризуется отрывом от воспроизводственного контура, количественным доминированием над хозяйственным сектором, а также качественным усложнением связей входящих в нее элементов. При этом концентрация капитала, структурно присущий арбитраж, а также доминирование информационных технологий приводят к многократному усложнению системы связей, что, в конечном счете приводит к объективации участников финансовых рынков, росту транзакционных издержек, соответственно, сокращению ликвидности финансовых рынков, а посредством сокращения ликвидности – к сокращению и доходности, то есть, к накоплению системной хрупкости за счет затратности имеющихся дисбалансов.

Дисбалансы при этом кроются в прямом нарушении балансовых пропорций между глобальными активами и пассивами: в ситуации, когда мировой долг (пассив) превышает в несколько раз мировой ВВП (источник прироста активов), возникает вопрос, за счет чего удастся соблюдать глобальное балансовое равенство в динамическом отношении. Ведь долг одного агента уравнивается финансовым активом другого, а ВВП становится источником наращивания физических активов и собственного капитала в глобальных пассивах. При этом необходимо помнить, что долг подразумевает процент, который перераспределяет произведенное

богатство от дебитора к кредитору, а постоянно обесценивающиеся активы приводят к: а) постоянной необходимости рефинансирования, б) использованию добавленной стоимости для выплаты основной суммы долга. Таким образом, скорость обращения глобальных активов и глобальных пассивов различается, что приводит к необходимости концентрации последних для обеспечения необходимого обращения.

Концентрация и кооперация необходима и для сокращения уровня транзакционных издержек. По данным международной консалтинговой компании Accenture обслуживание активов обходится в 130 млрд долл. в год [33], что при коэффициенте оборачиваемости акций 112 (среднемировые значения по данным Всемирного банка) означает [276] расходование на транзакции и инфраструктуру 1,16 млрд долл. в среднем в 3,2 дня. Получаем своеобразный транзакционный налог, взимаемый в пользу более организованных участников финансового рынка, что толкает остальных участников к кооперации, и что, в свою очередь, грозит концентрацией ликвидности – фактором риска потери и бегства ликвидности.

Когда речь заходит о системе, обычно понимается совокупность элементов и связей между ними, если мы говорим о финансовой системе – то связи выступают в форме денежных потоков, а элементы в глобальном смысле представлены триединством торгового, промышленного и финансового капиталов, а также институтов, обеспечивающих исправное функционирование всего построения. В качестве институтов в глобальном масштабе рассматриваются национальные наднациональные организации, регулирующие и обеспечивающие исправность функционирования и достижение заявленных целей. Цели, в свою очередь, предполагают комплексное финансовое сопровождение всех операций, приводящих к росту мирового богатства, при сокращении стоимости обслуживания этих операций. Таким образом, финансовая система, как таковая, должна обеспечивать внутреннюю эффективность, оставаясь прибыльной при

сокращении стоимости участия в ней для других. Очевидно, что это является источником противоречий мировой финансовой системы – при действующей системе цен она неэффективна для всех своих элементов, поскольку затратна.

Второе противоречие видится в возникновении в мировой финансовой системе точек сингулярности, передающихся ее составным элементам – рынкам товаров и услуг, рынкам финансового и промышленного капиталов. Действительно, существует ряд исследований, описывающих предпосылки наступления сингулярности не позднее чем к 2050 году ввиду чрезмерного усложнения социальных отношений и технико-технологических условий развития общества. В пользу этого утверждения говорят два факта: во-первых, свойственная рынку волатильность становится все более быстротечной, что получило условное название «неустойчивость неустойчивости», то есть, темпы роста ускорения неустойчивости рыночных параметров постоянно возрастают, что граничит с вероятностью наступления кризиса, не имеющего способов разрешения [125] в рамках существующей системы финансово-экономических отношений на планете [166]; второй факт в пользу данной гипотезы – в том, что информационные технологии, проявляющиеся в финансовой системе в форме так называемых финтеха и регтеха, являются поставщиками в основном для финансовой отрасли. Действительно, на сегодняшний день отрасль информационных технологий находит сбыт своей продукции и полигон для исследования новых технологий все больше в сфере финансов и услуг по управлению капиталом. При этом промышленные мощности вложений в ИТ серьезно превышают потребности рядовых потребителей в указанных услугах, что граничит с невозможностью достижения окупаемости средств, вложенных в развитие технологий. Следовательно, финансовая отрасль будет только усложняться по набору инструментов, что

может только способствовать процессу дивергенции между элементами финансовой системы.

Дивергенция в инструментах не означает разрыва материальных основ, поскольку речь идет именно о системе. Иными словами, финансовые потоки, служащие интересам архитекторов мировой финансовой системы, неразрывно связаны со всеми ее элементами. Ранее мы отмечали, что инструменты денежного рынка напрямую связаны с биржевой торговлей товарами, часто природного происхождения, также эти инструменты используются при фондировании операций на рынке капиталов, доходность которых обуславливается доходностью промышленного капитала в целом в конкретной отрасли [27], что налагает определенные требования на ценообразование производимых товаров, особенно в краткосрочном периоде. И здесь видится третье противоречие – мировая финансовая система должна быть эффективной и не затратной, обеспечивая низкую долгосрочную потребительскую инфляцию. Однако это не мешает краткосрочным локальным повышениям цен, которые за счет премудростей современной статистики не приводят к официальному признанию потребительской инфляции (например, за счет гедонистического индекса цен), обеспечивать отдачу на капитал. Причем ценообразование на товары длительного пользования сегодня таково, что в расходы при определении цены включаются затраты не только на разработку последней, но и всех предыдущих версий того или иного товара. Здесь также видится противоречие МФС – обслуживаемые ею потоки добавленной стоимости и финансовые потоки имеют диаметрально различные направления. И в этом свойственный современному этапу развития капитализма способ воспроизводства капитала. Рассмотрим пример. До введения секторальных санкций европейские инвесторы вкладывали ресурсы в России в инфраструктуру для продажи собственных товаров – в ретейл и логистику [88]. Аналогично проект Китая «Один пояс – один путь» направлен на

развитие инфраструктуры для продвижения китайских товаров и обращения китайских капиталов. Тот же пример – американские ТНК инвестируют в сборку за рубежом, где приобретается существенная доля производимых товаров, причем, с навязанным извне уровнем цен, не соответствующих общественно необходимым затратам труда. Это стандартная модель финансирования собственной экспансии, и эта модель сегодня уходит на второй план, уступая место более затратной платформенной модели [172]. Платформа стоит тем больше, чем больше у нее пользователей, при этом пользователи, их данные, их финансовые потоки, сами становятся объектами совершаемых сделок, теряя в этом процессе свою субъектность. Экспансия финансового капитала по принципу функционирования платформы означает высокую степень кооперации частных и институциональных инвесторов с применением финтеха с целью сокращения уровня ликвидности всего остального рынка. Иными словами, от формирования участников типа *too big to fail* происходит переход к модели рынка, основанной на конкуренции нескольких крупных платформ, каждый из пользователей которых слишком мал, чтобы оказать влияние на исход конкурентной борьбы, а, следовательно, зависим от платформы. Здесь же в новом свете раскрывается противоречие между долгосрочными и краткосрочными целями развития элементов финансовой системы: платформа за счет объединения все большего числа пользователей объединяет все большую ликвидность, в краткосрочном периоде это позволяет обеспечивать игры с дюрацией финансовых портфелей и их иммунизацию. При этом удельная доходность в долгосрочном периоде с учетом транзакционных издержек оказывается отрицательной – это объясняет тот факт, что сегодня практически невозможно обыграть рынок, то есть, инвестиции в рыночные индексы оказываются всегда более прибыльными, чем инвестиции в отдельно взятые и подвергнутые серьезному финансовому анализу финансовые инструменты. Получаем, что

доходность индекса объясняется в первую очередь его ликвидностью, то есть, способностью выдерживать без существенных падений цен сделки любых масштабов. Для противодействия достаточно добиться такого уровня концентрации ликвидности, который не сможет превзойти никакой отдельно взятый участник рынка, что и гарантирует высокую ликвидность конкретной группы инструментов, фондового индекса, фонда или, иначе говоря, и с учетом уровня развития финтех-платформы. Налицо подмена требований доходности требованиями ликвидности, то есть, финансовая пирамида в глобальных масштабах.

Системе свойственно коллективное ценообразование, оторванное от известных экономических законов, и подчиняющееся гибриду теорий портфеля и моделей секьюритизации – зачастую в комбинациях цен возникают структурно переоцененные элементы, которые за счет платформенного механизма вписываются в комбинацию перераспределения ликвидности только при определенном масштабе цен. В итоге получаем, что модель финансирования международного аутсорсинга в том, что капиталовложения осуществлялись для обеспечения логистики, ретейла или сборки, то есть, финансировался некий процесс, обеспечивающий эффективность системы в совокупности, то сегодняшняя, назовем условно, кэптивная модель основана на том, что финансируется или секьюритизируется недостающий в комбинации элемент, цена которого не обеспечивает доходность портфеля (платформы) в целом.

В итоге вместо синергии эффективности мы получаем синергию неэффективности, передаваемой всем звеньям мировой финансовой системы, отсюда и хрупкость глобальной финансовой архитектуры, и заразные финансовые пузыри, и передача кризисов ликвидности по цепочке в те страны, ликвидность рынков которых теоретически не могла зависеть, к примеру, от кризиса субстандартной ипотеки в США.

Все это происходит на фоне реактивного финансового регулирования на наднациональном уровне. В специализированной литературе неоднократно ставился вопрос – почему при возникновении финансового пузыря не происходит «количественного ужесточения», а при схлопывании – обязательно происходит количественное смягчение? Второй из очевидных вопросов к мировой финансовой архитектуре в причинах слабого и неэффективного регулирования офшоров.

Возможность получения ответа на оба вопроса и источник противоречий мировой финансовой системы видится в исследовании вопросов ликвидности рынков, составляющих важные элементы мировой финансовой системы в контексте выявленных противоречий.

Для подтверждения гипотезы о возможности появления сингулярности в финансовой системе с трансляцией на ее составные элементы проведен анализ осцилляторов по показателям рыночной волатильности. Анализ проводится по методологии, предложенной Д. Сорнетте [166] для определения устойчивых структур, ведущих к появлению финансовых кризисов, что выражается в том, что волатильность принимает форму косинусоиды с ускорением, то есть, накоплением неустойчивости в мировых финансах.

Для подтверждения или опровержения выдвинутых гипотез о противоречиях мировой финансовой системы и способах их разрешения за счет управления ликвидностью проведен множественный регрессионный анализ ценовой динамики в разных сегментах мировой финансовой системы. Особое внимание уделено ценам (индексам) на сырьевые товары, торгуемым преимущественно на Лондонской бирже и имеющим непосредственное отношение к финансированию операций на евторынке.

Финансовая хрупкость и высокая турбулентность на финансовых рынках объясняется разными учеными по-разному: существуют объяснения с позиции взаимосвязанности финансовых балансов в глобальной

экономике [152], ряд исследователей во главе с нобелиатом Д. Стиглицем называют существующий кризис кризисом дерегулирования финансовой сферы [173]; набирают силу исследования в области теории циклов и экономической физики, упомянутые выше и ориентированные на «естественные» процессы в экономико-финансовой динамике, схожие с аналогичными процессами, выявленными при анализе физической турбулентности, разливов рек, поведения магнитов, частоты землетрясений и т.д.

Не примыкая априори к какой-либо из групп исследователей, постараемся выявить существующие тенденции, свидетельствующие о наличии хрупкости, вызванной противоречиями глобальной финансовой системы.

Финансовая хрупкость системы возрастает вслед за ускорением волатильности на рынках. Иными словами, чем сильнее возрастает амплитуда финансовой неустойчивости, тем вероятнее возникновение спекулятивных атак, способных стать спусковым механизмом кризисного разрешения возникающих финансовых противоречий. Рассмотрим данные о динамике глобального рынка капитала через показатель рыночной капитализации по данным Всемирного банка. Если рассмотреть рынок как систему, склонную к установлению равновесия и проанализировать рыночную капитализацию в ее фактической динамике и в ранжированном временном ряду, то есть, при движении от меньшего к большему, независимо от хронологии событий, то можно получить такой график (Рисунок 4.1).

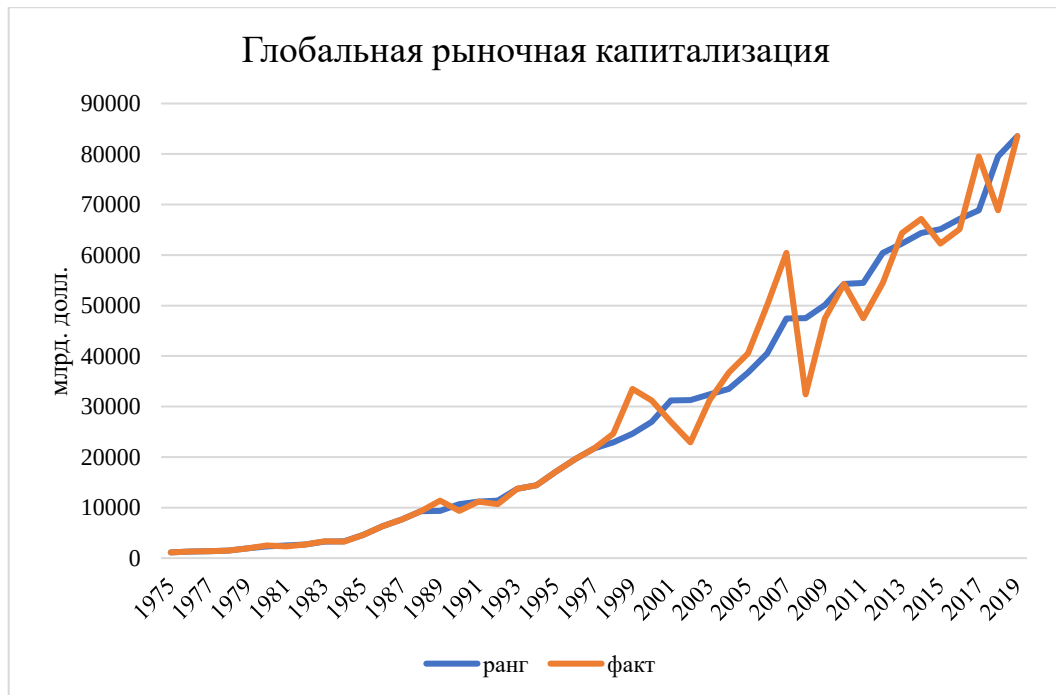


Рисунок 4.1 – Глобальная рыночная капитализация

Источник: составлено автором на основе [249]

На графике четко видны известные периоды перегрева рынка и их возврат на траекторию устойчивого временного тренда, причем, если фактический откат в 2008 году был на траекторию 2001 года, то фактическая капитализация 2018 экстраполируется на ранжированные данные 2017 года. В целом же можно заключить, что поступательное развитие глобального рынка капитала без падений 2008 и 2011 годов могло быть более органичным, нежели фактически реализованный тренд. Обращает на себя внимание и усиление частоты колебаний в последние годы.

Следующим шагом стало рассмотрение динамики фондового индекса S&P, поскольку он находится в ядре рынка капитала и характеризует те тенденции, которые впоследствии экстраполируются на остальные сегменты финансовой системы, в том числе, ее периферию. Для начала сопоставим динамику доходности и цен акций, входящих в S&P-500 (Рисунок 4.2).

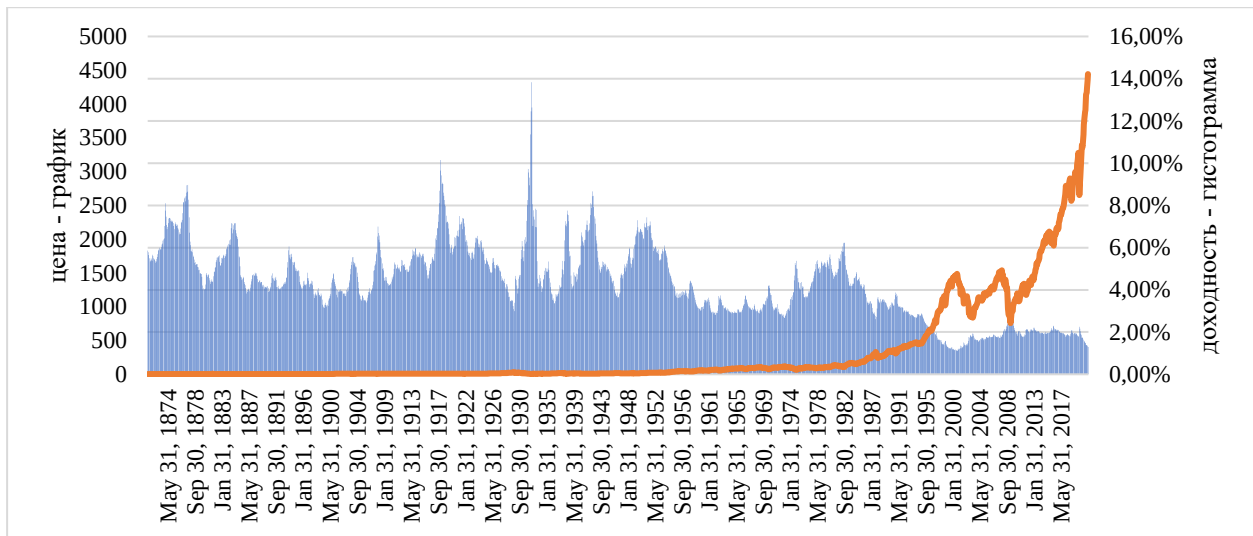


Рисунок 4.2 – Цена и доходность акций, входящих в S&P-500

Источник: составлено автором на основе [255]

Разнонаправленность динамики и ценовые скачки, соответствующие периодам глобальных финансовых потрясений, подтверждают вывод о сильной зависимости между тенденциями в мировых финансах и поведением индекса, призванном, к слову, служить способом диверсификации финансового портфеля для сокращения риска при реализации негативных сценариев.

Поскольку график, построенный по историческим данным, сложно интерпретировать ввиду наличия двух явно выраженных периодов с принципиально различной динамикой, далее более рассмотрим показатели S&P за последние 40 лет.

Для доказательства гипотезы об ускорении частоты колебаний при смещении доходности в отрицательную зону были проанализированы распределения частот показателей цены, доходности и прибыли на одну акцию по индексу S&P-500, результаты распределения представлены на рисунках 4.3 – 4.5.

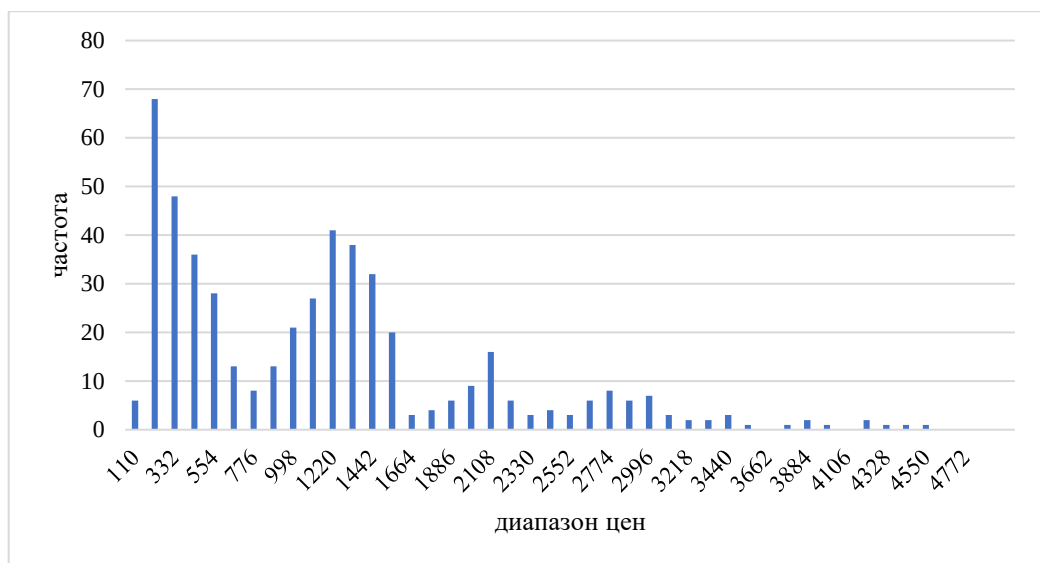


Рисунок 4.3 – Распределение частот цен S&P-500

Источник: составлено автором

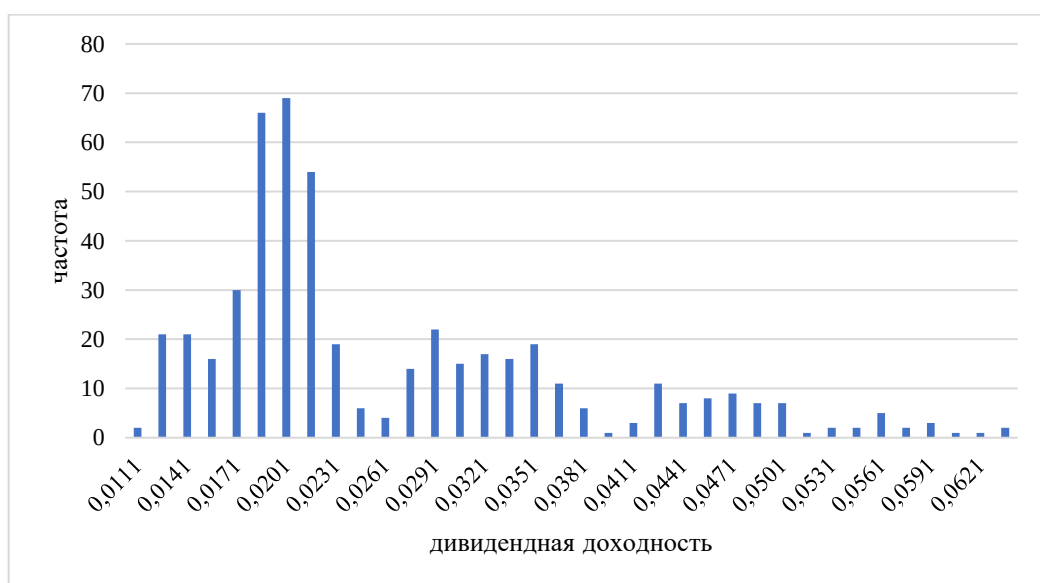


Рисунок 4.4 – Распределение частот дивидендной доходности S&P-500

Источник: составлено автором

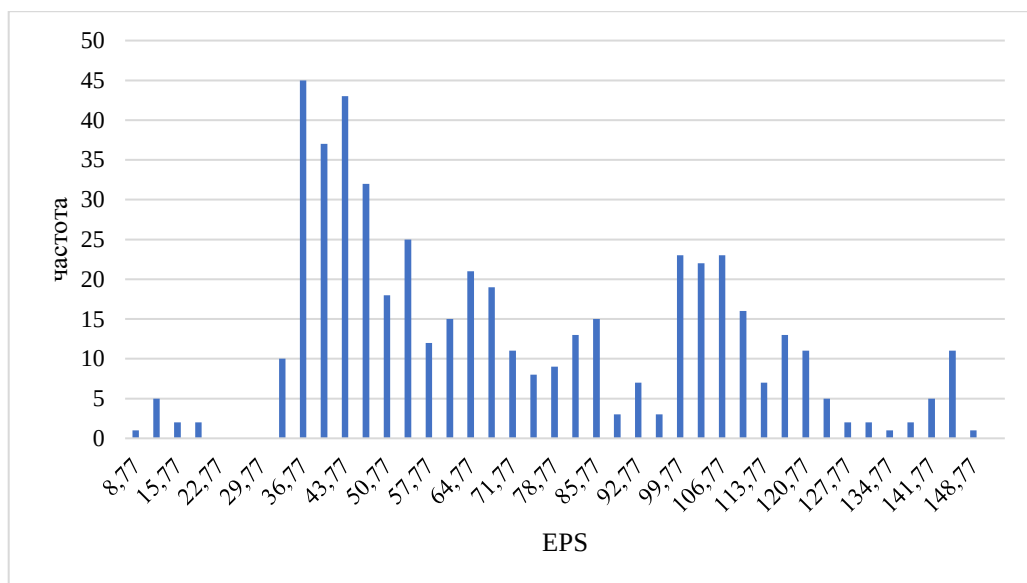


Рисунок 4.5 – Распределение частот прибыли на акцию
по индексу S&P-500

Источник: составлено автором

При рассмотрении сорокалетнего интервала обнаруживаем, что графики цены и доходности имеют волнообразную структуру распределения частот с постепенным затуханием силы импульса. При этом рассмотрение данных в динамике (через ранги значений, а не по абсолютным величинам) позволяет выявить, что по показателю цен рынок находится в состоянии «длинного» хвоста, а по показателю доходности – в состоянии «толстого» хвоста в гауссовском распределении вероятностей. Показатель прибыли на одну акцию сложно интерпретировать в терминах гауссовского распределения, так как по фактическим данным о распределении частот ему в большей степени соответствует показательное распределение. Это означает, что при заданном уровне вероятности наступления критического события изменение цен относительно стабильно. На Рисунке 4.6 представлены ранжированные значения показателей.

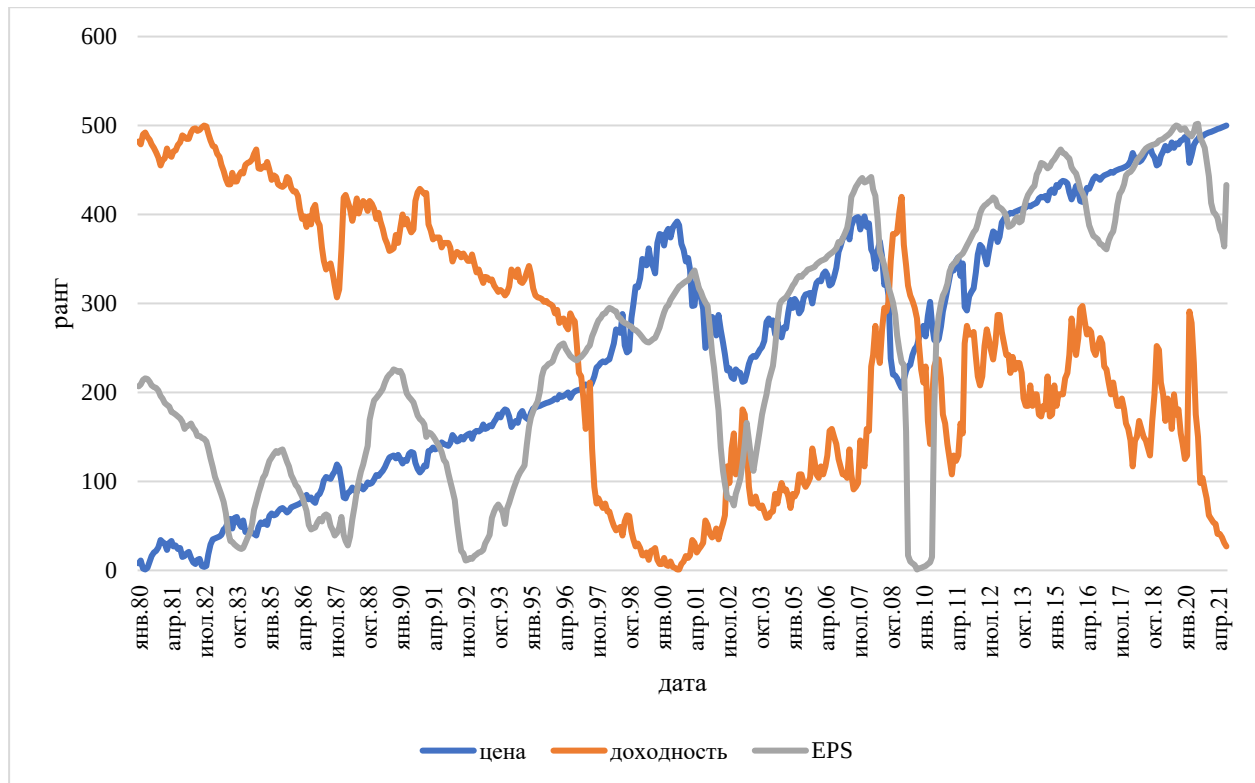


Рисунок 4.6 – Ранжированная динамика рыночных показателей
по S&P-500

Источник: составлено автором

Таким образом, получаем, что дивидендная доходность по рассматриваемым инструментам изменяется с высокой степенью вероятности, то есть, волатильность по данному показателю усиливается, а нахождение индекса в данном ценовом диапазоне в терминах математической статистики и с позиции способностей рынка к самоорганизации и возврату на докризисные позиции представляется недолговечной тенденцией. То есть, чисто математически, имеются все основания для предсказания скорого обвала цен без серьезного увеличения дивидендной доходности.

Рассмотрим этот вопрос с другой позиции. Известно, что для фондирования операций с капиталом используются инструменты денежного рынка [44], динамика которого во многом определяется

изменениями в предложении и доходности казначейских обязательств США. Данный инструмент оказывает существенное влияние на рынок денег, поскольку, несмотря на наличие дисбалансов в развитии американской экономики, он по-прежнему признается безрисковым активом при формировании финансовых портфелей.

Была рассмотрена доходность по облигациям со сроками 1, 5, 10, 20, 30 лет за период с 1990 по 2021 гг. Данные о динамике доходности представлены на Рисунке 4.7.

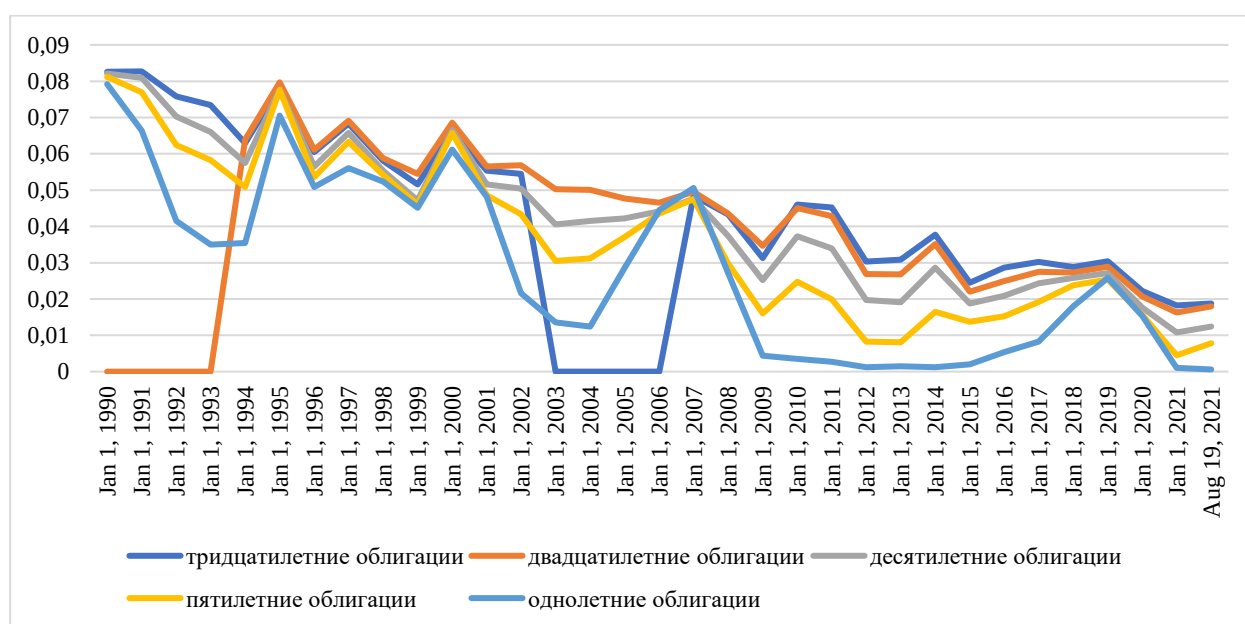


Рисунок 4.7 – Динамика доходности по казначейским обязательствам США (нулевые значения доходности означают отсутствие выпусков за данный период)

Источник: составлено автором на основе [203]

На основании данных о доходности был проведен анализ форвардной доходности в соответствии с гипотезой ожиданий. Гипотеза ожиданий предполагает равенство заявленной доходности и эквивалентной доходности комбинации ценных бумаг на тот же период времени. Иными словами, отсутствие стабильной арбитражной ситуации предполагает, что инвестору безразлично, например, вложить средства в трехлетний

инструмент или в комбинацию двухлетнего инструмента и однолетнего с инвестированием через 2 года. Результаты анализа форвардной доходности представлены в Таблице 4.1.

Таблица 4.1 – Анализ эквивалентных доходностей по казначейским обязательствам (в ед.)

Исходный инструмент / альтернативные комбинации	30 лет	20 лет	10 лет	5 лет
1	2,481700473	1,32931452	1,082250865	1,070110693
5	4,282199346	1,9946825	1,2091	
10	6,049933871	2,74834592		
10+20	8,29824061			

Источник: составлено автором

Таблицу нужно трактовать следующим образом (пример): при последовательном инвестировании в однолетние облигации в течение 30 лет к 2020 году инвестором была бы получена доходность 248,17 %, а при инвестировании на 10 лет, а затем вложении результата инвестиций в двадцатилетние облигации накопленная доходность в 2020 году составила бы 829,82 %.

На основании данной таблицы была оценена фактическая форвардная доходность последнего финансового инструмента в альтернативной комбинации исходя из формальной записи гипотезы ожиданий:

$$FR = \sqrt[j]{\frac{(1+r_{n+j})^{n+j}}{(1+r_n)^n}} - 1, \quad (1)$$

где FR – форвардная доходность по облигации

Результаты расчетов представлены в таблице 4.2

Таблица 4.2 – Анализ форвардной доходности по казначейским обязательствам

Исходный инструмент	30 лет	20 лет	10 лет	5 лет
---------------------	--------	--------	--------	-------

Продолжение таблицы 4.2

Накопленная доходность по исходному элементу $(1+r)^{n+j}$, ед.	10,815	4,6	2,2013	1,4775
альтернативные комбинации				
1	3,3622	0,85542	-0,1121	-0,4040
5	0,2199	0,0282	-0,1126	
10	0,0993	0,0092		
10+20	0,0828			

Источник: составлено автором

Более наглядно динамика форвардной доходности представлена на Рисунке 4.8.

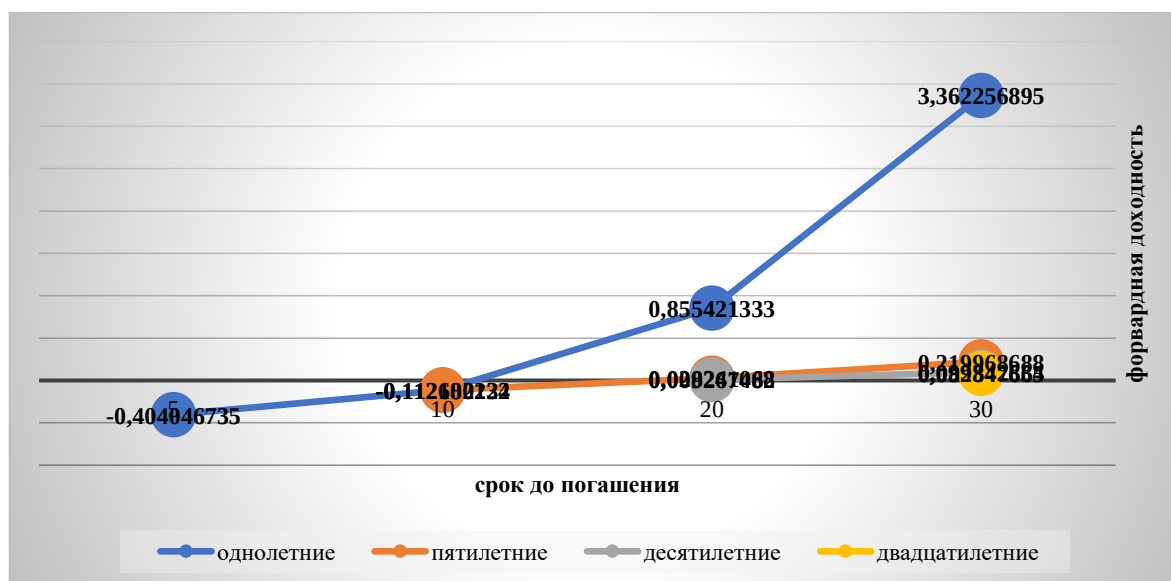


Рисунок 4.8 – Динамика форвардной доходности по казначейским обязательствам США

Источник: составлено автором

Анализ форвардной доходности позволил сделать вывод об отрицательной доходности инструментов сроком до 10 лет, что при условии отсутствия арбитражной ситуации на рынке должно было способствовать сокращению спроса на данные инструменты.

Однако фактические данные свидетельствуют об обратном. Причина видится в связи казначейских обязательств с созданием экзогенных денег, то есть, денежных средств, не создаваемых банковской системой при выдаче кредитов, когда на ту же сумму формируется депозит на счете заемщика, что приводит к мультипликации денег в банковской системе [21]. Экзогенные деньги, в свою очередь, создаются вне банковской системы и необходимы для формирования избыточных банковских резервов, используемых при клиринге требований [21]. Если спрос на казначейские обязательства предъявляется нерезидентами, то такой инструмент вкупе с валютными свопами используется для обеспечения расчетов при офшорной долларовой эмиссии. Таким образом получаем, что отрицательная доходность по казначейским инструментам не отпугивает инвесторов по причине наличия спроса на экзогенные деньги для проведения офшорной банковской эмиссии резервных валют.

Получаем ситуацию, в которой полезность использования предельного доллара компенсирует отрицательную доходность от инвестиций в краткосрочные и среднесрочные казначейские обязательства.

Полагаем, что источник альтернативной или компенсирующей доходности кроется в спекулятивном валютном рынке, а также в операциях с производными, в частности, с сырьевыми фьючерсами, оказывающими серьезное влияние на ценообразование на товарных рынках.

Объемы операций на валютных рынках и их спекулятивный характер не позволяют получить объективную статистику для включения данных по операциям с валютой в наш анализ, однако индекс волатильности доллара позволяет косвенно оценить влияние валютного фактора на рассматриваемые диспропорции. Кроме того, несопоставимость оборотов может стать причиной искажений при проведении формального статистического анализа.

Для выявления особенностей функционирования финансовой системы на современном этапе ее развития нами были проанализированы цены сырьевых товаров с позиции их зависимости от показателей различных сегментов рынка. В ходе проведения работы были рассмотрены различные комбинации факторов, способных, на наш взгляд. Оказать влияние на динамику ценовых индексов на торгуемые товары, и тем самым проиллюстрировать наличие ценовых зависимостей между рынками капитала, денег и товаров. Исходные данные для анализа представлены в Таблице 4.3.

Таблица 4.3 – Исходные данные для проведения регрессионного анализа (фрагмент)

Дата	Цена на нефть WTI	VIX	Ставка доходности по евродолларовым депозитам	Индекс S&P	Доходность S&P	ИЦП (США)	Доходность по 10 летним казначейским облигациям	Индекс цен на металлы	Индекс цен на пшеницу
01.01.1990	22,86	23,35	8,32	339,97	0,0328	114,9	0,0821	н.д.	109,3
01.02.1990	22,11	23,26	8,33	330,45	0,034	114,4	0,0847	н.д.	103,2
01.03.1990	20,39	20,06	8,46	338,46	0,0334	114,2	0,0859	н.д.	98,3
01.04.1990	18,43	21,40	8,53	338,18	0,0338	114,1	0,0879	н.д.	100,8
01.05.1990	18,20	18,10	8,44	350,25	0,033	114,6	0,0876	н.д.	96,3
01.06.1990	16,70	16,82	8,31	360,39	0,0324	114,3	0,0848	н.д.	96,1
01.07.1990	18,45	18,39	8,18	360,03	0,0326	114,5	0,0847	н.д.	82,8
01.08.1990	27,31	28,18	8,07	330,75	0,0356	116,5	0,0875	н.д.	74,6
01.09.1990	33,51	29,11	8,16	315,41	0,0375	118,4	0,0889	н.д.	73,7
01.10.1990	36,04	29,63	8,14	307,12	0,0388	120,8	0,0872	н.д.	72,5

Продолжение таблицы 4.3

01.11. 1990	32,33	24,89	8,13	315,29	0,0381	120,1	0,0839	н.д.	71,8
01.12. 1990	27,28	23,36	7,90	328,75	0,0368	118,7	0,0807	н.д.	71,7
01.01. 1991	25,23	27,43	7,30	325,49	0,0372	119,0	0,0809	н.д.	67,9
01.02. 1991	20,48	21,60	6,66	362,26	0,0334	117,2	0,0785	н.д.	70,8
01.03. 1991	19,90	17,74	6,55	372,28	0,0325	116,2	0,0811	н.д.	76,1
01.04. 1991	20,83	17,37	6,19	379,68	0,0319	116,0	0,0804	н.д.	76,4
01.05. 1991	21,23	16,93	6,03	377,99	0,0321	116,5	0,0807	н.д.	78,8
01.06. 1991	20,19	17,14	6,19	378,29	0,0321	116,4	0,0828	н.д.	77,7
01.07. 1991	21,40	17,29	6,11	380,23	0,0321	116,1	0,0827	н.д.	70,9
01.08. 1991	21,69	15,68	5,75	389,4	0,0314	116,2	0,079	н.д.	77,7
01.09. 1991	21,89	16,96	5,58	387,2	0,0317	116,1	0,0765	н.д.	80,8
01.10. 1991	23,23	16,36	5,44	386,88	0,0317	116,4	0,0753	н.д.	87
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
01.12. 2020	47,03	22,37	0,20	3695,31	0,0158	200,5	0,0093	179,93 05	165,5
01.01. 2021	52,01	24,91	0,19	3793,75	0,0153	204,8	0,0108	189,71 49	182,9
01.02. 2021	59,05	23,14	0,19	3883,43	0,0149	210,6	0,0126	193,52 98	186,9
01.03. 2021	62,33	21,84	0,19	3910,51	0,0147	215,0	0,0161	199,00 62	188,1
01.04. 2021	61,72	17,42	0,18	4141,18	0,0139	217,5	0,0163	207,91 08	180,2
01.05. 2021	65,17	19,76	0,16	4167,85	0,0139	224,4	0,0162	229,68 03	216,1
01.06. 2021	71,38	16,96	0,16	4238,49	0,0137	228,5	0,0152	237,40 75	196,5
01.07. 2021	72,49	17,60	0,17	4358,13	0,0133	231,2	0,0134	237,84 76	204,5

Источник: составлено автором на основе [226, 203, 255, 236, 218, 219]

Проведение последовательных подстановок данных и оценка параметров регрессии позволила выявить следующие статистически значимые ценовые зависимости.

1. По ценам на нефть (Таблица 4.4)

Таблица 4.4 – Результаты регрессионного анализа цен на нефть

<i>Регрессионная статистика</i>	
Множественный R	0,941150652
R-квадрат	0,88576455
Нормированный R-квадрат	0,884539505
Стандартная ошибка	9,746691166
Наблюдения	378
<i>Значимость F</i>	3,1658E-174

	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>
VIX	-0,19007714	0,065179109	-2,91622796	0,003757082
Ставка доходности по евродолларовым депозитам	2,204651286	0,318354621	6,925143029	1,91489E-11
S&P	-0,022974096	0,000965175	-23,8030291	7,87154E-77
ИЦП	1,245488245	0,029108254	42,78814708	5,9837E-146

Источник: составлено автором

Нефтяные цены, таким образом, положительно зависят от доходности по евродолларовым депозитам и от индекса цен производителей в США, и отрицательно зависят от волатильности доллара и цен акций, входящих в S&P-500. Связь нефти с еврорынком эволюционна, взаимодействие этих сегментов финансового рынка неизбежно, поскольку фондирование операций с евродолларами происходит во многом за счет торговли бумажной и реальной нефтью. Алгоритмическая торговля на валютных рынках приводит к корректировкам курсов валют нефтедобывающих стран автоматически под влиянием изменения цен на нефтяные фьючерсы [32]. Аналогично, алгоритмы определяют направления спекулятивных атак исходя из заданных параметров конкретного крупного хедж-фонда. В

условиях высокой концентрации активов в фондах возникают цепные реакции вне привязки к фундаментальным показателям.

Чрезмерно удлиненные цепочки создания добавленной стоимости ведут к росту транзакционных издержек. Высокие транзакционные издержки снижают ликвидность национальных валютных рынков, что создает искусственный спрос на кредитные валютные свопы. Свопы, в свою очередь, оказывают влияние на ценообразование товаров и активов, торгуемых в странах-заемщиках через корректировки плавающих курсов и через механизм затрат при удлинении цепочек добавленной стоимости. Цены активов приводят к корректировкам валютных курсов, валютным спекуляциям, что также негативно сказывается на ликвидности валютных рынков – ситуация самовоспроизводится за счет трансмиссии монопольных издержек финансового сектора [3].

Связь с индексом цен производителей видится в двух аспектах. Во-первых, цена на нефть определяет уровень затрат на производство во многих отраслях, а, во-вторых, что немаловажно, цены производимых товаров непосредственно влияют на возможность получения фондирования для осуществления инвестиций, покрытия потребности в оборотном капитале, погашения процентов по ранее полученным заимствованиям и выплате дивидендов, либо выкупе собственных акций у акционеров. Таким образом, финансовый механизм корпорации создает обратную связь – рост цен необходим для поддержания потребного денежного потока, обеспечивающего рост капитализации.

В итоге таблица 4.4 показывает следующую цепочку зависимостей. При сокращении цен акций, входящих в S&P, возникает потребность в дополнительном фондировании на рынке капитала, это приводит к росту привлекательности размещения средств на евторынках, что увеличивает спрос на нефтедоллары, в результате чего за счет операций с нефтяными фьючерсами повышаются цены на нефть. Предполагается та же реакция на

рост волатильности доллара – статистически доказано, что в периоды нестабильности спрос на доллары увеличивается (и отчасти на японские йены), что приводит к росту активности на евторынках, что, в свою очередь, повышает спрос на евродоллары и ведет к росту нефтяных цен. При этом параллельный рост цен на производимые товары направлен на поддержание денежного потока корпораций и для недопущения дальнейшего сокращения котировок. Кроме того, рост цен на товарных рынках может косвенно подстегнуть спрос на нефтепродукты, что также приводит к росту нефтяных цен.

2. По индексу цен на металлы (Таблица 4.5)

Таблица 4.5 – Результаты регрессионного анализа цен на металлы

<i>Регрессионная статистика</i>				
Множественный R	0,924646179			
R-квадрат	0,854970556			
Нормированный R-квадрат	0,853313077			
Стандартная ошибка	21,08736703			
Наблюдения	355			
<i>Значимость F</i>				
	2,7084E-145			
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>
S&P	-0,016328767	0,002443	-6,68504149	9,13207E-11
S&P - доходность	-812,8572631	269,943	-3,01121814	0,002791122
ИЦП	2,277125135	0,078214	29,11406684	1,62053E-95
Доходность по казначейским облигациям	1033,604239	141,7709	7,290664336	2,07164E-12

Источник: составлено автором

Результаты регрессионного анализа индекса цен на металлы схожи с результатом анализа нефтяных цен с той лишь разницей, что более сильна зависимость от индекса цен производителей, что объясняется структурой промышленного производства в США и спросом на металлы со стороны тяжелой промышленности, а во-вторых, индекс цен на металлы показывает статистически значимую зависимость от доходности по казначейским

облигациям, а не от доходности по евродолларовым депозитам. Ситуация, когда доходность денежного рынка растет на фоне падения доходности рынка капитала, приводит к росту цен производителей и к росту глобального индекса цен на металлы. Высокая концентрация фондов денежного рынка, отмеченная аналитиками Forbes, свидетельствует о том, что рост доходности на рынке денег по сравнению с рынком капитала приводит к росту спроса на товары длительного пользования и коммерческую недвижимость, что влечет за собой рост цен на металлическую продукцию и стройматериалы. Таким образом, за счет конкуренции за ликвидность между рынками денег и капитала могут изменяться глобальные ценовые пропорции на сырье и материалы.

3. По индексу цен на пшеницу (Таблица 4.6)

Таблица 4.6 – Результаты регрессионного анализа цен на пшеницу

<i>Регрессионная статистика</i>	
Множественный R	0,834749
R-квадрат	0,696807
Нормированный R-квадрат	0,694381
Стандартная ошибка	26,20568
Наблюдения	379
<i>Значимость F</i>	8,6E-97

	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t- статистика</i>	<i>P-Значение</i>
S&P	-0,02751	0,002695	-10,2107	9,24413E-22
Доходность по казначейским облигациям	394,8191	154,6659	2,552723	0,011083833
ИЦП	1,789231	0,090374	19,7981	3,12452E-60

Источник: составлено автором

Несмотря на менее существенное значение коэффициента детерминации (порядка 70 %), по глобальному индексу цен на пшеницу можно выявить также статистически значимую регрессионную зависимость от конкуренции между рынком денег и капитала. В этом контексте

необходимо отметить, что нами выявлены парные корреляционные зависимости между большинством ценовых индексов для сельскохозяйственных культур, также имели место зависимости с индексами цен металлов и стройматериалов.

В этом контексте следует напомнить, что производство и экспорт многих сельскохозяйственных культур сопряжены с глобальными офшорными денежными потоками. В свою очередь, банки и иные институциональные игроки денежного рынка заинтересованы в участии в офшорных сделках с ликвидностью. Таким образом, зависимость цен на сельхозпродукцию от ситуации на денежном рынке объясняется, в том числе, и тем обстоятельством, что вопросы поставок продовольствия особенно в страны со слабым финансовым регулированием, сопряжено с регуляторным арбитражем, и фактически означает вывод ликвидности с рынков капитала и рост зависимости эффективности их функционирования от возможности производителей завышать цены.

Существует мнение, что для компенсации неблагоприятного изменения цен акций хеджевые фонды и индивидуальные инвесторы включают в портфели фьючерсы на сырьевые товары, поскольку их цены и цены на базисные активы находятся в обратной зависимости от биржевых индексов. Проведенный анализ позволил сделать вывод, что связи между ценами на сырьевые и промышленные товары несколько более сложны, чем попытка спрогнозировать бета-коэффициенты.

Выявленные зависимости показывают, что цены на сырьевые и несырьевые товары зависят не только от динамики фондовых индексов, но и от доходности на денежном рынке. Финансовая система сегодня имеет серьезные противоречия – доходность по инструментам денежного рынка зачастую отрицательна, что было показано в работе, а волатильность доходности на рынках капитала позволяет диагностировать приближение

кризиса, причем, независимо от методологии исследования, к этому выводу приходят независимо различные экономисты.

Таким образом, попытки получить прибыль за счет арбитража, спекуляций на волатильности и иммунизации портфеля в краткосрочном периоде могут быть успешными, однако с точки зрения долгосрочного инвестирования такая возможность выглядит весьма туманно.

Важно отметить также, что на глобальных рынках отсутствуют системно значимые финансовые пузыри, поскольку пузырь предполагает отсутствие арбитражной ситуации, а рынок денег и игра со ставками на нем являет собой обратный пример. Поэтому операции на рынке капитала фондируются сегодня не столько за счет операций на денежном рынке, сколько за счет попыток эмитентов в краткосрочном периоде взвинчивать цены на производимые товары.

Конкуренция за ликвидность между денежным рынком и рынком капитала происходит на фоне глобальных офшорных операций, в которых задействованы банки и их хеджевые фонды. Отчасти поэтому в отчетах Бюро экономического анализа США говорится о том, что нефинансовые корпорации получают большую часть прибыли за счет операций на финансовых рынках – в условиях отсутствия стабильного фондирования и постоянного офшорного изъятия ликвидности возникает острая потребность в источниках финансирования, что приводит компании на рынок. Таким образом, вопреки расхожему мнению, полагаем, что ситуация в мировой финансовой системе и через каналы распределения ликвидности – на глобальном рынке капитала – представляет собой финансовую пирамиду, а не финансовый пузырь (в пирамиде отсутствуют пассивы, в пузыре фиктивны активы).

Ситуация усугубляется унификацией в финансовом и реальном секторе как источником балансовой взаимозависимости. Единые поставщики финансовых и промышленных услуг и различия в большей

степени в нематериальных, нежели в материальных активах в производственных цепочках, приводят к концентрации пассивов финансового сектора, а требования пруденциального надзора – к концентрации активов через их вывод с банковских балансов в условиях высокой волатильности корпоративного долга на фоне роста его абсолютных значений [87].

Таким образом, основной вывод из проведенного исследования состоит в том, что очевидная связь между денежным рынком, его огромной офшорной надстройкой и ценами массовых биржевых товаров оказывает негативное влияние на волатильность доходности и цен на рынке капитала, приводя к наличию «толстого» левостороннего хвоста в доходности и «длинного» правостороннего хвоста в котировках акций. Виной тому способы фондирования операций – рынок капитала использует в качестве источников финансирования фонды корпораций, а не фонды денежного рынка, превращая их в долгосрочные финансовые ресурсы. Дефицит длинных денег в пассивах делает нецелесообразными долгосрочные операции с финансовыми активами, то есть, меньшая доля долгосрочных корпоративных ценных бумагах приобретается с целью длительного владения. Ценные бумаги чаще приобретаются до выплат дивидендов, роста цен или обратного выкупа, что и является источником дополнительной волатильности и хвостовых рисков в ценах и доходности. И если при этом отрицательная доходность и арбитраж за счет сроков на денежном рынке компенсируются ценами на биржевые торгуемые товары, то волатильность и создаваемые ею высокие риски ликвидности на рынках капитала находят свою компенсацию только в росте цен на товары, производимые эмитентами, часто под видом инноваций. Международное разделение капитала [105], труда и ликвидности не совпадают территориально, структурно и, что немаловажно, во временном аспекте, причем цепочки добавленной стоимости искусственно удлинены таким образом, чтобы

обслуживать потребности в ликвидности в условиях отрицательной доходности операций на рынке денег. В итоге рынок капитала фактически теряет часть своих функций.

4.2 Анализ текущего состояния глобального рынка капитала и перспектив его развития

Динамика и структура мирового рынка капитала определяется соотношением сил между центром и периферией мировой финансовой системы, а также влиянием геополитического и геоэкономического ландшафта на регулирование мировой финансовой системы. Ценообразование на товарных и финансовых рынках является инструментом передачи импульса от мировой финансовой системы к глобальному рынку капитала, а ликвидность и способы управления ею – основной канал подобного влияния.

Для оценки текущего состояния глобального рынка перспективу обратимся к данным о его структуре и динамике. Основные показатели, характеризующие рынок капитала – это ликвидность и доходность рынка.

По данным МВФ за 2021 год на доходность финансовых операций влияние оказывалось за счет управления операционными издержками и сокращения стоимости обслуживания финансовой инфраструктуры за счет использования цифровых, в частности, облачных, технологий. За счет этого достигалась трансформация финансовых сервисов, а также изменялась дислокация финансовых центров. Управление стоимостью финансовых активов и глобальной динамикой финансовых рынков осуществлялось в признанных финансовых центрах, денежными потоками оперируют офшорные страны «мирового юга», а финансовая инфраструктура, в том

числе, цифровая, дислоцируется в странах «мирового востока», за исключением объемов алгоритмической торговли, осуществляемой по высокочастотным механизмам.

Ликвидность финансового рынка как способность выдерживать изменение цен при реализации крупных сделок может быть охарактеризована показателем оборачиваемости фондового рынка – отношения стоимости проданных акций к рыночной капитализации. По данным Всемирного банка значение коэффициентов оборачиваемости резко возросло в период мирового финансового кризиса в большинстве стран, имеющих признанные мировые финансовые центры, однако к 2020 году соотношения пришли в норму, чего нельзя сказать о финансовом рынке Китая, который, несмотря на рост капитализации, не в состоянии адекватно реагировать на дополнительную рыночную ликвидность (Рисунок 4.9).

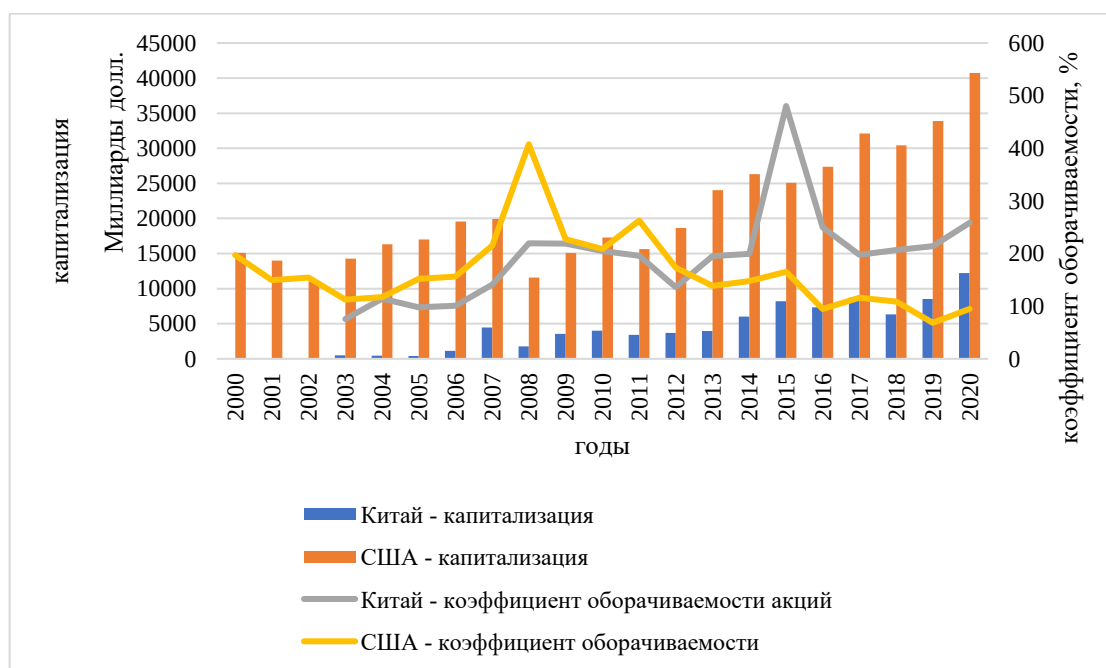


Рисунок 4.9 – Капитализация и ликвидность фондовых рынков
США и Китая

Источник: составлено автором по данным [213]

Характерно, что после введения антироссийских санкций в 2014 году коэффициент оборачиваемости на китайском рынке существенно возрос, что, по-видимому, стало следствием перераспределения ликвидности на восточные рынки. Динамика, отраженная на рисунке 4.9, свидетельствует о том, что несмотря на формальный рост китайского рынка капитала степень его зависимости от глобальных денежных потоков велика, что препятствует превращению Пекина в признанный мировой финансовый центр. Полагаем, что ситуация была бы более однозначной в условиях отсутствия жесткого финансового контроля на китайском валютном рынке и рынке капитала – государственный запрет на свободу перемещения валют и капиталов ограничивает возможности перевода потоков ликвидности на китайские рынки и последующего вывода их для получения спекулятивной прибыли. При этом переход в международных контрактах от ставок LIBOR к ставкам SOFR, имеющим необходимость поправки на кредитный рейтинг, может в условиях ограниченной свободы движения валют и капиталов при невозможности проведения конкурентных девальваций привести к расширению спредов на национальных финансовых рынках и возможности присвоения ликвидности за счет манипулирования ценами. Кроме того, глобальная привязка к ставкам рынков РЕПО по казначейским обязательствам США – это еще большая привязка финансовых рынков к изменениям курса доллара, что увеличивает транзакционные затраты рыночных агентов и приводит к дальнейшей популяризации финтех, сложно поддающегося регулированию.

Далее на Рисунке 4.10 сопоставлены данные о фондовых индексах S&P для ряда стран:

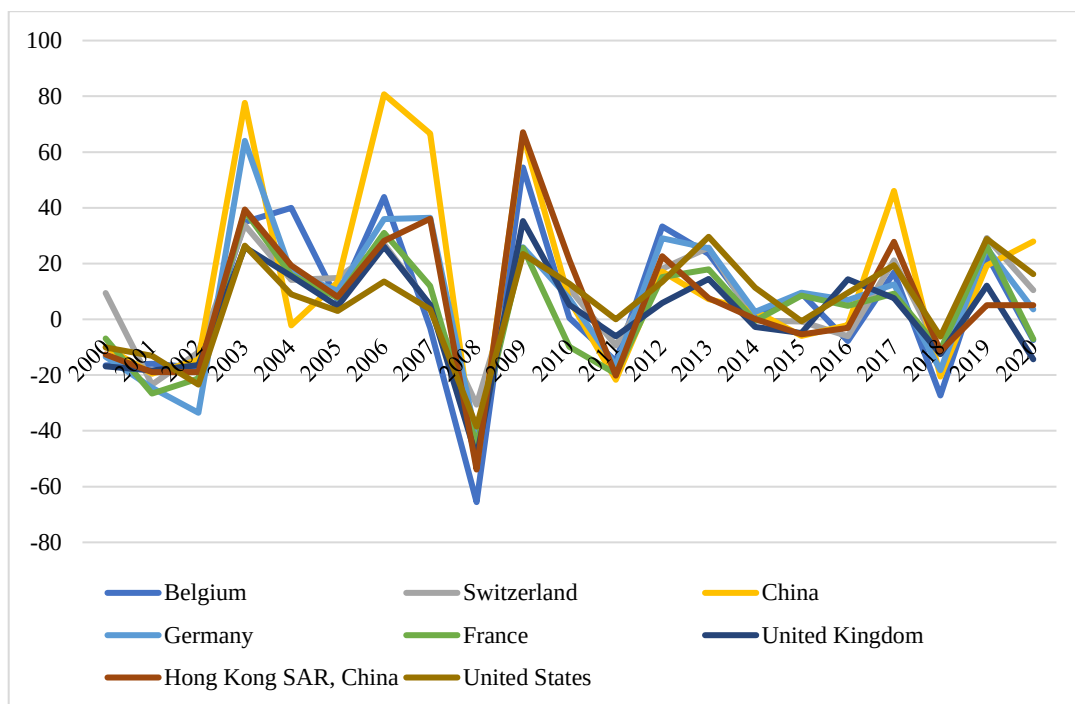


Рисунок 4.10 – Фондовый индекс S&P, %

Источник: составлено автором по данным [213]

Динамика индексов для различных стран в целом схожа, что подтверждает выводы о зависимости рыночных показателей в большей степени от потоков ликвидности, нежели от фундаментальных показателей. В этих условиях ставка на финтех как источник дополнительной ликвидности финансовых рынков за счет сокращения транзакционных издержек в большей степени ориентирована на моделирование премии за кредитный риск для управления приемлемым уровнем спреда при использовании ставок SOFR в операциях на финансовом рынке.

С учетом того, что по данным 2020 года коэффициент парной корреляции между стоимостью проданных на национальном рынке акций и величиной чистого долга для ряда стран принимал высокое значение (Канада – 77 %, Китай – 80 %, Британия – 66 %, Гонконг – 72 %, США – 54 %), получаем, что долговое финансирование тесно связано с активностью на рынке акций, что приводит к выводу о высокой чувствительности

национальных рынков капитала к изменениям базы для определения процентных ставок.

По данным JP Morgan рассмотрим динамику доходности активов глобального рынка капитала (Таблица 4.7)

Таблица 4.7 – Доходность на рынке капитала

Год	Наиболее доходные активы		Наименее доходные активы	
	Группа активов	Доходность, %	Группа активов	Доходность, %
2009	MSCI Emerging Markets Index	79	Global agg	6,9
2010	Компании малой капитализации	26,6	Global agg	5,5
2011	Global agg	5,6	MSCI Emerging Markets Index	-18,2
2012	Глобальный индекс реальных активов	23,0	Товары	-1,1
2013	Компании малой капитализации	32,9	Товары	-9,5
2014	Глобальный индекс реальных активов	22,9	Товары	-17,0
2015	Акции роста	3,5	Товары	-24,7
2016	Компании малой капитализации	13,3	Global agg	2,1
2017	MSCI Emerging Markets Index	37,8	Товары	1,7
2018	Global agg	- 1,2	MSCI Emerging Markets Index	-14,2
2019	Акции роста	34,1	Global agg	6,8
2020	Акции роста	34,2	Глобальный индекс реальных активов	-10,4
2021	Глобальный индекс реальных активов	32,6	Global agg	-4,7

Источник: составлено автором на основе [242]

Индекс Global agg не показывает серьезных скачков роста, однако в ситуации проседания рынка меньше других склонен к потерям, активы, цены которых зависят от товаров, показывают за исследуемый период самые низкие ставки доходности, что, однако не снижает интереса инвесторов к ним в качестве инструмента диверсификации портфеля и источника краткосрочной ликвидности. Ценообразование товарных деривативов определяет цены на базисные активы, что при параллельном

проведении физических сделок позволяет контролировать объемы офшорной ликвидности, то есть, фактически формировать резервы компенсации волатильности. В пользу этого утверждения говорит и полярность между доходностью инструментов, основанных на реальных активах, и доходностью активов, базирующихся на товарах – низкая доходность последних компенсируется возможностью вложения резервной ликвидности в активы с условно постоянной стоимостью – недвижимостью.

Интерес представляет анализ межрыночных взаимодействий при разрешении противоречий мировой финансовой системы. Во второй главе настоящей диссертационной работы рассмотрены методологические основы межрыночных взаимодействий на основе анализа Мэрфи, далее представляется необходимым анализ эмпирических данных с целью выявления актуальных принципов взаимодействия между финансовыми рынками.

Для решения этой задачи обратимся к дескриптивным данным о взаимодействии сегментов финансового рынка в период 1970-2003 (таблица 4.8), а далее по аналогии с Мэрфи проанализируем изменения в последующие периоды.

Классическая позиция, изложенная в работе о межрыночном анализе сводится к тому, что стадия экономического цикла (финансового цикла или «президентского» четырехлетнего цикла) определяется преобладанием ликвидности в определенном секторе фондового рынка с учетом наиболее выгодной позиции в сложившихся экономических условиях. При этом гипотеза эффективного рынка приводит нас к тому, что положение в реальном экономическом секторе предсказывается динамикой рыночных торгов. Иными словами фондовый рынок заранее обладает информацией о динамике фундаментальных показателей, что может считаться предиктивной аналитикой для последующих экономических изменений.

Таблица 4.8 – Анализ межрыночных связей до 2003 года

Период / год	Государство / регион – источник финансового импульса	Инфляция / дефляция	Рынок акций	Рынок облигаций	Валютный рынок	Золото	Сырьевые товары
1970-е	США	Инфляция	Стагнация	Рост доходности на 150 %, падение цен облигаций	Инфляционное ослабление доллара	Рост цен до 700 долларов за унцию	Рост цен на 250 %
1980-е – первая половина	США	Замедление инфляции	Рост на фоне падения ставок доходности по облигациям	Сокращение ставок доходности облигаций, опережающий рост цен	Рост доллара на фоне снижения сырьевых цен	Падение цен до 250 долларов	Падение цен
1987 г, 1990 г.	Начало в США (крах фондового рынка), затем глобальный характер (Иракский кризис)	Рост инфляции и высокие инфляционные ожидания на фоне роста сырьевых цен	Падение цен усиливалось за счет массового использования фьючерсных стратегий, страхования портфеля и начал алгоритмической торговли	Сокращение цен	Падение доллара совпало с коллапсом фондового рынка	Рост цен на фоне падения рынка акций и курса доллара	Резкий рост цен

Продолжение таблицы 4.8

1991 - 1993 гг. (увеличение лагов в межрыночном взаимодействии)	Появление глобального расхождения между США и другими финансовыми рынками, разворот тренда на японском рынке	Дефляция после «пузыря» на товарных рынках	Рост цен	Рост цен, но в меньшей степени, чем на рынке акций	Рост доллара за счет средств, поступающих с сырьевых рынков	Падение цен	Падение цен и отрицательное расхождение с акциями нефтяных компаний
1994 г.	Сегментация глобального фондового рынка	Инфляция	Неравномерное падение фондового рынка – в соответствии со структурой товарных цен. Высокие потери у акций, сильно зависящих от процентных ставок денежного рынка	Падение рынка облигаций	Падение доллара	Рост цен	Рост цен

Продолжение таблицы 4.8

1995 – 2000 гг.	Глобальный рост на фоне либерализации движения капиталов	Сокращение инфляции	Устойчивый рост фондового рынка, особенно в высокотехнологичном сегменте	Устойчивый рост рынка облигаций до 1998 года	Рост курса доллара	Падение цен	Падение цен
Азиатский валютный кризис	Азиатские рынки	Дефляция	Падение азиатских рынков, умеренное падение других рынков акций. Падение акций промышленности относительно акций компаний, производящих товары ежедневного потребления. Увеличился разрыв в темпах роста между растущими и падающими акциями	Глобальный переток средств из акций в облигации	Падение азиатских валют и рубля, латиноамериканских валют, рост доллара	Падение цен	Падение цен

Окончание таблицы 4.8

2000 г. – сентябрь 2001 г.	США	Рост цен на недвижимость, рост индексов REIT	Обвал на рынке Nasdaq. Рост акций финансовых компаний и компаний, производящих товары повседневного спроса. Переход из акций роста в акции стоимости	Обратная кривая доходности	Боковое движение курса, далее – падение	Рост цен на золото и акции золотодобыва ющих компаний – начало тренда	Рост цен промышленных и сырьевых товаров. Рост цен на энергонасосители привел к замедлению экономики
2003 г.	США, Западная Европа, Япония	Дефляция несмотря на рост цен сельскохозяйс твенной продукции и энергонасосител ей	Падение японского рынка, которое коррелирует с глобальным фондовым рынком. Возврат к инвестициям в физические активы	Рост цен облигаций несмотря на рост цен сырьевых товаров	Падение курса доллара США. Рост австралийског о и канадского долларов. Переток ликвидности на валютные рынки и рынки фьючерсов	Рост цен на фоне ослабления доллара	Рост цен (до начала войны в Ираке)

Источник: составлено автором на основе [138]

Далее проанализируем данные о развитии секторов фондового рынка с учетом концепции их циклического взаимодействия. Принято считать, что с началом экономического подъема растут цены акций транспортных компаний (в ответ на падение энергетических цен), далее за ними следуют технологические компании, сектор услуг, сектор средств производства, сектор основных материалов, энергетический сектор; при приближении начала экономического спада лидируют: сектор товаров повседневного потребления и коммунальных услуг, финансовые компании, циклические и производители потребительских товаров. При достижении фондовым рынком «дна» ликвидность устремляется на денежный рынок [138], что приводит также к сокращению цен на сырьевые товары.

Проанализируем фактические данные на основе динамики индекса S&P-500 в разрезе секторов (рис. 4.11 – 4.14).

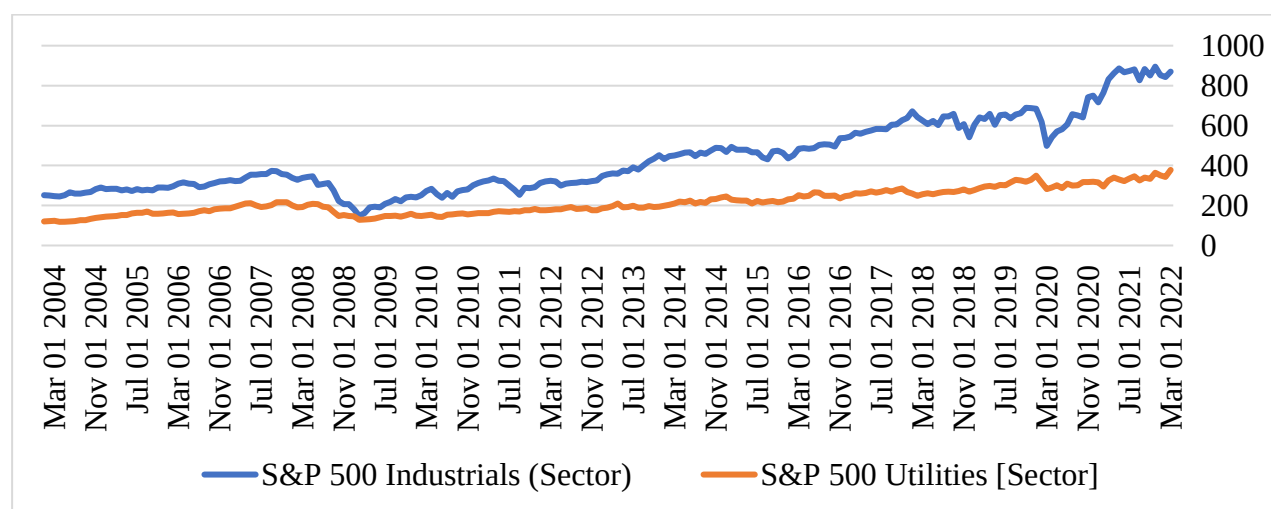


Рисунок 4.11 – Сопоставление динамики фондовых индексов
(промышленность и услуги)

Источник: составлено автором на основе [280]

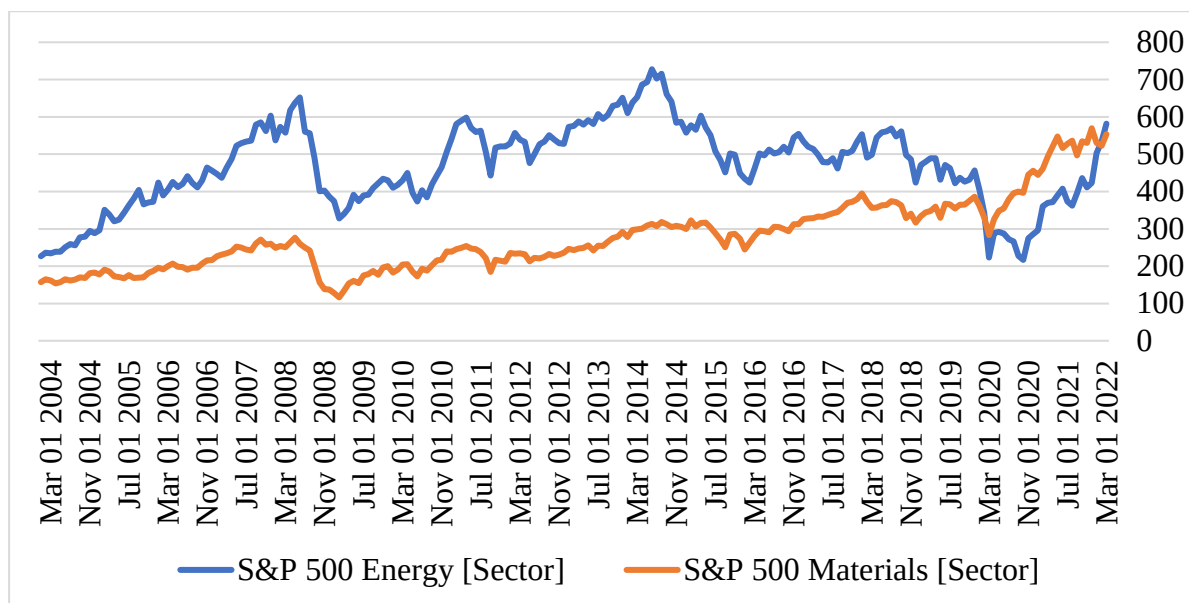


Рисунок 4.12 – Сопоставление динамики фондовых индексов (энергетика и производство основных материалов)

Источник: составлено автором на основе [280]

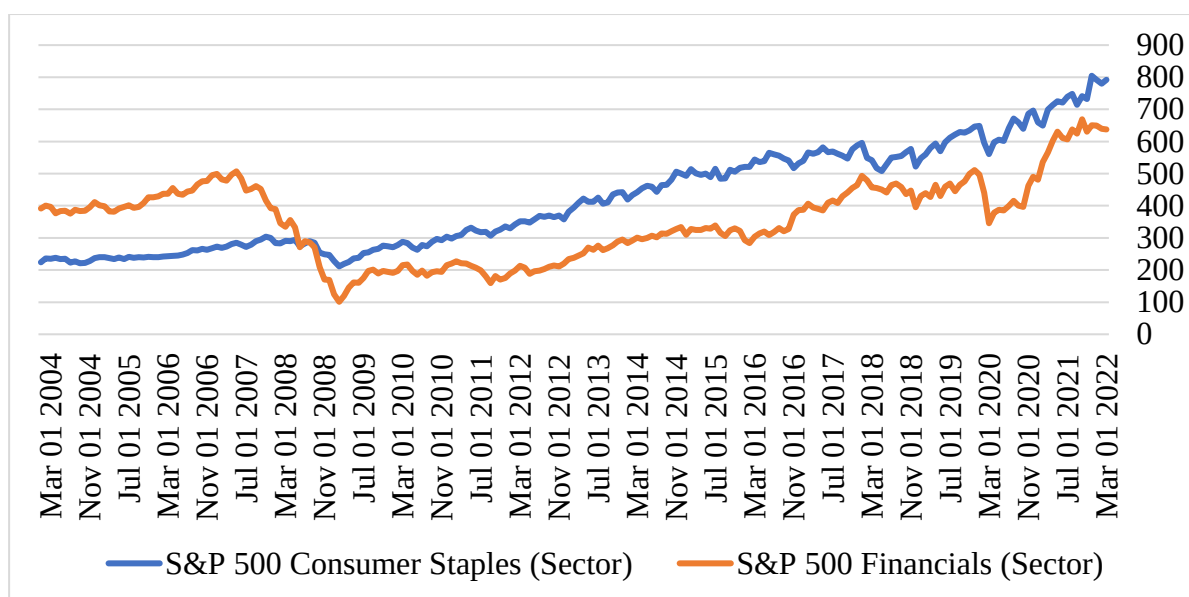


Рисунок 4.13 – Сопоставление динамики фондовых индексов (производство товаров повседневного спроса и финансовые услуги)

Источник: составлено автором на основе [280]

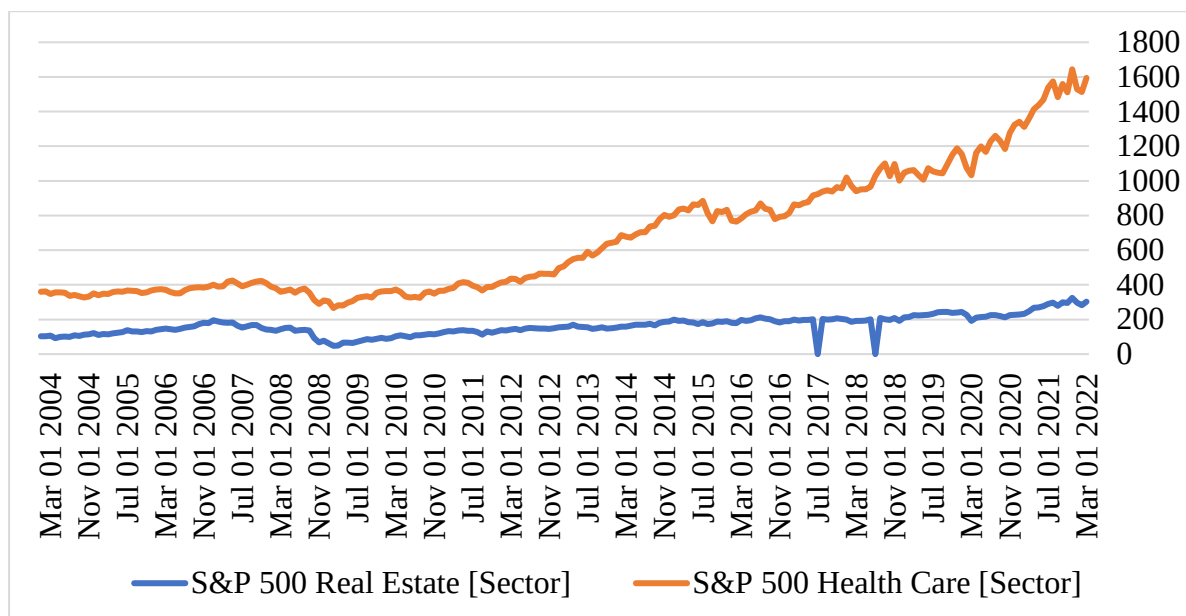


Рисунок 4.14 – Сопоставление динамики фондовых индексов
(недвижимость и фармацевтическая отрасль)

Источник: составлено автором на основе [280]

Логика межрыночных связей в целом прослеживается на основе приведенных данных, но обращает на себя внимание возникновение разбалансированности в графиках в начале 2020 года. Для выявления причин подобных изменений проанализируем данные о ценах на сырьевые товары в аналогичном разрезе (рисунок 4.15).

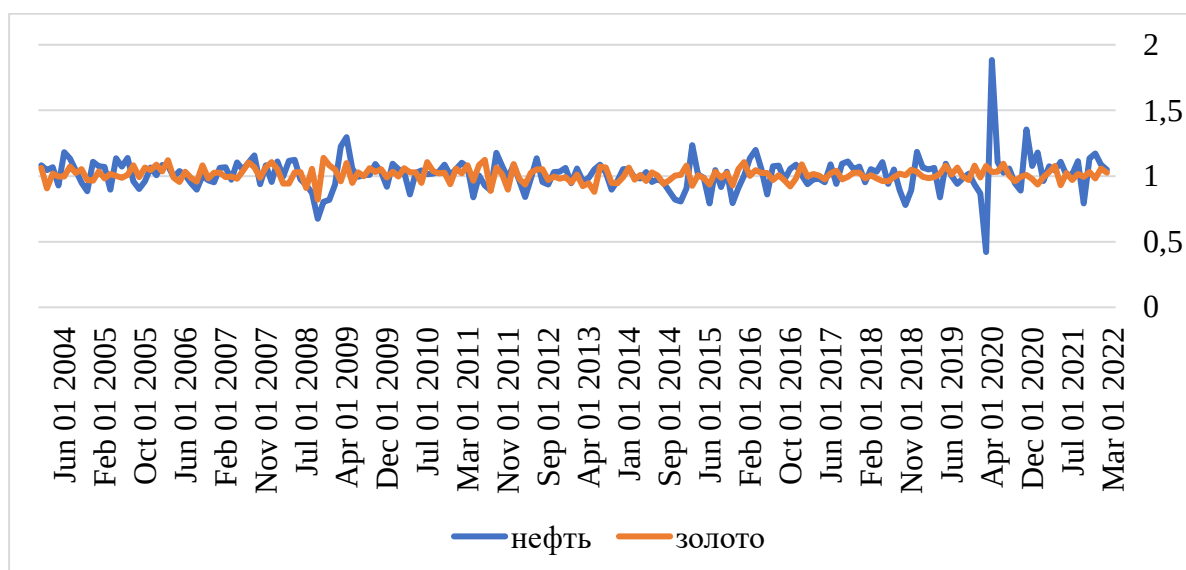


Рисунок 4.15 – Темпы роста цен на нефть и золото

Источник: составлено автором на основе [278, 279]

Наличие резкого скачка в ценах на нефть в 2020 году подтверждает полученные ранее выводы о том, что нефтяные цены являются диверсифицирующим активом для фондового рынка, однако также может свидетельствовать о нарушении закономерностей межрыночных связей. Поскольку бенефициаром негативных изменений на фондовом рынке является рынок денег, проанализируем данные о его динамике (рисунок 4.16).



Рисунок 4.16 – 10-летние казначейские облигации с постоянным сроком погашения за вычетом ставки по федеральным фондам

Источник: составлено автором на основе [231]

Получаем, что отрицательный спред доходности по казначейским облигациям в 2006 и 2019 годах стал предшественником нарушений межрыночных связей, однако логика финансового анализа сводится к тому, что для данных периодов характерен дефицит банковских резервов или, иными словами, недостаточность банковских пассивов, часто выдаваемая за кризис банковской ликвидности, но фактически являющаяся показателем фундаментальной неплатежеспособности банков в условиях нерационального маркеттайминга финансовых агентов.

Недостаточность банковских резервов свидетельствует об ограниченной возможности применения банковского мультипликатора для финансирования потребностей экономики, что приводит к кризисному

разрешению противоречий в управлении ликвидностью, что и произошло в 2007 – 2008 годах после активного роста, следовавшего за периодом дефицита резервов, что наблюдается и в настоящий момент. Однако продолжающийся с 2019 года рост поддерживается не только существовавшей до недавнего времени политикой количественного смягчения, но и формированием нового источника платежных средств в виде децентрализованных блокчейн-систем. Однако, на наш взгляд, это только усугубляет противоречия мировой финансовой системы, приводя их к углублению предстоящего кризиса.

Сложность восприятия противоречий мировой финансовой системы ее субъектами определена тем, что в условиях широкой консолидации и индексации фондов и применения инструментов секьюритизации активов в течение долгого промежутка времени создается иллюзия того, что на рынке выигрывают все, что априори невозможно, поскольку в каждой сделке есть две противоположные стороны с противоположными целями. Использование сложно структурированных операций с производными позволяет хеджировать риски изменения цен, при этом участие в одной сделке по секьюритизации как правило означает принятие на себя встречных обязательств по альтернативной сделке. Сложности в связи с этим возникают по той причине, что для открытия короткой позиции сложнее найти вторую сторону сделки, поскольку медвежий рынок ограничен нулем, а бычий рынок – не ограничен ничем. Однако с учетом роста оборота производных финансовых инструментов, особенно, в биржевом сегменте, можно сделать вывод о том, что такие сделки заключаются в массовом порядке.

Принятие подобных рисков свидетельствует о наличии инструментов их хеджирования, что стало возможным ввиду роста концентрации активов в различного вида фондах (к слову, фонды PIMCO начали отыгрывать рост после 2019 года ранее других фондов денежного рынка). Консолидация

ликвидности в фондах позволяет совершать внутри них крупные сделки без влияния на рыночные цены. В связи с этим нарушаются принципы ценообразования, фонд растет, приводя в рост и его композиты, которые фактически могут иметь крайне низкую ликвидность внутри самого фонда.

Таким образом, мировая финансовая система базируется на некорректном определении цен на всех уровнях. Цены на фондовом рынке определяются индексами и сложно структурированными хеджевыми фондами с использованием производных финансовых инструментов. На основании динамики капитализации определяются возможности наращивания цен на производимые компаниями товары и услуги в виде наценки за бренд. Также динамикой фондовых цен определяется цена производственного капитала, что отражается в структуре затрат на производство: растут затраты на НИОКР и амортизация при сокращении затрат на оплату труда производственных работников и затраты на промежуточные материалы, что приводит к необходимости кредитного финансирования поставщиков последних – рабочей силы и производителей традиционных материалов, сырье для которых имеет также фондовое ценообразование через рынок производных финансовых инструментов.

Иными словами источником риска в данной системе являются банковские балансы, в которых копятся противоречия за счет использования мультипликатора. Дополнительная сложность в том, что за счет использования цифровых валют начался рост инфляции, что может стать причиной разрешения текущего противоречия на валютном рынке. Известно, что когда растут акции, каждый доллар обходится дешевле с позиции транзакционных издержек, когда в цене растут инструменты денежного рынка – дешевле обходятся доллар, евро и фунт стерлингов. Если же рост не сможет поддерживаться консолидированными фондами, то возрастающие транзакционные издержки приведут к необходимости выбора между конкурентными девальвациями и полным коллапсом

банковских систем. Представляется, что валютная нестабильность отчасти компенсируется в настоящее время геополитической поддержкой доллара и иены на фоне спецоперации, однако с учетом товарной структуры импорта эмитентов резервных валют такая поддержка валюты может оказаться недолгой.

В этих условиях вопросы ценовой стабильности и ценообразования товаров встают на первый план – для обеспечения устойчивости финансовых рынков в условиях противоречий мировой финансовой системы возможность вывода ликвидности при невозможности ограничения потоков капитала необходимо стабилизировать валютную систему как самый ликвидный сегмент финансового рынка, а также обеспечить невозможность манипулирования ценами на товары с целью офшорного вывода ликвидности – в этом состоит основная задача адаптации финансового рынка к противоречиям мировой финансовой системы.

ГЛАВА 5 МЕТОДЫ АДАПТАЦИИ РЫНКОВ КАПИТАЛА К ПРОТИВОРЕЧИЯМ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

5.1 Валютные союзы как способ координации рынков капитала в условиях противоречий мировой финансовой системы

Либеральная доктрина, методологически оправдывающая рост неравенства, основана на идее «просачивания благ» и оперирует, в том числе, таким инструментом, как рыночный мультипликатор. Ранее мы уже определили роль банковского мультипликатора в надувании финансовых пузырей и трансформации финансового капитала в фиктивный. На данном этапе исследования целесообразно оценить также влияние рыночных мультипликаторов на развитие данного процесса.

Базовая теория предполагает, что в результате реализации инвестиционных проектов возрастает объем производства и потребления во всех причастных к данной инвестиции отраслях, что приводит к мультипликативному увеличению темпов роста в целом по сегменту. Более того, утверждается, что даже убыточные инвестиции могут повлечь за собой позитивный для экономики эффект, если их реализация привела к росту производства в смежных отраслях.

На этом вопросе следует остановиться подробнее. Убыточные инвестиции действительно могут привести к росту производства у поставщиков оборудования и материалов, однако в оценке агрегированных показателей это не может компенсировать убытки. Инвестиции могут быть убыточны при данном уровне цен, при данном уровне процентных ставок, при данной структуре источников финансирования, а также при данном уровне ренты. Более того, перечисленные факторы становятся эндогенными, поскольку зачастую инициаторам проектов удается

манипулировать ими. Разумеется, существует множество экзогенных факторов убыточности инвестиций, однако их анализ и рассмотрение выходит за пределы настоящего исследования.

Акцент на искусственно эндогенных факторах не случаен: именно перечисленные механизмы могут стать причиной того, что невозможность воспроизводства капитала толкнет ликвидность не в финансовый, а в фиктивный капитал, что нарушит общую воспроизводственную модель.

Если инвестиции убыточны при заданном уровне цен и ренты, то это приводит к неоправданному росту цен. При нормально действующем ценовом механизме рост цен привел бы к сокращению спроса и вытеснению с рынка, однако ценовой механизм современного рынка подменен механизмом борьбы за ликвидность и формированием фиктивного капитала. Если финансовый капитал не используется для финансирования, а постоянно окупает сам себя, то он автоматически становится фиктивным. Именно по этой причине говорят о том, что сегодня финансовые пузыри возникают не только на финансовых, но и на товарных рынках. Если при этом экономика является рентной, то фиктивный капитал образуется на месте изъятой монопольной ренты. Если же доля ренты невелика, то фиктивный капитал заполняет инфляционные убытки, образованные за счет эксплуатации гедонического индекса инфляции.

Чтобы пояснить значение ценового механизма в формировании фиктивного капитала, рассмотрим простой пример. Предположим, в результате реализации инвестиционного проекта компания получила некий продукт, стоимость производства которого составляет 101 рубль, при этом рыночная цена аналогичных продуктов всего 100 рублей. В таком случае компании больше не стремятся повысить эффективность путем сокращения затрат. Вместо этого продукту придается статус «инновационного», а цена на него устанавливается в размере, скажем, 200 рублей. При этом инновационный статус позволяет не учитывать такой скачок цен в индексе

инфляции. В результате каждый приобретенный продукт на 99 рублей сокращает уровень платежеспособного спроса, а, тем самым, и уровень производства других продуктов. И чем больше таких «инновационных» продуктов производится, тем выше окажется обратное значение мультипликатора на уровне экономики в целом без влияния на агрегированное значение ВВП. Следует заметить, что в нашем упрощенном примере мы упускаем из виду, что приобретен этот продукт может быть за счет заемных средств, то есть, к действию рыночного мультипликатора прибавляется действие мультипликатора банковского. В нашем примере отчетливо видно, как рыночная эффективность подменяется погоней за ликвидностью, что и является основным механизмом формирования фиктивного капитала.

Механизм формирования фиктивного капитала посредством механизма структуры и стоимости капитала при реализации убыточных инвестиций достаточно широко рассмотрен в литературе, и в дополнительных пояснениях не нуждается. Если убытки финансируются за счет банковских балансов, на которых содержатся также акции компаний, реализующих убыточные проекты, то этот круг рано или поздно замкнется, и станет отчетливо видно, что, капитал, лежавший в его основе, был фиктивен.

Мотивов к повышению уровня эффективности нет, поскольку одновременное использование описанных механизмов позволяет полностью компенсировать все убытки, монетизируя их из различных источников, и тем самым абсорбируя финансовый капитал, оставляя экономике фиктивный.

Экономика, в которой сложилась такая ситуация, вынуждена постоянно привлекать ликвидность, организуя такой же механизм изъятия, но уже в трансграничном масштабе. И в решении этой задачи ей помогают более сложные инструменты, например, завышенные трансакционные

издержки, торговля рисками на внебиржевых рынках, методы валютных войн и регулируемых кризисов и т.д. Более того, мультипликатор убыточных инвестиций перекладывается на другие страны, которые в итоге платят за фиктивные ценности.

В решении этой проблемы помогает статус резервной валюты и наличие политических преференций на мировой арене, чему посвящено множество исследований. Действительно, о том, что фиктивный капитал перемещается вместе с резервными валютами с тем, чтобы по мере необходимости перенаправлять ликвидность в места риска схлопывания финансовых пузырей, говорилось неоднократно. Однако роль мультипликатора убыточных инвестиций в данном процессе, на наш взгляд, освещена недостаточно.

Предлагаем наше видение данного механизма. Во-первых, все рентные экономики являются донорами ликвидности для фиктивного капитала. Причем, чем более примитивной является форма ренты, и чем меньшее количество переделов задействовано в системообразующей рентной отрасли, тем проще использование ликвидности за счет управления резервной валютой (для подтверждения достаточно взглянуть на динамику ресурсов российских суверенных фондов). Достаточно небольшого финансового пузыря и следующего за ним локального обвала цен, чтобы финансовые ресурсы массово покинули соответствующий рынок. Следует понимать, что по мере роста финансового пузыря ресурсов становится намного больше, нежели было вложено его инициаторами.

Во-вторых, экономики, самостоятельно массово реализующие убыточные инвестиционные проекты и привлекающие под них финансовые ресурсы, в том числе, государственные, также являются глобальными поставщиками ликвидности фиктивному капиталу. Особенно ярко предстает этот механизм при рассмотрении избыточных и убыточных крупных инфраструктурных проектов. Такие проекты не создают

дополнительных переделов в экономике, не усложняют ее структуру, а, следовательно, обслуживают исключительно сами себя. Любой проект, финансовые ресурсы которого постоянно самовоспроизводятся посредством искусственно усложненного финансового механизма, но не выходят за его пределы, является поставщиком ликвидности, но не эффективности для экономики и не реального экономического роста. В финансовой науке такой принцип называется обратной вертикальной цепочкой создания стоимости. Фактически же это изъятие ликвидности через ценовой механизм: поставки дорогого инновационного оборудования, комплектующих, дорогая и неэффективная логистика, стоимость финансирования, транзакционные затраты и колоссальные издержки администрирования – все это формирует стоимость, которая никогда не будет воспроизведена в цене, то есть, все это выводит ликвидность из сферы промышленного производства или социальной политики, если речь идет о государственном финансировании. Полагаем, что нет ничего плохого в том, что инфраструктура может догонять структуру экономики, а не наоборот.

В-третьих, степень вовлеченности в глобальную экономику и глобальные финансы. Уровень долларизации национальной экономики, зависимость от международных финансовых рынков, валюта международных резервов страны – все это препятствия на пути удержания ликвидности в национальной экономике, а национальной экономики – на пути удержания от увлечения фиктивным капиталом. Отдельного внимания заслуживает роль страны в международном разделении труда. Обратная цепочка создания стоимости эффективна для первых ее звеньев только при заниженном уровне валютного курса, а для последних только при повышенном уровне инфляции в национальной экономике. Разница в уровнях инфляции важна, поскольку она позволяет укреплять зависимость национальной экономики от «твердых» валют.

Разумеется, к перечисленным факторам следует добавить и раздутый финансовый сектор, и огромные масштабы финансовых спекуляций, и фиктивную капитализацию.

В совокупности перечисленные факторы порождают глобальную зависимость, высокий уровень обратной корреляции между агрегированными убыточными инвестициями в странах – эмитентах резервных валют и объемом ликвидности, доступной для формирования финансового капитала в остальных странах. Зависимость, в свою очередь, порождает уязвимость.

Попытки разных стран бороться с зависимостью, в частности, от доллара и от финансовых капиталов оси Нью-Йорк – Лондон, в данном контексте представляют особый интерес. Необходимость финансировать убыточные в существующих условиях инвестиции американской экономики толкают разные страны на применение валютной дифференциации с целью сокращения уровня зависимости и перенаправления ресурсов в национальные экономики.

Мы рассмотрим два примера – Китай в качестве центра валютной системы БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, ЮАР) и страны блока МЕРКОСУР (Аргентина, Бразилия, Уругвай, Парагвай, Венесуэла). Кроме того, косвенно затронем меры противодействия зависимости, принятые Ираном после введения против него режима всеобъемлющих санкций, в том числе после реализовавшейся для Ирана и актуальной для России угрозы отключения от SWIFT⁷.

Валютная политика Китая ориентирована на приобретение юанем статуса реальной резервной валюты и валюты международных расчетов в БРИКС, АСЕАН, а далее, полагаем, и в АТР. Действительно, в октябре 2016 года китайский юань включен в корзину резервных валют, составляющих

⁷ Общество всемирных межбанковских финансовых каналов связи — международная межбанковская система передачи информации и совершения платежей.

базу для расчета стоимости SDR (специальных прав заимствования). Для достижения этой цели китайский юань активно продвигался на арену международных расчетов. На сегодняшний день по данным упомянутой выше SWIFT [266] сделки в юанях занимают пятое место в общем объеме трансграничных сделок в мире. Более 1300 финансовых институтов применяют китайский юань для совершения сделок с Китаем и Гонконгом. Однако при более пристальном рассмотрении становится ясно, что сделки в юанях направлены лишь на создание резервов в валюте страны-контрагента, а не для резервирования с целью сохранения стоимости.

Кроме того, настораживает и развивающийся рынок офшорных юаней⁸ с центром в Гонконге. По данным все того же отчета SWIFT в 2017 году Гонконг стал самым крупным офшорным центром, сосредоточив 76,14 % всех офшорных сделок [3]. Офшорные юани изначально были необходимы для китайской финансовой системы в целях обхода требований МВФ по либерализации операций с капиталом, однако представляется, что такие масштабы операций могут предвещать очередной финансовый пузырь. Еще более настораживает тот факт, что треть операций с офшорным юанем проводится через Лондон [2,3], который, в свою очередь, остается центром офшорных потоков, если исключить из рассмотрения Китай.

Далее не следует забывать о степени долларизации китайской экономики, а также уровне кредитных рисков, связанных с долларами и активами, номинированными в долларах.

К этому следует добавить обязательства, принятые Китаем в рамках международных соглашений, в частности, соглашений в рамках БРИКС. Созданные институты – Новый банк развития и Фонд резервных валют направлены, соответственно, на финансирование инфраструктурных

⁸ Китайский юань с обозначением CNH (в отличие от официального юаня с обозначением CNY) обращается на гонконгской бирже и должен использоваться для осуществления инвестиций в юанях в китайскую экономику внешними партнерами

проектов в странах-участницах и на формирование стратегических запасов ликвидности на случай резкого оттока капитала. Новый банк развития разместил на шанхайской бирже облигации, номинированные в юанях, а взнос Китая в Фонд резервных валют составляет 41 млрд. долл. и превышает более чем в 2 раза взносы России, Индии и Бразилии.

Интернационализация юаня идет по траектории развития – укрепление позиций в мировой торговле, использование национальной валюты для совершения международных операций, кредитование многих экономик, формирование зависимых наднациональных финансовых институтов. Однако представляется, что гегемония юаня не настанет при сохранении действующих механизмов реализации валютной политики.

Во-первых, высока зависимость Гонконгской биржи от Лондона, который не поставит свои финансовые отношения с США под удар, а в случае необходимости при помощи подконтрольной SWIFT быстро выведет капиталы с гонконгской биржи. Во-вторых, даже не очень существенная девальвация доллара с учетом размеров долларовых резервов Китая сделает неликвидным Фонд резервных валют (что осложнит и отношения внутри блока БРИКС). В-третьих, профинансированные инфраструктурные проекты несут риск потери ликвидности через действие мультипликатора, описанного выше. Если реализован проект, который не увеличил количество переделов в отрасли, или, используя терминологию Фон Хайека, не увеличил число стадий капиталистического производства, то в конечном счете это может привести к отрицательным чистым инвестициям [186]. Например, строительство высокоскоростной магистрали за счет заемных средств для перевозки нефти или леса без изменения глубины их переработки способно лишь увеличить затраты и тем самым вывести ресурсы из смежных отраслей.

Поэтому валютная борьба, организованная юанем, без смены модели, на наш взгляд, обречена на провал. Более того, позиция доллара может укрепиться после победы в этой войне.

Далее рассмотрим торгово-экономический союз МЕРКОСУР, также использующий национальные валюты для финансирования торговых сделок внутри группы. Степень интеграции здесь более высока, что отчасти объясняется географической близостью стран. Страны, входящие в блок, также сформировали международный фонд, названный фондом структурной конвергенции и общей стоимостью 100 млн. долл., то есть, меньше фонда БРИКС в 10 раз. Однако цель данного фонда в выравнивании структур экономик, то есть, в поддержке менее развитых стран и способствовании их догоняющему развитию для выравнивания экономических условий между странами. В настоящее время рассматривается вопрос внедрения единой валюты союза МЕРКОСУР.

Рассмотренные объединения сокращают зависимость от долларовых расчетов и от западных рынков капиталов, в том числе, фиктивных, используя для этих целей принципиально различные модели. Если Китай проводит широкую экспансию юаня, то страны латиноамериканского блока ориентированы на структурные изменения национальных экономик. Сравнение тем более интересно, что альянсы включают общего игрока – Бразилию.

Для того, чтобы сравнить результативность объединений, необходимо выбрать базу для сравнения. Поскольку сложно представить денежный показатель, по которому можно сравнивать столь различные экономики, обратимся к универсальной единице – темпам роста уровня безработицы (Рисунки 5.1 и 5.2).

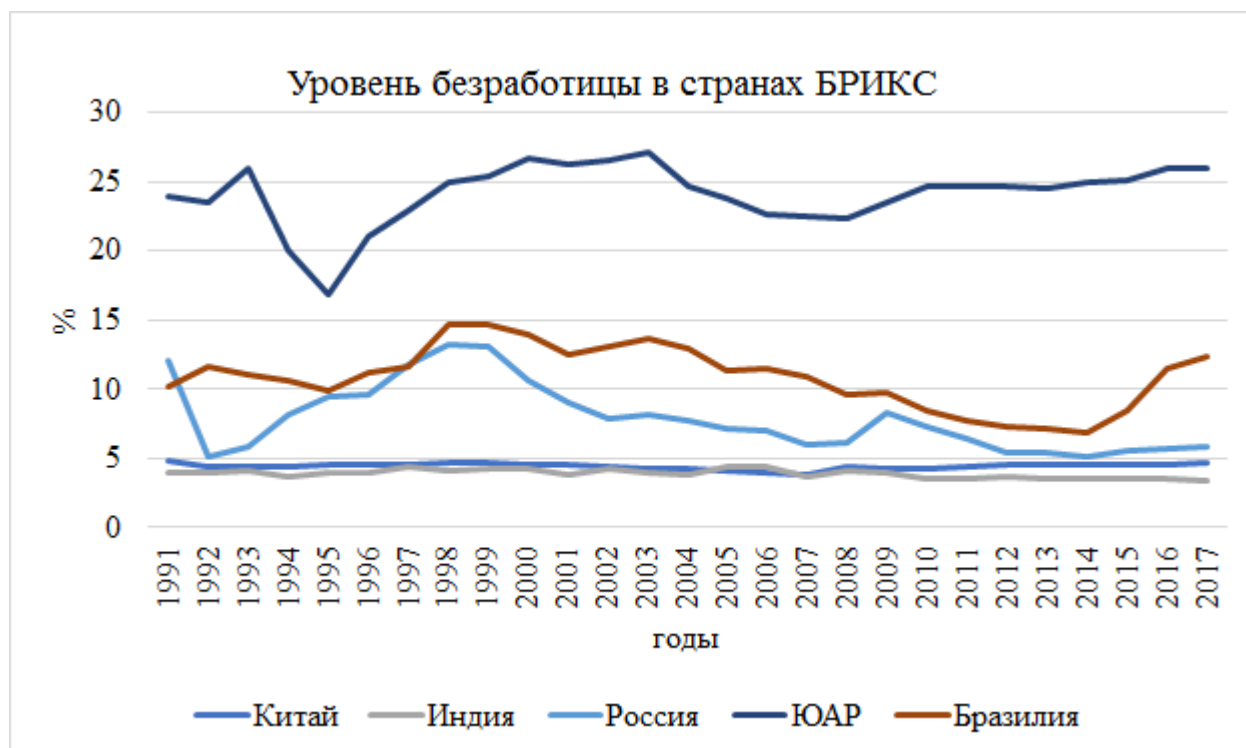


Рисунок 5.1– Динамика уровня безработицы в БРИКС

Источник: составлено автором по данным [268]

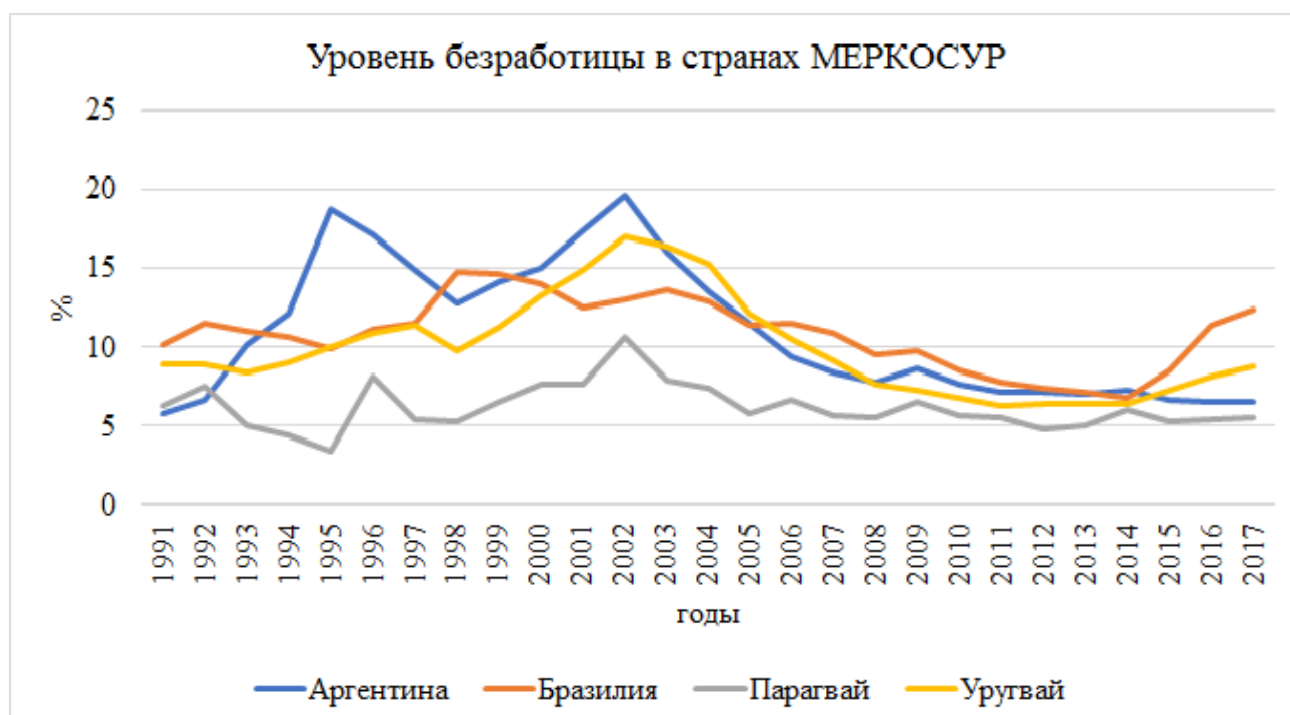


Рисунок 5.2 – Динамика безработицы в МЕРКОСУР

Источник: составлено автором по данным [268]

Рисунки 5.1 и 5.2 дают ясное представление о том, что после объединения стран в альянсы уровень занятости в странах латиноамериканского блока начал сближаться (разброс в 2017 году обеспечивается Бразилией, которая входит в оба союза), тогда как в БРИКС разрыв усилился. А любая дифференциация по уровню занятости влечет за собой усиление неравенства, которое, в свою очередь, всегда сопутствует усугублению противоречий мировой финансовой системы. Логика очевидна: если уровень неравенства доходов растет, то со временем это приводит к неравенству в капиталах, которое побуждает к спекуляциям по той причине, что падение занятости неизбежно означает замедление промышленности, то есть, сокращение возможностей выгодного вложения средств в промышленный капитал. В итоге неравенство приводит к еще большему неравенству, а спекулятивная активность – к росту фиктивного капитала.

Второй вывод – бюджет фонда структурной конвергенции, составляющий десятую часть капитала Нового банка развития БРИКС, позволил достичь более высоких результатов. Проблема, однако, в том, что бюджет фонда слишком мал, чтобы создавать серьезную конкуренцию доллару на международном уровне.

И главное – такое расслоение в уровнях безработицы является основанием полагать, что валютный союз стран БРИКС невозможен для общего блага. Выхода два: либо в валютный союз должны войти лишь Китай, Россия и Индия, либо должна быть проведена серьезная подготовительная работа в целях сближения уровней безработицы.

В этом контексте обратимся к теории оптимальных валютных зон⁹. Существует несколько параметров, на основании которых определяют оптимальность валютного союза:

- 1) гибкость уровней номинальных цен и зарплат,
- 2) мобильность факторов производства,
- 3) идентичность и совпадение шоков,
- 4) размер и степень открытости экономики,
- 5) диверсификация производства и экспорта,
- 6) интеграция фискальных систем,
- 7) интеграция финансовых рынков,
- 8) совпадение уровней инфляции [сост. на основании 110]

Сложность идентификации параметров оптимальности состоит в том, что невозможно проверить ту или иную гипотезу – имеющейся статистики по объединениям стран в валютные союзы, а, тем более, с единой валютой, недостаточно для определения результативности и достижения целей объединения.

Кроме того, если объединение стран создается с целью противодействия гегемонии резервных валют и постоянной необходимости финансирования убыточных инвестиций их эмитентов, то и требования к членам таких союзов должны учитывать эту специфику.

Мы полагаем, что минимальный набор требований должен включать следующие:

- 1) объединение не с целью совместной реализации инфраструктурных проектов, а направленное на повышение числа стадий производства, а также роста эффективности производства,

⁹ «Под валютной зоной понимается некий домен (область, территория), внутри которого обменные курсы фиксированы между собой, а по отношению к внешним для домена валютам его внутренние денежные единицы придерживаются гибкого режима валютного курса» [110]

2) объединение, направленное на сокращение уровня неравенства как внутри стран, входящих в союз, так и между ними,

3) обязательное формирование общего бюджета развития и конвергенции, коллегиальный контроль над его исполнением, установление принципов расходования средств в соответствии с потребностями экономического прогресса,

4) перенос двойной налоговой нагрузки, возникающей в международных контрактах, а также бремени НДС по импортным операциям на рентные отрасли,

5) введение налоговых льгот на реализацию проектов по увеличению числа переделов в отрасли за счет сформированного бюджета развития,

6) отказ от финансирования убыточных инвестиций на международном уровне,

7) отказ от корпоративной формы при финансировании приоритетных проектов,

8) обеспечение эмитируемой валюты, как минимум на 50%, установление возможности изменения структуры обеспечения в соответствии с изменениями базовых технологий,

9) установление требований к финансовым институтам по сокращению вложений в финансовые активы, номинированные в мировых резервных валютах,

10) жесткий контроль над рынком деривативов,

11) установление лимитов для каждой страны, входящей в союз, на заключение её центральным банком соглашений валютных свопов. Установление зависимости между достаточностью капитала банковской системы и объемом заключенных валютных свопов,

12) выравнивание уровней инфляции,

13) формирование единой платежной системы, интегрированной с системой передачи данных SWIFT. Причем, временное отключение любого

участника валютного союза не должно приводить к коллапсу его банковской системы. В этом отношении показателен пример упомянутого выше Ирана – после введения всеобъемлющих санкций и отключения его от SWIFT многие внешние расчеты, проводимые в национальных валютах, стали проходить через банковские системы Турции с целью хотя бы частичного восстановления платежного оборота. Также следует сказать, что национальные платежные системы Ирана были сформированы и активированы в достаточно короткие сроки, что позволило предотвратить коллапс банковской системы, как это планировалось странами, вводящими санкции.

Итак, в данной работе мы лишь затронули тему формирования валютных союзов, их целей и практических методов реализации, а также наметили основные задачи дальнейшего исследования. На данном этапе с уверенностью можно говорить лишь о том, что невозможно построить эффективную экономику, будучи вовлеченным в действие мультипликатора убыточных инвестиций стран-эмитентов резервных валют. Для сокращения зависимости от резервных валют и политико-экономических настроений их эмитентов страны вынуждены объединяться в торгово-экономические союзы с формированием альтернативных валютных зон.

Интернационализация юаня на сегодняшний день происходит за счет фиктивного капитала, это тупиковый путь, который не позволит составить конкуренцию доллару, даже в странах, составляющих экономические и торговые союзы. Невозможно составить серьезную конкуренцию ФРС на поле фиктивного капитала, да и экономически это нецелесообразно.

Механизм мультипликации убыточных инвестиций и фиктивного капитала может быть вытеснен только за счет механизма форвардной мультипликации прибыльных инвестиций, а это требует особого подхода к формированию защитных функций экономических союзов государств и их валютных зон.

5.2 Оценка возможности смены валютных систем из-за противоречий мировой финансовой системы

Валютная система получает свое название не от преобладающей в ней валюты международных расчетов, а от того международного соглашения, в рамках которого она зародилась. Хронология валютных систем приведена в таблице 5.1.

Таблица 5.1

Хронология международных валютных систем

Международная валютная система	Годы существования	Мировые деньги	Причины распада
Парижская	1867-1922	Золото (монетный стандарт)	Прекращение размена на золото из-за последствий Первой Мировой Войны
Генуэзская	1922-1933	Золото (золотодевизный стандарт)	Великая депрессия, отмена золотого стандарта в Британии, затем в США, девальвация фунта и доллара
Бреттон-Вудская	1944-1971 (1973)	Доллар с фиксированным содержанием золота (золотовалютный стандарт)	Прекращение размена долларов на золото
Ямайская	1976-...	Официально SDR (специальные права заимствования, эмитируемые МВФ на основе корзины ведущих резервных валют), фактически – резервные валюты, в основном, доллар США	

Источник: составлено автором на основе [14, 112]

В настоящее время международными соглашениями утверждена Ямайская валютная система, основными характеристиками которой являются плавающие валютные курсы, отсутствие официальных цен золота и необходимости размена на золото какой-либо из валют, возможность использования нескольких резервных валют.

Институциональная основа насаждения доллара в рамках Ямайской валютной системы закрепляется в основных положения Вашингтонского консенсуса – тех условий, которые необходимо выполнять для получения помощи от МВФ в случае необходимости. К таким условиям относят либерализацию движения капитала, свободно плавающие валютные курсы и повсеместную приватизацию государственного имущества.

Условия Вашингтонского консенсуса не позволяют государствам, которые не выпускают резервные валюты, одновременно быть способными защитить курс своей валюты и обеспечить ликвидность банковской системы страны, поскольку если государство направляет денежные средства на поддержку банковской системы, это неизбежно понизит курс валюты, тогда как для повышения курса необходимо повысить процентные ставки, что затрудняет возможности расширения банковской системы. Эмитенты резервных валют с такими трудностями не сталкиваются, поскольку они имеют более емкие рынки сбыта для своих валют.

Привилегии эмитентов резервных валют очевидны, однако возникает вопрос, почему в схватке доллара, фунта и золота на фоне распада Генуэзской валютной системы абсолютную и непререкаемую победу одержал доллар. Принято считать, что последствия Второй Мировой Войны в Европе стали причиной изменения мирового финансового центра, однако уже с 1934 года, за 10 лет до подписания Бреттон-Вудского соглашения, доллар США негласно приобрел статус безопасной валюты для международных инвесторов. Несмотря на тяжелейшие последствия великой депрессии доллар США становится мировой валютой, вытесняя фунт

стерлингов более промышленно развитой Британии и подчиняя себе цены на золото.

Полагаем, что причины кроются в усилении освободительных движений в английских колониях. Начало деколонизации сократило ресурсы Британии, доступные для поддержания статуса мирового финансового центра. В результате начала формироваться новая финансовая модель мира, в которую очень «удачно» вписались последствия Войны, закрепившие уже полученный долларом статус.

Если принять, что колонизация – это своеобразная форма международного разделения труда, то становится актуальным высказывание Г. Киссинджера, бывшего госсекретаря США, о том, что современная глобализация по сути ни что иное как признание решающей роли США в мировой экономике. Из такой аналогии легко получаем первое очевидное преимущество доллара США – транснациональные компании и банки, ведущие, по сути своей, деятельность, схожую с деятельностью Ост-Индской компании во второй половине XVII века, обеспечивают ресурсами возможности дальнейшей экспансии доллара США на мировые финансовые рынки.

Второе преимущество состоит в том, что начиная с 1971-1973гг. золото в международных расчетах успешно заменено на финансовый капитал. Что это дает долларовой системе? Дело в том, что как бы привлекательны ни были вложения в монетарное золото с точки зрения сохранения стоимости, размеры его ограничены, а предложение неэластично а, следовательно, если золото растет в цене, то валюта, соответственно, падает, вызывая отток ресурсов в страны с более стабильными курсами. Финансовый капитал, а точнее, фиктивный, такими проблемами не обременен. По мере роста уровня монетизации экономики, размеры финансового капитала могут многократно увеличиваться, поглощая («стерилизуя») дополнительные

денежные знаки и увеличивая цены на финансовые активы без соответствующей девальвации валюты.

Причем в теории все должно происходить не так. Предполагается, что если цены на акции и облигации возросли, значит сокращается уровень их доходности, то есть, процентные ставки. В свою очередь, сокращение процентных ставок должно приводить к оттоку капиталов и падению курса национальной валюты. Фактически же с долларом этого не происходит. Во время минимальных процентных ставок периода количественного смягчения в США доллар потерял несколько позиций, но падение не было пропорционально масштабам финансовых интервенций в экономику США. Эту ситуацию биржевые аналитики называют «улыбкой доллара»: ситуацией, когда в периоды финансовой нестабильности доллар укрепляется из-за уверенности инвесторов в безопасности долларовых активов. «Улыбка доллара» означает, что последний асимметрично реагирует на изменения процентных ставок: в периоды паники и резких падений доходности доллар растет, временами даже сильнее, чем в периоды роста доходностей и фундаментальных показателей американской экономики.

Тем не менее, вернемся к золоту. Несмотря на условность, с которой можно принять золото в качестве единственно стабильных мировых денег, редкость желтого металла дает возможность оценить объективную картину ценности американской валюты. Рассмотрим курс доллара, выраженный в золоте (Рисунок 5.3)



Рисунок 5.3 – Цена доллара, выраженная в золоте

Источник: составлено автором на основе [231]

График сглажен ввиду индексации цен на золото на уровень официальной долларовой инфляции, если же устранить индексацию, то спад доллара, выраженного в ценах золота, окажется еще более резким. Очевидно, что с 2000-2001 гг. Федер резерв мог полагаться только на «улыбку доллара» в качестве движущей силы его экспансии.

Интересно также отметить, что доллар, выраженный в нефтяных ценах, за редким исключением повторял динамику «золотых» цен, сохраняя тем самым относительно постоянный уровень цен нефти, выраженных в золоте (Рисунок 5.4).



Рисунок 5.4 – Цены на нефть, выраженные в золоте

Источник: составлено автором на основе [231]

Интересно заметить, что линия тренда на графике 4 тоже изображает кривую улыбку, что подводит нас к мысли о влиянии нефтяных рынков на расширение долларовой экспансии в мире.

Во-первых, мы говорили о рынках физической нефти, на которых властвуют страны ОПЕК, и рынки бумажной нефти в Лондоне и Нью-Йорке, где торгуются нефтяные фьючерсы, стоимостью и объемами торгов превышающие все разведанные мировые нефтяные запасы. Также известно, что цены на нефть определяются именно на рынках «бумажной» нефти за теми редкими исключениями, когда по политическим причинам Ближневосточным странам демонстрируют иллюзию их власти и влияния в регионе. Во-вторых, цены на нефть можно представить как сглаживающий трения механизм между бюджетной и монетарной политикой США. Поясним этот механизм.

Постоянные торги между республиканцами и демократами в США касается размера бюджетного дефицита и источников его погашения. Обычно рост налогов в текущем периоде предполагает обещание

сокращения государственных расходов в будущем. Цены на нефть в данном случае могут сгладить возникающие трения. Высокие цены на нефть сокращают налогооблагаемую базу по налогу на прибыль корпораций, сокращая бюджетные поступления и повышая бюджетный дефицит. В свою очередь, сокращение цен на нефть приводит к снижению уровня официальной потребительской инфляции, заставляя политиков применять монетарные методы стимулирования экономического роста. При этом однако высокие цены на нефть делают экономически оправданной разведку сланцевой нефти, что выгодно в периоды сокращения американского экспорта до размеров, угрожающих сокращению эффективного курса доллара (курса, который уравнивает чистый экспорт и внешний долг с учетом сроков его погашения). Такая логика может служить мотивом нефтяного ценообразования лишь до тех пор, пока доллар является валютой расчетов в нефтяных контрактах.

Итак, мы рассмотрели те основания, на которых мировая финансовая общественность принимает доллар в качестве мировых денег. Обобщим сказанное:

1) изначально такая система установилась еще до ее оформления в Ямайскую валютную систему по причине преимуществ в ресурсах на стороне американской экономики. Действительно, структура американской экономики, ее масштабы и потенциал с точки зрения наличия и возможностей эффективного использования ресурсов по мере ослабления Британской империи соответствовали статусу мирового финансового лидера и эмитента резервной валюты.

2) неокOLONиальный характер деятельности американских ТНК и банков отчасти копирует британскую модель, основанную на узурпировании ресурсов колоний и финансировании за их счет экономического прогресса в своей стране.

3) после 1971 года и отмены конвертации доллара в золото валютный рынок США стал «обеспечиваться» финансовым капиталом, предложение которого абсолютно эластично по уровню цен финансовых активов. Это позволяет наращивать долларовую массу сверх всяких разумных пределов без опасений в серьезной девальвации валюты.

4) нефтяные цены служат для отвода глаз от официальной монетарной и бюджетной статистики Соединенных Штатов, особенно в периоды, когда необходимо изобразить усилия, направленные на стабилизацию бюджетного дефицита или потребность в монетарном стимулировании экономики ввиду риска развития дефляции (основной страх американских финансистов со времен великой депрессии).

Тем не менее, в литературе встречаются и пессимистичные взгляды на возможность дальнейшего использования мировых ресурсов во благо одной страны. Теоретически крах американской финансовой системы, основанной на долларе, может наступить по следующим причинам (Таблица 5.2)

Таблица 5.2 – Возможные причины смены
долларовой валютной системы

№	Возможная причина	Сдерживающие факторы
1	Невозможность дальнейшего рефинансирования долга (выпуска новых обязательств для погашения ранее выпущенных)	Во-первых, страны Юго-Восточной Азии и Ближнего Востока являются держателями больших сумм американских обязательств, что ставит их в зависимость от рефинансирования внешнего долга США. Во-вторых, на сегодняшний день рефинансирование долга выглядит экономически обоснованным, поскольку платёжный баланс США таков, что проценты от иностранных инвестиций американцев полностью покрывают проценты, уплачиваемые по внешнему долгу США
2	Рост бюджетного дефицита	По мере роста дефицита развивающиеся страны наращивают покупки казначейских обязательств США

Продолжение таблицы 5.2

3	Экспансия китайской экономики и обретение китайским юанем статуса мировой резервной валюты (валюты, в которой иностранные государства хранят основную часть своих резервов). По мере наращивания других валют в структуре официальных резервов автоматически сократится дефицит платежного баланса по причине сокращения спроса на доллары со стороны различных стран	Во-первых, для обретения юанем статуса резервной валюты, Китай должен ослабить контроль над движением капиталов. Во-вторых, основной эмитент резервной валюты должен быть лидером по уровню производительности труда, что на данный момент является недостижимым условием для Китая. В-третьих, уровень доходов на душу населения также отбрасывает Китай от достижения данной цели, несмотря на явные локальные победы на пути к ней (в частности, юань вошел в официальную валютную корзину, на основании которой определяется курс специальных прав заимствования). В-четвертых, чрезмерное увлечение Китая инвестициями в инфраструктуру, пригодную для уходящего в историю технологического уклада, не позволяет качественно повысить шансы китайской экономики на мировое лидерство. В-пятых, система международного разделения труда приводит к еще большему сокращению производительности в экономиках стран Юго-Восточной Азии
4	Увеличение роли региональных национальных и наднациональных валют в международных расчетах	До тех пор, пока резервы стран размещаются в долларах, региональные валюты не могут представлять для него реальной угрозы. Кроме того, рынок евродолларов – традиционная «гавань» для нефтедолларов из стран Ближнего Востока, ежегодно наращивает объемы и является основной площадкой для их инвестирования. Задача стоит в обеспечении альтернативных возможностей прибыльного инвестирования доходов от продажи энергоресурсов. Тем не менее, по данным SWIFT, доля международных расчетов в долларах США сократилась до 39,9% по состоянию на конец 2017 года

Окончание таблицы 5.2

5	Очередной крах на фондовом рынке, который может привести к падению всей банковской системы США	Официальная статистика по фондовым рынкам США становится все более отдаленной от фактического его состояния. Новый инструмент для этого – «темные пулы банковской ликвидности» - специальные фонды различных ценных бумаг, приобретаемых банками от имени инвесторов, и не отражаемых ни в каких отчетных формах
6	Сокращение инвестиций в казначейские облигации США со стороны инвесторов из Юго-Восточной Азии и Ближнего Востока	Видимость отсутствия альтернатив на рынке, «улыбка доллара». В отсутствии возможностей размещения доходов от экспорта может возникнуть ситуация кризиса избыточных сбережений на уровне мировой экономики
7	Изменение технологии генерации энергии и резкий рост возобновляемых источников энергии в энергетическом балансе мира	Отсутствие видимых перспектив замены нефти и газа в энергетических балансах стран. Развитие рынков «бумажной» нефти, повышение его роли в мировой финансовой системе
8	Резкое обесценение евро, фунта стерлингов или японской иены	Валютные операции в перечисленных валютах очень тесно переплетены в международных финансовых потоках, кроме того, широко применяются производные финансовые инструменты на случай резкого обесценения какой-либо валюты
9	Технологический прорыв в развивающихся странах, позволяющий уйти от «полупроводниковой» экономики	Активная пропаганда информатизации и цифровизации экономики с усилением зависимости всех важных производственных процессов от информационных технологий, обслуживающих их
10	Экспансия одной или нескольких частных валют на основе технологий распределенного реестра (криптовалюты). Предполагается, что капиталоемкая валюта с ненулевой стоимостью производства может вытеснить доллар из системы международных платежей	Аналогия криптовалют с золотом ошибочна. Несмотря на ненулевую стоимость производства, криптовалюты эластичны по их ценам, а те мощности, которые необходимы для их производства, имеют нулевую полезность при любом альтернативном способе их использования. Поэтому насаждение криптовалют скорее относится к инструментам повышения зависимости от экономики полупроводников

Источник: составлено автором

Таблица не должна приводить к заблуждению, что доллар застрахован от всякого неблагоприятного изменения, но, вместе с тем, она дает основание полагать, что лишь изменения в реальном секторе экономики способны изменить расстановку сил в неокOLONиальной валютной системе. Иными словами, должна появиться принципиально новая технология, обеспечивающая прорывной рост эффективности и отказ от старых и высокoзатратных технологий, не только неспособных, но и препятствующих повышению эффективности и коммерциализации инноваций.

Очевидно, что сценарий изменения ядра технологического уклада по цепной реакции повлечет за собой все остальные, сугубо финансовые, последствия, приведенные в таблице, и являющиеся атрибутом вытеснения доллара США с лидирующих позиций в мировой валютной системе.

Характерно то, что в неамериканском мире накоплены финансовые ресурсы, которые могут быть направлены на поиск новых технологий промышленности и энергетики, однако инерционность, задаваемая американским финансовым капиталом, на данный момент не преодолена, а потому ни один из перечисленных в таблице 5.2 сценариев не реализован на практике, а валютная пирамида времен Бреттон-Вудса (золото – доллар – фунт стерлингов – остальные валюты) преобразовалась в валютную воронку (Рисунок 5.5).



Рисунок 5.5 – Долларовая «валютная воронка»

Источник: составлено автором

Полагаем, что мировая структура промышленности уже не соответствует статусу доллара как мировой валюты, используемой в расчетах, инвестициях и международных резервах, а потому долларовая воронка существует лишь до тех пор, пока ресурсы не устремятся в новые перспективные области приложения капитала. Борьба с долларизацией только финансовыми методами, по крайней мере, в ближайшей перспективе, представляется обреченной на провал

5.3 Управление производительностью в промышленном секторе как метод сокращения степени негативного влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала

Большинство работ, посвященных противоречиям мировой финансовой системы, напирают на пагубность финансиализации,

признанной еще Кейнсом в его знаменитой фразе о том, что трудно ждать от экономики хороших результатов, если производство становится побочным продуктом игр в казино. Отсюда, как представляется, пошло множество метафор о финансовализации, основным мотивом которых считается невозможность развития производства и промышленности, если большинство стратегических целей развития ставится и достигается в финансовой сфере, минуя производство, либо извлекая из него ресурсы.

Мы говорим о том, что эти выражения метафоричны по той причине, что физически сложно представить, что, предположим, трактор или подъемный кран извлечены из производства и направлены на биржевые спекуляции. Разумеется, бывают случаи массовых распродаж промышленных активов с целью перевода вырученных средств на биржи, но это скорее исключения, да и, вероятнее всего, покупатели таких активов все же используют их по назначению.

Тем не менее, и тракторы, и подъемные краны, и даже более тяжелая и сложная техника, могут стать легкой добычей фиктивного капитала, несмотря на всю метафоричность этого высказывания. Любые средства производства, если ставится задача во что бы то ни стало нарастить их мощность (скорость, частоту, грузоподъемность, даже прочность и т.д.), рискуют предстать в процессе общественного воспроизводства капитала источниками перераспределения прибыли от созданного (а иногда и не созданного) продукта в пользу финансовых рынков. И служат этому два взаимосвязанных механизма:

1) механизм высвобождения рабочей силы за счет замены ручного труда машинным без возможности последующего вовлечения высвобожденных работников в новые технологические процессы с более высокой производительностью труда и при постоянном росте технологической нормы замещения труда капиталом;

2) механизм создания «широких» денег¹⁰ – банковские операции, направленные на разрастание банковских балансов за счет проводимых ими кредитно-депозитных операций.

Поясним связь этих механизмов. Для начала нужно заметить, что тенденцией последних лет почти повсеместно является развитие техники при неизменности технологий. Колоссальные суммы инвестиционных затрат направляются на порой несущественные изменения в скорости передачи данных, четкости изображения, времени бесперебойной работы, мощности или точности оборудования и т.д. Микро-мир постепенно сменяется нано-миром, а в нем даже очень небольшие изменения считаются результатом. При этом инвестиционные затраты оправдываются, в числе прочего, сокращением рабочей силы, занятой в конкретном производственном процессе. Однако технология не изменяется, новых высокопроизводительных процессов не создается, а потому высвобожденная рабочая сила вынуждена «упрощать» свой труд, сокращать притязания на предмет заработной платы и, соответственно, уровень потребления. При этом нововведения, особенно те из них, что профинансированы за счет рыночных механизмов, стоят намного дороже тех, что им предшествовали, а значит, цена замещения труда капиталом возрастает непропорционально возросшей мощности техники.

В итоге постоянной борьбы за мощность техники производство средств производства растет опережающими темпами по сравнению с производством предметов потребления, что, опять-таки, сокращает уровень производительности труда, если измерять его в натуральных величинах. А если сокращается производительность труда, то сокращается прибавочная стоимость – единственный источник прибыли, которая, в свою очередь, теоретически должна перераспределяться на финансовых рынках за счет

¹⁰ «Широкие деньги» (broad money) – это эмитированные наличные деньги, операции РЕПО, а также депозиты на счетах в банках и краткосрочные облигации

реализуемых на нем схем. Дальше в ответ на замедление производительности труда вновь предпринимаются попытки нарастить мощность техники, и ситуация закручивается в мощную спираль, подогреваемую ценообразованием на предельную единицу этой самой мощности (скорости, точности и т.д.).

Кроме того, если новая техника не окупится в течение стандартного делового цикла при текущем уровне цен на производимый отраслью продукт при текущих темпах роста продаж, а, в особенности, если ее покупка профинансирована за счет привлечения извне финансового капитала, то можно с уверенностью говорить о том, что произошло «порабощение» основного капитала фиктивным. То есть, оборудование физически остается, но его характеристики, вроде упомянутых мощности и скорости, применимы только для наращивания цен на производимую продукцию, чтобы хоть как-то оправдать вложения в основной капитал и погасить принятые обязательства. И так будет всегда, если техника совершенствуется для высвобождения труда, но без соответствующего запроса, поступившего с рынков потребительских товаров. Иначе говоря, если на рынке намечается явный перекос в сторону спроса на некий товар конечного потребления, но для его производства недостаточно мощностей, то конструирование таких мощностей даст толчок экономическому росту. Если же «инициатива» исходит от средств производства, то за этим последует рост цен, расширение кредита, раздувание пузырей и прочие негативные спутники фиктивного капитала.

Переводя наш тезис на язык математических формул, можно вспомнить простую факторную модель производительности труда:

$$\text{ПТ} = \frac{\text{выпуск}}{\text{численность}} = \frac{\text{выпуск}}{\text{стоимость основных фондов}} * \frac{\text{стоимость основных фондов}}{\text{численность}} =$$

фондоотдача * фондовооруженность (2)

Уровень производительности труда может изменяться под влиянием изменения отдачи от использования основного капитала и капитальных затрат в расчете на одного работающего. Полагаем, что если рост производительности труда достигнут исключительно за счет роста фондовооруженности, то это однозначно приведет к росту цен на производимую продукцию, а если такая ситуация будет наблюдаться не в одной фирме, а в большинстве, или в каких-либо ключевых отраслях, то в целом для экономики это будет означать наличие перераспределительных процессов при невозможности капитальной поддержки развития новых технологий.

Существует еще одна формула для оценки уровня производительности – мультифакторная производительность. Этот показатель соотносит вклад каждого из используемых ресурсов и выпуск конечного продукта, и если выпуск оказывается большим, чем вклад факторов, значит, их комбинация эффективна и дает прирост продукта, напротив, отрицательное значение говорит о том, что все затраченные ресурсы превышают созданный продукт, а, следовательно, произошло изъятие, а не создание стоимости.

Показательно, что по данным United states department of labor мультифакторная производительность в ряде ключевых отраслей американской промышленности за последние годы показывает негативную динамику:

Таблица 5.3 – Темпы прироста мультифакторной производительности в некоторых отраслях американской промышленности, %

Отрасль	1992–2004	2004–2016
Производство полупроводников	17.8	1.3
Производство компьютерной техники	20.2	6.1
Добыча полезных ископаемых	1.6	-1.9
Производство химических удобрений	1.8	-1.4
Текстильная промышленность	2.4	-0.7

Продолжение таблицы 5.3

Производство изделий из кожи	0.4	-2.6
Производство продуктов питания	1.3	-1.6
Производство табачных изделий	0.6	-2.2
Производство телекоммуникационного оборудования	3.5	0.7
Производство подвижного состава железных дорог	1.5	-1.0

Источник: составлено автором по данным [272]

Положительный накопленный эффект имеется лишь в отраслях, связанных с информационными технологиями, и мы не будем трактовать это как результат прорывных цифровых технологий. Очевидно, что это следствие роста цен на производимую в этих отраслях продукцию и просто-напросто инфляционное перераспределение ресурсов в эти отрасли. Если уделить более пристальное внимание ведущим отраслям-экспортерам из США, то отчасти наши слова находят подтверждение в официальной статистике производительности труда и факторов, оказывающих на нее влияние (Рисунки 5.6-5.10)

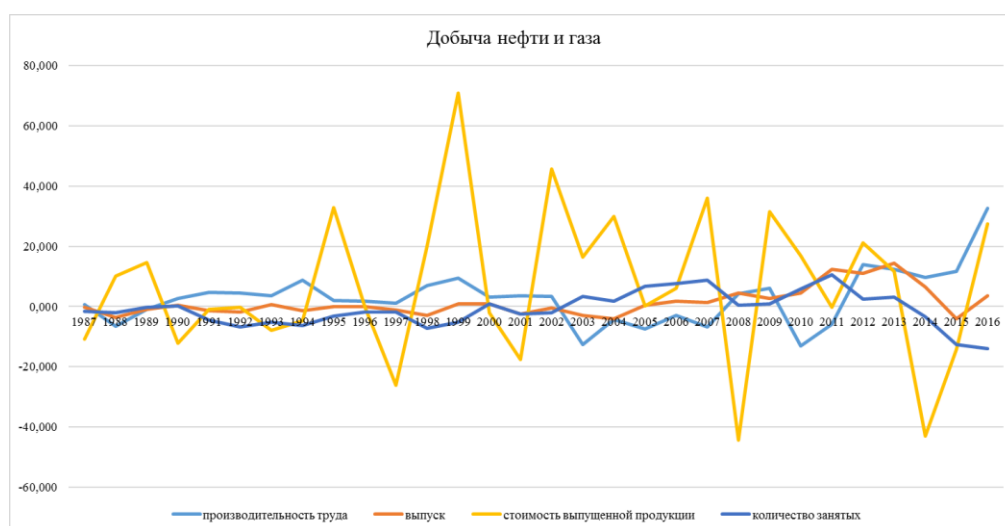


Рисунок 5.6 – Темпы прироста производительности труда в добывающей отрасли (США), %

Источник: составлено автором по данным [275]

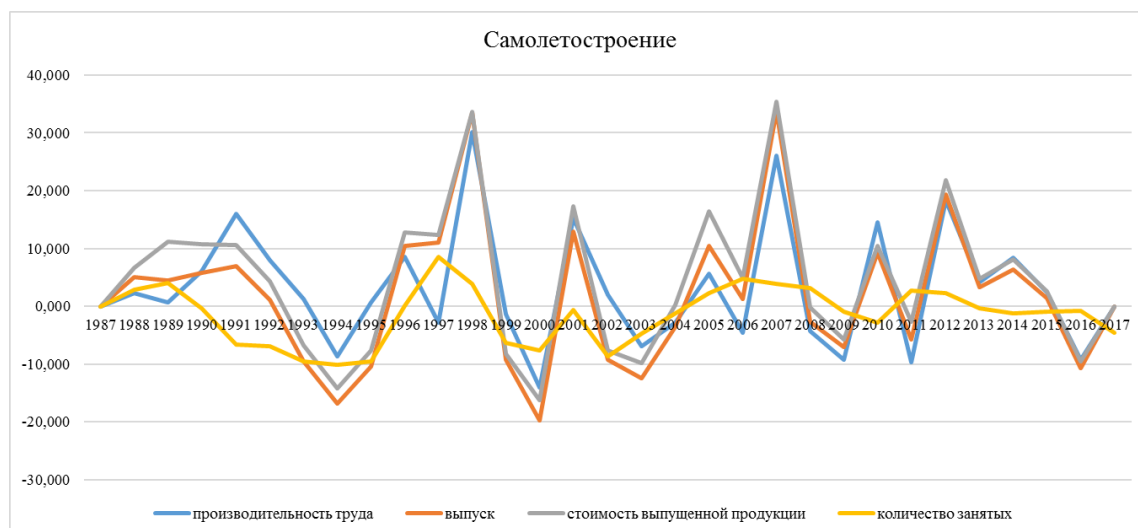


Рисунок 5.7 – Темпы прироста производительности труда в самолетостроении (США), %

Источник: составлено автором по данным [275]

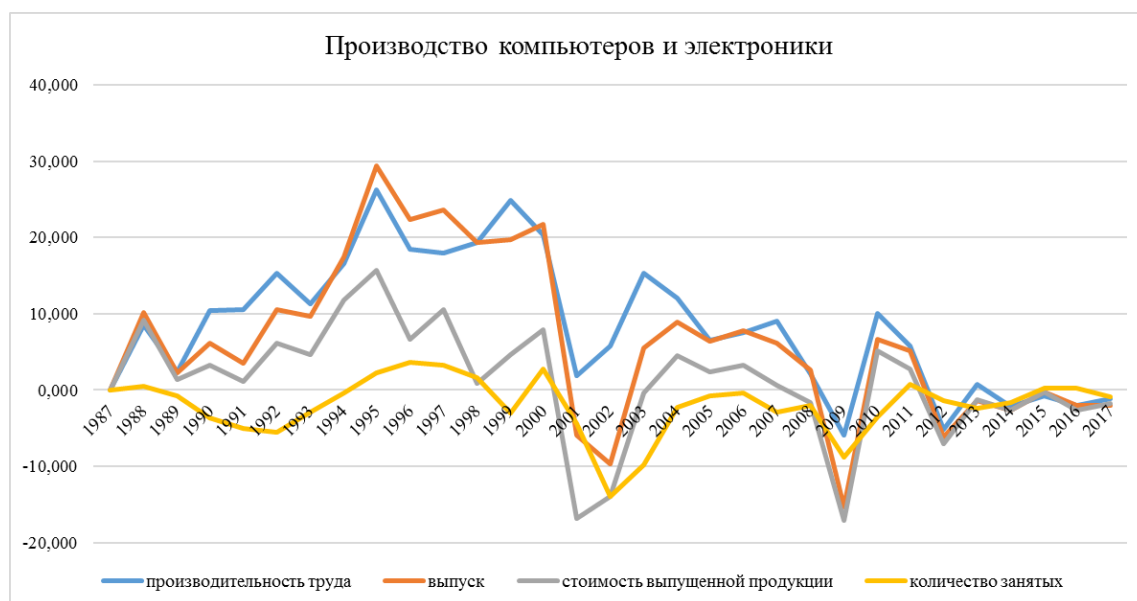


Рисунок 5.8 – Темпы прироста производительности труда в производстве компьютеров и электроники (США), %

Источник: составлено автором по данным [275]

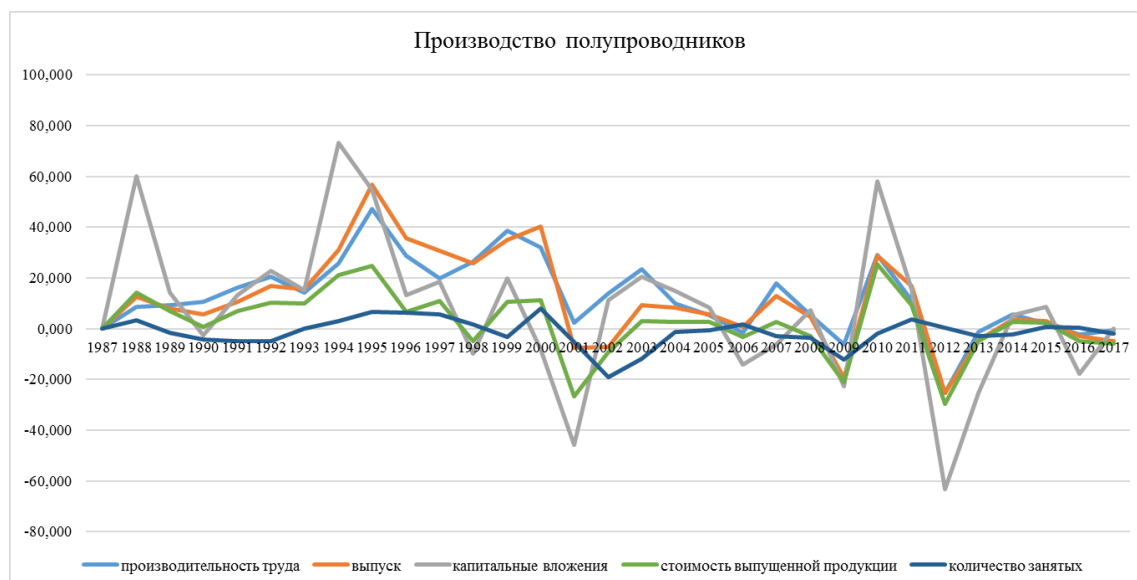


Рисунок 5.9 – Темпы прироста производительности труда в производстве полупроводников (США), %

Источник: составлено автором по данным [275]



Рисунок 5.10 – Темпы прироста производительности труда в производстве моторов и комплектующих к ним (США), %

Источник: составлено автором по данным [275]

Выборка отраслей для анализа производительности труда соответствует структуре американского экспорта, из чего напрашивается вывод о резком сокращении его конкурентоспособности ввиду постоянного сокращения производительности труда, причем во всех отраслях этому процессу предшествует сокращение количества занятых. На первый взгляд, это подтверждает нашу гипотезу о том, что капитальные вложения, нацеленные только на изменение параметров техники и сокращение потребности в труде, в долгосрочном периоде оказывают негативное влияние на производительность труда.

Для чистоты эксперимента рассмотрим аналогичные данные сферы услуг и ее роли в американской экономике (Рисунок 5.11)

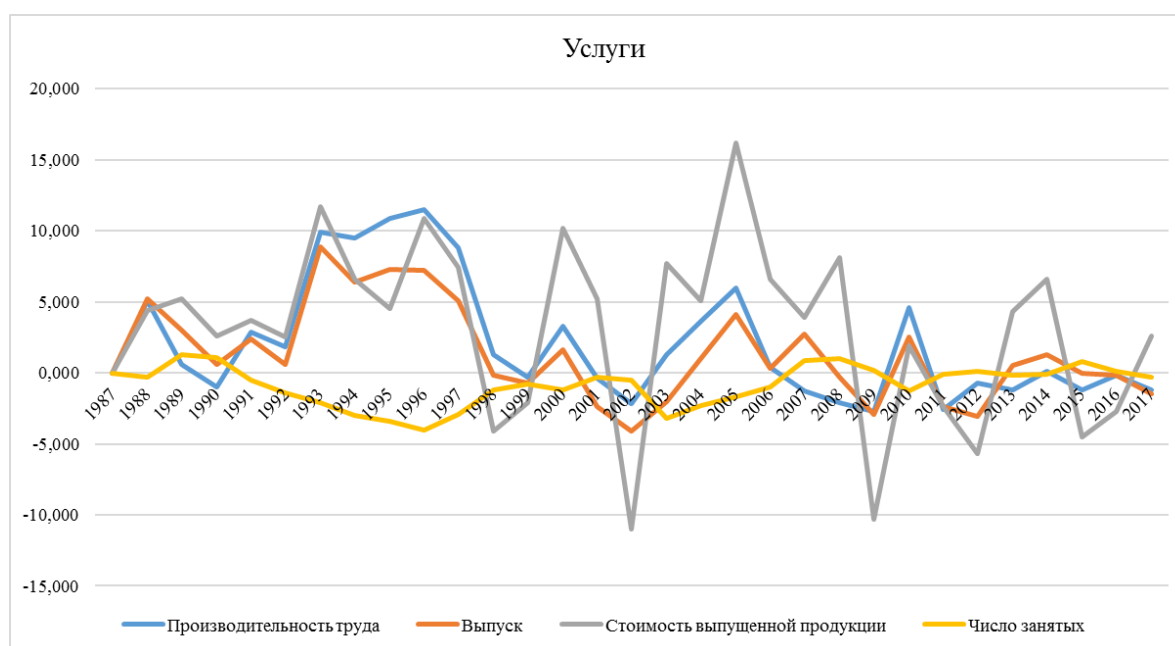


Рисунок 5.11 – Производительность труда в сфере услуг (США), %

Источник: составлено автором по данным [275]

Этот график только более наглядно иллюстрирует зависимость производительности и выпуска от цен, но в целом подтверждает наши выводы о сокращении производительности труда. Однако вернемся к

фиктивному капиталу и его связи с производительностью труда в различных отраслях.

Все рассмотренные сферы производства характеризуются неким застоем показателей после их серьезных скачков, соответствующих динамике американского финансового рынка. Кажется очевидной связь с динамикой загрузки производственных мощностей: в периоды финансовых бумов расширяется производство факторов производства – новой техники с более высокими параметрами, однако когда финансовый капитал меняет свое направление, техника больше не может выгодно использоваться при имеющемся уровне цен, и начинается падение производительности (Рисунок 5.12)

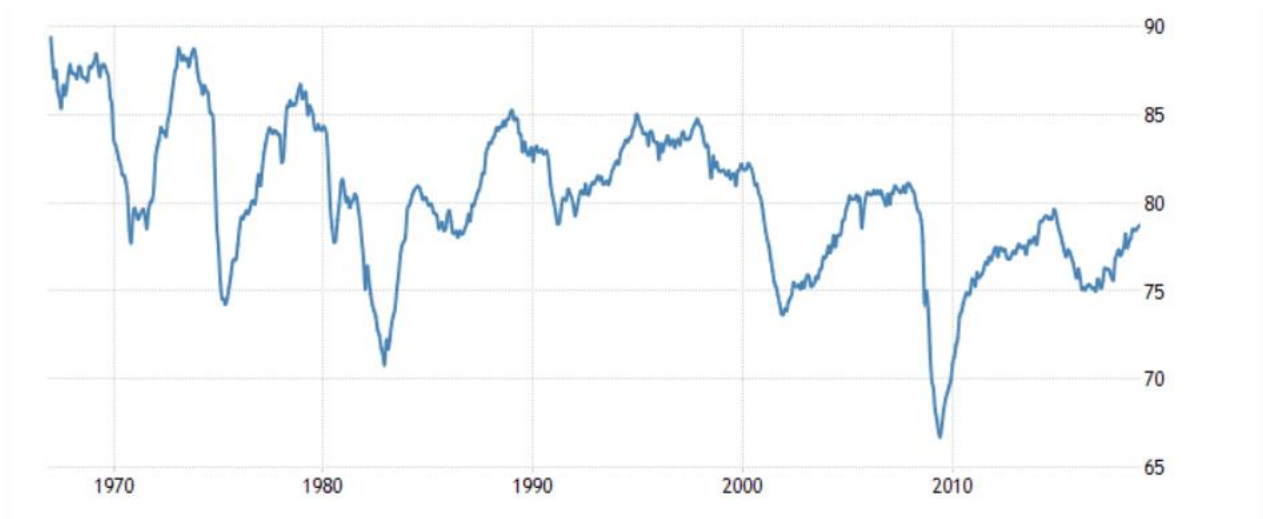


Рисунок 5.12 – Динамика уровня загрузки производственных мощностей в США, %

Источник: составлено автором по данным [275]

Общая тенденция сокращения уровня загрузки производственных мощностей соответствует нашим выводам о причинно-следственных связях между финансиализацией и падением производительности в различных отраслях. Более того, и уровень производительности и выпуска в обрабатывающих отраслях американской промышленности служит

подтверждением ошибочности принятых решений в части размещения капитала (Рисунок 5.13).

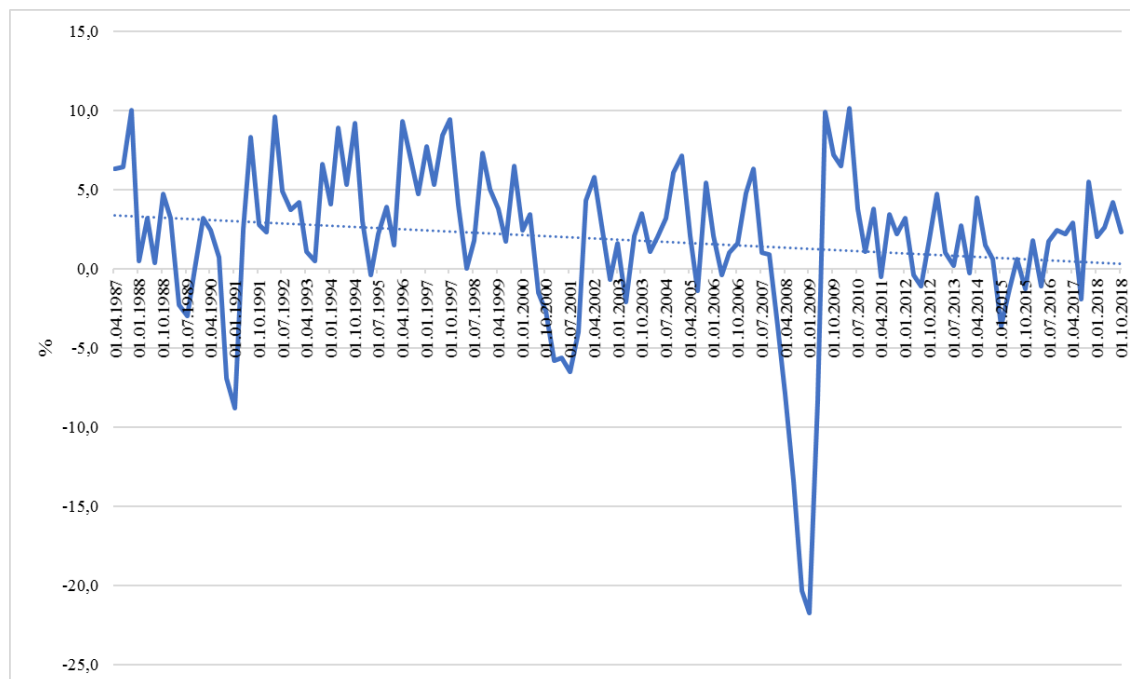


Рисунок 5.13 – Динамика реального выпуска в обрабатывающей промышленности США (годовые изменения)

Источник: составлено автором по данным [252]

Итак, фиктивный капитал подает неверные сигналы бизнесу, расширяя вложения в мощность техники без изменения технологий, и приводя к сокращению уровня выпуска и производительности и приводя к кризисам ликвидности в те периоды, когда увеличившиеся в своей массе капитальные вложения теряют value (рыночную стоимость), в результате чего их cost (стоимость создания, производства) оказывается невозмещаемой за счет выпуска и реализации конечной продукции.

Такие проблемы в отдельно взятой стране не должны вызывать беспокойства, однако поскольку речь идет о стране-эмитенте резервной валюты, возникает риск того, что за падение производительности в одной стране будут расплачиваться все остальные. Еще одной угрозой можно

считать копирование модели активного финансирования за счет кредитных ресурсов вложений в основные фонды и инфраструктуру, которое активно происходит сейчас и во многих других странах, которые постепенно берут на себя ответственность за глобальный экономический рост.

«Всеядность» фиктивного капитала, номинированного в долларах, поистине впечатляет: за счет постоянного роста капитальных затрат в «современность» оборудования и инфраструктуры (слово «модернизация» считаем в этом контексте неуместным) экономики всех стран наполняются притязаниями на доллары в виде записей по банковским счетам, которые, в свою очередь, аннулируются в течение нескольких секунд.

Действительно, сейчас много и часто говорится про печатный станок ФРС и его экстраординарные способности к нанесению вреда мировой экономике. Однако если посмотреть на динамику обращения монет и банкнот ФРС, то эта сумма несопоставима с денежными оборотами в долларах, осуществляемыми в течение одного торгового дня только на площадке Forex (Рисунок 5.14).

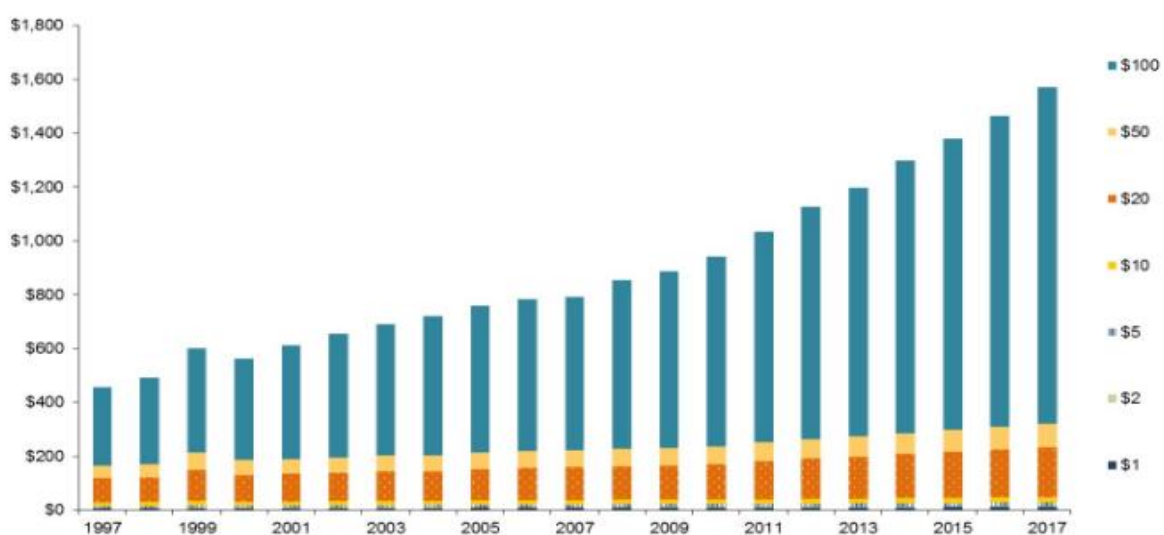


Рисунок 5.14. Денежные знаки ФРС, находящиеся в обращении

Источник: составлено автором по данным [231]

При этом только международных резервов, номинированных в долларах, по состоянию на начало 2018 года было накоплено на 6,3 трлн., остатки задолженностей по выпущенным обеспеченным долларовым обязательствам на ту же дату составили 10,8 трлн. долл., непогашенные долларовые облигации составили 6,28 трлн. долл., а международные кредиты – 4,3 трлн. [269] И все это только за пределами США – в международных операциях. Если же прибавить к этому значению накопленный в США долг, номинированный в долларах, учесть квадриллионный рынок деривативов и рынок Fogex, дневной оборот на котором составляет 5,6 трлн. долл., а большая часть операций (более 80%) осуществляется на пары валют с участием доллара, то 1,531 триллионов физически напечатанных долларов окажется явно недостаточно для обслуживания такого числа транзакций. Причем, если рассмотреть динамику агрегата M2, включающего не только наличные деньги, но и депозиты, операции РЕПО и ликвидные ценные бумаги, то и этой суммы окажется явно недостаточно, ведь на сегодняшний день это только 14,5 трлн. долл.

В книге «Показания против Федерального резерва» М. Ротбарда дано описание механики возникновения такого дисбаланса: «Федеральный резерв оплачивает покупку активов чеком, выписанным на самого себя, а не эмиссией банкнот Федерального резерва. Только используя чеки, он может увеличить денежную массу в 10 раз» [154]. Таким образом, циркулирующая в мире масса притязаний на доллары – это просто записи на электронных счетах, а даже не физически напечатанные доллары, на которых значится возможность использования их в операциях по погашению любых долгов, публичных или частных.

Виртуальный характер долларового обращения в контексте проведенного нами анализа важен с той точки зрения, что сокращение производительности на фоне деградации технологий посредством

долларового канала распространяется по миру вместе с ответственностью за столь нерациональное поведение. Интересы транснациональной экономики в долларовом пространстве состоят в том, чтобы попытаться переложить на другие страны часть издержек (cost), но при условии присвоения value (рыночной стоимости создаваемых объектов). И для этой цели фиктивный капитал вполне приемлем. За счет записей на счетах создаются банковские депозиты в странах, несущих капитальные затраты, затем за счет и на базе этих депозитов в указанных странах расширяется кредитование, стимулируя некий локальный бум и рост объемов торговли, что ведет к еще большему увеличению издержек производства средств производства и инфраструктуры для обслуживания несуществующего фиктивного капитала. Затем продукция этих отраслей используется для создания продукции, которая по рыночным ценам (создавая value) поступит в оборот транснациональных компаний – основных провайдеров фиктивного капитала. Вскоре (или не очень) спрос на эту продукцию естественным образом снизится, что приведет к сокращению value. Но при этом в странах – носителях капитальных затрат останутся производственные мощности, инфраструктура и высвобожденные рабочие места, иными словами, останутся невозмещаемые cost, отягощенные долларовыми кредитами. И эти страны потянутся на финансовые рынки США за новым финансовым капиталом – новыми записями на виртуальных счетах.

При этом записи на виртуальных счетах в таких обменах чаще всего противостоят реальным ресурсам, затраченным в строительстве «городов-призраков». В этом контексте считаем нужным отметить, что при реализации любого инвестиционного проекта, особенно инфраструктурного, экономическая оценка должна строиться исключительно на оценке коммерческой эффективности с точки зрения

торговли конечным продуктом на основе реальной оценки потребности рынка в таком продукте.

Говоря о проектах, нельзя не вспомнить и о российской инфраструктуре, призванной стать одним из локомотивов экономического роста страны. Считаем, что строительство, например, железных дорог, для перевозки угля в Китай и Монголию, либо для вовлечения в международные транспортные коридоры для доступа китайских товаров на европейские рынки, по умолчанию не смогут повысить уровень экономического прогресса российской экономики. Мы оставляем себе все капитальные издержки, вступая в рентные отношения с иностранными партнерами, для которых не составит труда присвоить ренту от пользования российской инфраструктурой в течение тех периодов, пока их продукция будет приносить value. В тот же момент, когда ситуация изменится, останется только колоссальная масса устаревшей и не соответствующей уровню развития технологий инфраструктуры.

Здесь уместно вспомнить и о моделях оценки кредитного риска: модели Мертона или более сложной логистической модели российского профессора Смирнова. Их смысл сводится к тому, что когда рыночная стоимость (value) располагаемых ресурсов оказывается ниже рыночной же стоимости долга, то возникает системная неплатежеспособность. Следует понимать, что в период неплатежеспособности дополнительный кредит или рефинансирование текущих кредитов обходятся дороже, причем, если долг номинирован в иностранной валюте, то ситуация может усугубляться девальвацией.

Кроме того, следует понимать, что после кризисов 2000-2001 гг. американская экономика была знакома с рисками наращивания cost, которые никогда не окупятся без инфляции и фиктивного капитала. Если наращивать cost в своей стране, то в момент схлопывания кредитного пузыря придется физически печатать деньги, чтобы избежать острых

социальных конфликтов. А это чревато инфляцией, которую не удастся скрыть. По этой причине затраты на развитие техники в ущерб технологии должны принимать на себя другие страны, но для этого в них создаваться базис долларовой базис – такова современная глобальная и сильно искаженная интерпретация первоначального накопления капитала ТНК. И эта интерпретация дает понимание глобальной экспансии виртуальных долларовых счетов.

Также нужно сказать о роли ТНК в борьбе фиктивного капитала против новых технологий и роста производительности. Для подавления международной конкуренции активно поддерживаются ТНК, проводящие политику долларизации в мире, и обменивающие притязания на доллары на то, что другие страны берут на себя cost. ТНК приносят с собой финансовый капитал. Обосновавшись, он начинает обзаводиться основными средствами, нанимает работников и т.д. Проводя брендоориентированную ценовую политику на международном рынке, ТНК присваивают value, не давая при этом развиваться технологиям и избавляясь от высокопроизводительного труда и заменяя его автоматизированным. Кроме того, у ТНК существует резерв конкурентоспособности за счет расширенного доступа к финансовому капиталу, например, у М. Ротбарда можно встретить такое объяснение: «Проблема снова заключалась в том, что в отрасль приходил новый капитал и, вооруженный современным оборудованием, побеждал в конкурентной борьбе картели с их искусственно завышенными ценами. И вновь Морганы вместе с представителями других финансовых и деловых кругов решили, что им требуется помощь правительства, в частности, федерального правительства, которое заменило бы их в создании, а еще лучше в принудительном навязывании картеля» [154]. За примером не нужно далеко ходить: американские производители смартфонов обратились за помощью к правительству, когда осознали, что конкурентные преимущества всецело на стороне китайских производителей, стремительно

завоевывающих рынок за счет более низких цен. Протекционистские меры американского правительства в ответ на эту дерзость были финансовыми и объяснялись национальной безопасностью...

Цель представленного анализа не в отрицании какой-либо валюты или модели промышленной или денежно-кредитной политики, напротив, речь должна идти о возможности выработки такой национальной политики, которая позволит противостоять направлениям, задаваемым фиктивным капиталом. В частности, развитие экономики должно опираться на расширение внутреннего рынка и в части спроса, и в части предложения. Проекты же по строительству, росту мощности уже имеющегося оборудования, автоматизации ручного труда (как цель, а не как средство), развитию транспортной инфраструктуры для транзитных перевозок – это добровольные рентные отношения с фиктивным капиталом. А от таких отношений не приходится ждать чего-то хорошего, по крайней мере, пока денежные стандарты позволяют наращивать объемы банковских и иных виртуальных операций с долларами вне связи с экономическими ресурсами.

5.4 Пути преодоления негативного влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала

В научной и приближенной к научной литературе преодоление пороков мировой финансовой системы зачастую отождествляется с поиском методов преодоления последствий финансового кризиса и путей финансового сопровождения выхода из рецессии. И в зависимости от направления, которого придерживается автор того или иного «рецепта» выбирается определенный набор встроенных стабилизаторов, которые

должны направлять экономическое развитие по пути, обратному направлению делового цикла, находящегося в затяжной рецессии.

Встроенные в финансовую систему стабилизаторы могут стимулировать занятость, сбережения, инвестиции и, как предполагается, накопление капитала через воздействие на денежную массу или более широко – денежную политику, процентную ставку, кредитную активность банков, государственные расходы, операции правительства на открытом рынке, ввод или отмену торговых барьеров или барьеров на пути либерализации движения капитала, установление плавающего (частично или полностью) курса валюты, использование де(ре)вальваций, политику обеспечения занятости, финансирования (софинансирования) НИОКР и т.д. Набор инструментов выработан каждой научной школой и представляет собой, как предполагается, универсальный метод антикризисной политики государства.

Другая группа подходов акцентирует внимание именно на финансовой стороне вопроса, однако здесь речь идет главным образом о способах сокращения уровня неопределенности и риска в операциях с рыночными активами, а также в формировании программы мероприятий, направленных на поддержание ликвидности компаний или финансовых активов. Показательно, что применение рецептов управления рисками на сегодняшний день порождает еще большие риски, поскольку спекуляция на этом поле имеет колоссальные масштабы (в частности, оценка рынка производных финансовых инструментов США варьируется от 500 до 700 трлн. долл., тогда как оценка мирового рынка производных финансовых инструментов уже преодолела отметку в квадриллион долларов). Очевидно, что в погоне за ликвидностью и торговлей рисками создан финансовый пузырь небывалых размеров. При этом диверсификация портфелей активов на всех уровнях хозяйствования не позволит ни одной компании или стране выйти из-под обвала этой финансовой пирамиды без потерь – в результате

взаимосвязанности балансов и использования в расчетах валют, имеющих крайне спекулятивные основания, использование моделей управления портфельными рисками на основе диверсификации не способно существенным образом повлиять на масштаб ущерба от экспансии фиктивного капитала.

Валютные спекуляции, к слову, сопоставимы по масштабам со спекуляциями на рынках торговли процентными рисками: по данным Банка международных расчетов дневные объемы операций с процентными фьючерсами и опционами в совокупности приближаются к 10 трлн. долл. [223], а дневной объем операций на рынке Forex составляет 4-5 трлн. долл. Большинство операций на этих рынках носят беспоставочный характер, то есть, не предполагают фактической покупки какой-либо ценности, борьба идет лишь за спекулятивные доходы. Парадокс состоит в том, что операции виртуальны и фиктивны, а доходы, получаемые спекулянтами по этим операциям, вполне материальны, и зачастую выводятся из системы до того, как наступает финансовый крах. То есть, фактическая ликвидность уходит с рынка и весьма сомнительной представляется возможность ее реинвестирования. Ситуация усугубляется масштабами маржинальной торговли (торговли с плечом – осуществления спекуляций за счет использования заемного капитала). Банковские мультипликаторы, во-первых, увеличивают взаимозависимость участников системы, а это на сегодняшний день практически весь мир, а, во-вторых, существенно увеличивают эластичность денежного предложения по мере роста спекулятивной активности на рынке какого-либо актива.

Кроме того, валюты, в которых номинированы операции с производными финансовыми инструментами, не добавляют оптимизма в прогнозах возможности избежания убытков при схлопывании глобального финансового пузыря (Рисунок 5.15)



Рисунок 5.15. Валютная структура торгов производными финансовыми инструментами по состоянию на март 2018 года
Источник: составлено автором по данным [223]

В целом, говоря о влиянии валютной структуры глобальной ликвидности на пороки мировой финансовой системы и трудностями с их преодолением, нужно затронуть и упомянутый выше рынок Forex. Поскольку данный рынок является внебиржевым, данные о динамике операций на нем недоступны, имеются лишь некоторые экспертные оценки. Однако существуют два обстоятельства, которые не позволяют исключать из рассмотрения последствия функционирования данного рынка. Во-первых, само становление внебиржевого валютного рынка соотносят с 1971 годом, когда был отменен обмен доллара на золото в соответствии с Бреттон-Вудскими правилами. Иными словами, есть предположение, что данный рынок предназначен для того, чтобы завуалировать или скрыть хрупкость долларового стандарта. Действительно, на сегодняшний день центральные банки зачастую оказываются вынуждены «подстраивать» курсы национальных валют под обменные значения, образованные

рыночными силами на Forex. При этом, для сравнения, долларовые запасы Китая приблизительно равны дневному обороту рынка Forex. Выгодоприобретатель очевиден. Во-вторых, валютный спекулятивный рынок, в отличие от рынка производных или любых других финансовых активов, более устойчив к локальным паникам. Если одна из валют терпит крушение, то она терпит его в отношении к другим валютам, которые, соответственно, возрастают в цене. Тем самым обеспечивается большая ликвидность Forex, причем эта ликвидность через взаимосвязанность балансов и маржинальную торговлю в любой момент времени может быть мобилизована для установления «нужных» курсов валюты.

Подведем промежуточный итог. На сегодняшний день большинством экономистов и даже отчасти финансистами открыто признается наличие финансового пузыря на рынке, причем финансовый пузырь растет на фоне усугубляющейся рецессии из-за смены технологических укладов. Возникает ощущение, что образованный в результате фиктивный капитал направлен на максимальное выкачивание ликвидности из пузыря до того момента, как мировая экономика окажется в руинах после его схлопывания. Центры управления фиктивным капиталом также очевидны.

При этом предлагаемые меры устранения сложившейся ситуации направлены, главным образом, на стимулирование экономики к выходу из рецессии довольно стандартными методами применения встроенных стабилизаторов, «ручной настройки» или нагромождения финансовых институтов, призванных взять под контроль безудержные спекуляции. Альтернативная позиция состоит в поиске моделей управления рисками, то есть, по сути, в поисках способов получения части ликвидности, пока она еще имеется в данном финансовом пузыре.

На наш взгляд, данные методы неприменимы в сегодняшней ситуации, поскольку они игнорируют основной причинно-следственный механизм, причем, речь идет о диалектическом противоречии сущности и явления.

Явлением в данном случае является рост спекуляций на финансовых рынках, отрыв этих спекуляций от нужд реальной экономики, тогда как сущностью можно считать то обстоятельство, что сегодняшняя экономика не имеет объектов производительного применения спекулятивных капиталов, изначально направленных на поддержание ценности уже однажды профинансированных активов, а впоследствии вовлеченных в модель оборота фиктивного капитала. Сформированная пирамида рефинансирования раскручивает спираль банковского мультипликатора, который впоследствии переносится на фондовый рынок, а оттуда на рынок производных финансовых инструментов, поскольку на каждом новом витке спирали нуждается в сокращении уровня транзакционных издержек, а, значит, вовлекается в финансирование все более «легких» активов, требующих все меньше и меньше физической ликвидности. К примеру, для того чтобы купить некое оборудование, нужно потратить 1 млн. руб., чтобы купить акцию компании, приобретающей оборудование – 100 тыс. руб., а чтобы купить опцион на такую акцию потребуется всего лишь 1 тыс. руб. Но при этом, если посмотреть на официальную статистику, то масштабы примерно таковы: на инвестицию в 1 млн. руб. будет выпущено акций на 500 млн. руб., а на эти акции окажется продано опционов на 15 млрд. руб.

В конечном счете финансовый капитал следует по пути от финансирования активов к рефинансированию корпораций, далее к хеджированию рисков, связанных с ликвидностью данной корпорации, а затем и к хеджированию рисков кредитора на рынках производных финансовых инструментов и на спекулятивном валютном рынке. На каждом витке одновременно расширяется применение банковского мультипликатора и амортизируется величина изначально сформированного капитала (миллиона рублей из нашего примера), следовательно, сокращаются физические объемы необходимой для совершения операций ликвидности. И вновь в выигрыше (насколько он в принципе возможен в

данной ситуации) остается экономика, остро нуждающаяся в деньгах, но рискующая переполнением глобальных монетарных каналов своей валюты.

Рассмотрим пример. Допустим, компания получила 1000 долларов заемных средств для покупки производственного актива. Платеж в первый год должен составлять 110 долларов, из которых 10 – начисленные проценты. При этом физическая производительность актива составила всего 5%, то есть, 100 долларов амортизации компенсируют выплату основного долга, а недостающие проценты должны быть возмещены из другого источника. Если компания не найдет такой источник, то ценность ее капитала на финансовом рынке сократится в соответствии с маржей доходности ее активов. Привлекать капитал под тот же самый актив нецелесообразно, поскольку тогда амортизационные отчисления не смогут покрыть выплаты основной суммы долга даже в том случае, когда проценты смогут быть покрыты. Поэтому компания либо вкладывает заемные средства в улучшение актива, бренда, торговой марки и т.д., либо привлекает капитал для финансирования всего бизнеса, то есть, капитал привлекается на существенно более долгий срок, чем прослужит данный актив [132]. Когда ситуация несоответствия сроков доходного использования активов и источников их финансирования возникает в масштабах всей экономики, кредиторы и первичные собственники капитала стремятся диверсифицировать свои портфели, однако в условиях исчерпания достижений технологического уклада это представляется нереализуемой задачей. В таких условиях инвесторы и кредиторы начинают применять стратегии торговли своими рисками, в результате чего происходит экспансия фиктивного капитала через повышение уровня мобильности ликвидности. Действительно, ликвидность в таком случае уже не привязана к «тяжелому» активу, приносящему доходность, вдвое меньшую процентов за кредит, полученный под его финансирование и имеющему низкую рыночную ликвидность.

Когда база, на которой совершаются финансовые операции «отрывается» от реального физического капитала, теряют свое значение и все рыночные показатели эффективности. В частности, коэффициент Тобина (q) не может трактоваться в том же смысле, что и по изначальной задумке автора. В условиях финансиализации рост значения коэффициента Тобина (отношение рыночной стоимости бизнеса к восстановительной стоимости его активов) не означает, что финансирование инвестиций в новые технологии обойдется компании дешевле – этот рост чаще всего будет означать, что для финансирования инвестиций в новые технологии ресурсов попросту не существует.

Последние явления на финансовых рынках – формирование «криптовалют» – со всей очевидностью вписываются в данную схему, более того, делают процесс формирования фиктивного капитала короче, чем все предшествующие. Действительно, с точки зрения финансовых спекуляций придуман гениальный ход – вместо того, чтобы идти долгим путем роста капитализации и кредитного плеча IT-сектора, перенакопленные мощности стали применяться непосредственно для создания фиктивного капитала («майнинга криптовалют»). Тем самым был простимулирован спрос на явно избыточные вычислительные мощности, технологическая основа которых со временем устаревает, и сформирован новый спекулятивный рынок, позволяющий изымать ликвидность с традиционных рынков, ведь сегодня биткойн и другие криптовалюты используются как средство обращения.

Также можно сделать предположение о том, что протекционистская внешняя политика США по отношению к экспорту в Китай высокотехнологичной продукции, а в частности, полупроводников, на самом деле направлена на ограничение основания финансовой пирамиды криптовалют Соединенными Штатами с целью максимального изъятия ликвидности из возникающего финансового пузыря. Ведь общеизвестно, что в финансовой пирамиде выгоду получают только первые ее участники

за счет вкладов всех последующих. Представляется, что когда на рынке криптовалют начнется настоящий бум, реальные средства обращения устремятся на этот рынок, а когда пузырь лопнет, эти средства невозможно будет вернуть, то есть, они останутся в финансовой системе США, которые, очевидно, твердо намерены занять основание данной пирамиды.

Финансиализация, фиктивный капитал, финансовые пирамиды – все это явления, рождающиеся в результате сокращения инвесторами рисков обесценения активов, подающих сигналы о необходимости смены базовых технологий производства. Однако, будучи вовлеченными в массовые спекуляции в масштабах целых стран или регионов мира, эти явления парализуют меры стимулирования экономики или управления рисками, параллельно опустошая источники для финансирования инновации и инвестиций будущего.

Применительно к управленческим воздействиям на указанные явления, которые, как мы видим, не позволяют отождествить происходящее в финансовой системе с финансовым кризисом, можно предложить следующие меры:

1) установление жесткого контроля спекулятивной активности на финансовых рынках, контроля движения капитала, ценообразования на капитальные активы и т.д. Представляется, что такая мера не применима на практике в силу глобальной уязвимости большинства крупных участников финансового рынка к применению столь жестких мер, ущемляющих неолиберальную доктрину и Вашингтонский консенсус. Однако частичное применение, на наш взгляд, не только возможно, но и целесообразно.

2) установление предельного количества срочных контрактов (производных финансовых инструментов), которые могут быть заключены на один базисный актив в течение установленного промежутка времени. Данная мера представляется разумной и необходимой для сдерживания спекуляций, однако рынок производных является настолько гибким и

неоднозначным, что спекулянтам и арбитражерам, по всей видимости, не составит труда «обойти» данное правило, формально оставаясь в рамках правового поля.

3) возврат к системе с фиксированными валютными курсами, жестко привязанными к цене золота или иных нефинансовых активов. Далее в работе будет предпринята попытка обоснования условий, при которых данная мера станет действенной в борьбе с финансиализацией и позволит сократить изъятия ликвидности фиктивным капиталом.

4) отказ от использования доллара в качестве основной валюты международных контрактов. На наш взгляд, данная мера необходима для преодоления пороков в развитии финансового капитала, но практическая реализация также нуждается в обосновании необходимых для достижения экономического и политического успеха данного предложения параметров международной финансовой системы.

5) ужесточение политики формирования банковских активов и пассивов. Обоснование залоговой базы, пересмотр требований к качеству кредитного портфеля. Нормативно закреплённое повышение уровня транзакционных затрат по спекулятивным операциям (например, повышение норм обязательного резервирования в маржинальной торговле).

6) использование в большей степени процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, нежели фондового канала, получившего в настоящее время широкое распространение.

7) ограничение власти транснациональных корпораций и банков. Налоговое дестимулирование расширения ТНК.

8) отказ от использования гедонических индексов инфляции, не учитывающих рост цен, связанных с инновациями в уже существующих товарах и услугах. Контроль цен в секторе ИТ, фармацевтике, автомобилестроении, производстве полупроводников.

9) запрет на индексную торговлю. Ограничение операций с акциями компаний, коэффициент Р/Е (цена в отношении к прибыли на одну обыкновенную акцию) которых превышает срок службы основных производственных фондов компании.

10) сокращение масштабов деятельности крупных финансовых институтов, разукрупнение, ужесточение антимонопольного регулирования в банковской сфере.

11) отказ от применения проектного финансирования инфраструктуры, связанной с земельной или монопольной рентой.

12) законодательный запрет на использование криптовалют в любых операциях, где они выполняют функции денег.

13) перераспределение ренты по возможности в трудоемкие отрасли с целью синхронизации процессов производства и потребления.

14) пересмотр индикаторов экономического роста, внесение корректировок в расчет ВВП, либо отказ от использования данного показателя в макроэкономических расчетах.

15) меры защиты от «токсичности» глобального финансового капитала: заключение валютных союзов, направленных на достижение экономического прогресса и недопущения крупномасштабного проникновения фиктивного капитала из-за рубежа. На наш взгляд, именно данное направление воздействия на фиктивный капитал может составить условие жизнеспособности для перечисленных выше предложений по сокращению негативных последствий финансиализации глобальной экономики. Полагаем, что лишь посредством скоординированной политики финансово независимых государств могут быть сформированы институты, эффективно противодействующие экспансии фиктивного капитала. При этом важнейшим условием успешности реформ должна служить возможность выгодного применения высвободившейся ликвидности в производственном секторе, то есть, технологические условия

экономического прогресса должны быть соблюдены, а действующий финансовый капитал не должен быть всецело поглощен отраслями «псевдоинновационного» характера – когда инновации не являются базовыми, а нужны лишь для того, чтобы взвинчивать цены на продукцию таких отраслей.

Попытки заключения подобных союзов принципиально не новы – это и союзы латиноамериканских государств (ALBA, MERCOSUR), и в некоторой степени Чиангмайская инициатива (страны ASEAN+3), и даже китайский валютный фонд Экономического пояса шелкового пути. Все эти институты ориентированы на ослабление влияния доллара на региональных рынках, возможности формирования резервных фондов на случай резкого ухудшения конъюнктуры, а также развития инфраструктурных отраслей своих экономик. Мы полагаем, что такая «реакционная» политика не лишена смысла в условиях наличия сильного гегемона, однако на сегодняшний день такой гегемон отсутствует. В этом отношении не лишним будет вспомнить афоризм, приведенный в книге Дж. Арриги: «hegemony also meant hegemony» [8].

По этой причине формирование в рамках названных инициатив централизованных пулов резервов или заключение между участниками двусторонних договоров свопов (обмена финансовыми потоками, номинированными в разных валютах) не позволят реализовать комплексный потенциал противодействия захвату финансовыми спекуляциями международных потоков ликвидности.

Кроме того, объединения стран обусловлены географическим признаком, тогда как искомый валютно-промышленный союз должен быть обусловлен функциональным признаком – способностью формирования согласованной валютно-промышленной политики, направленной на достижение экономического прогресса, не нарушаемого финансиализацией капитала.

Мы называем союз валютно-промышленным, поскольку валютное регулирование должно стать инструментом взаимодействия, но направление общих усилий по преодолению пороков финансового капитала должно быть ориентировано на достижение прогресса в промышленности.

Полагаем далее, что поиск претендентов на участие в валютном сопротивлении должен быть по большей части экономическим, однако наличие геополитических положительных обратных связей может пойти на пользу такому союзу. Еще одна оговорка – в нашем анализе осознанно не используется теория оптимальных валютных зон, поскольку, жесткое следование данной теории делает невозможным заключение валютных союзов между странами, за исключением нескольких западноевропейских стран, имеющих схожие параметры экономического развития. Кроме того, в век манипулирования массовым сознанием посредством искажения статистической информации опираться на концепцию оптимальных валютных зон может быть небезопасно с точки зрения точности исходных данных анализа.

Для того, чтобы валютно-промышленный союз не стал лишь инструментом аккумуляции резервов для борьбы с долларовыми спекуляциями, а в действительности мог сопротивляться экспансии фиктивного капитала в долларовом пространстве, для участия в нем должны быть выбраны страны, воспроизводственные модели которых не базируются на экспансии фиктивного капитала. Иными словами, страны должны иметь возможность перенаправления капитала из фиктивных секторов в области, обеспечивающие экономический прогресс общества.

Для получения такой возможности необходимо сократить возможности для искусственного изъятия ликвидности. Исходя из доступных данных о направлениях международного движения капитала можно построить следующую цепочку изъятия ликвидности: средства с развивающихся рынков (в немалой степени – с рынков Китая) поступают в финансовые

системы США, откуда они перенаправляются на финансовые рынки Японии, Евросоюза и в офшорные юрисдикции, далее эти средства переводятся на британские рынки, где смешиваются с потоками нефтедолларов из арабских государств и размещаются в еврооблигации транснациональных корпораций [208], которые открывают свои дочерние фирмы в развивающихся странах. Получаем, что поток движения финансового капитала формирует замкнутую спираль таким образом, чтобы номинальные проценты по финансовым активам, принадлежащим развивающимся странам, оплачивались этими же странами, причем с учетом всех транзакционных издержек. Очевидно, что страна может активно противостоять финансиализации только в том случае, если не принимает активного участия в данной системе перераспределения. Однако, набор стран, перечисленных выше, в совокупности представляет собой самые крупные мировые рынки, и на сегодняшний день отказ от торговли с ними для экспортно-ориентированных стран равнозначен экономическому самоубийству. Следствием этой зависимости является наличие негативной обратной связи любых экономических и политических решений, направленных на продвижение собственных интересов в отношениях с перечисленными странами (что в очередной раз доказывают сегодняшние курсы валют развивающихся стран и общая нестабильность на их рынках).

При этом необходимо отметить, что речь не идет о зависимости кредитора от крупного заемщика, от финансового состояния которого во многом зависят возможности экономической деятельности страны-поставщика финансовых ресурсов. Мы говорим, главным образом, о поиске путей сопротивления вовлечению в финансовую пирамиду в качестве донора за счет участия в системе обменов, нацеленных исключительно на выкачивание ликвидности.

В действительности, модель оборота финансового капитала можно рассматривать с точки зрения вопроса, зеркально противоположного

поставленному К. Марксом в «Капитале»: на сегодняшний день на первый план выходит не возможность перехода денег в капитал, а, напротив, перехода капитала в деньги [128]. В свою очередь, финансовый капиталист не интересуется возможностью прибыльного производительного размещения денежных средств, его интересует обратный процесс – возможность монетизации капитала, то есть, его перевода в денежную форму.

Соответствующим образом изменяется и модель воспроизводства. Созданные блага, имеющие определенную структуру с точки зрения органической и технической структуры задействованного в производстве капитала, а, следовательно, обладающие стоимостью, в процессе рыночных обменов могут попасть не в цепочку добавленной стоимости, как принято считать, а в пирамиду фиктивного капитала. Если, например, биткойн используется для оплаты какого-либо товара или услуги, это означает, что производитель данного товара или услуги способен использовать полученную в результате операции прибыль на простое или расширенное воспроизводство своего капитала, однако в масштабах экономики в целом это будет означать, что имеет место сокращение капитала. Дело в том, что при использовании фиктивного капитала, коим безусловно является биткойн, его цена возрастает (до момента схлопывания финансового пузыря), то есть каждая транзакция делает фиктивный капитал дороже относительно реального капитала, который не может быстро принять денежную форму. Поэтому продавец товара или услуги в момент совершения операции получает прибыль, но фактически за счет вольного или невольного использования фиктивного капитала он несет убытки по причине постоянной инфляции фиктивных ценностей.

При этом обмены оплачиваются именно продавцами реальных товаров и услуг, которые создают стоимость в результате своей деятельности, а не за счет постоянной докапитализации своих активов. Даже если не говорить

о биткойнах (как о некой «крайности» фиктивного капитала), схема принципиально не меняет внутренней логики. Если деньги создаются под рост цен на фиктивные активы, то, чем в большем количестве обменов они участвуют, тем большей оказывается разница между темпами роста цен на реальные блага и на фиктивные ценности. В результате разницы в относительных ценах промышленники и новаторы оказываются не способны к расширенному воспроизводству своих капиталов даже тогда, когда номинально они получают прибыль от таких обменов.

Возвращаясь к вопросу валютно-промышленных союзов, направленных на противодействие фиктивному капиталу, теперь мы можем сформулировать основное условие результативности таких объединений: нельзя допускать возможности оплаты своими ресурсами обменов, в которых участвует фиктивный капитал. Иными словами, если валютный союз будет создан, то его участники должны локализовать валютные операции с твердым базисом и использовать их исключительно в целях развития промышленности и достижения экономического прогресса.

Торговые и инвестиционные операции внутри валютного союза должны быть защищены от финансовой системы законодательными ограничениями, поскольку иначе объемы обращающегося фиктивного капитала быстро будут направлены в спекулятивную атаку против формирующейся валютной системы, которая может не выдержать такого натиска на этапе формирования.

Что касается международных торговых операций, завязанных на фиктивном капитале, то отказаться от них не представляется возможным в рамках глобальной экономики, но для сокращения негативных последствий их осуществления было бы целесообразно сократить количество циклических потоков финансового капитала путем простого сокращения портфельных инвестиций в развитые капиталистические страны и направления финансовых ресурсов в те отрасли национальных экономик,

которые имеют естественную защиту от фиктивного капитала, например, в сельское хозяйство, культуру, образование. Таким образом, даже если фиктивный капитал и проникнет в экономику, он фактически окажется неспособен сыграть на относительных ценах и вывести ликвидность с рынков, на которые попадет. Кроме того, так может быть получена «дополнительная» защита формируемой валютной системы на переходный период.

Следует особо подчеркнуть, что предполагаемые валютные союзы должны пойти дальше создания резервов на случай непредвиденных обстоятельств или на финансирование инфраструктурных проектов. Речь должна идти о формировании международной системы обменов, направленных на развитие промышленности, и полностью исключающей участие в этих обменах фиктивного капитала, тогда как на сегодняшний день многие фонды основаны на нем, хотя бы по той причине, что большая часть их активов номинирована в долларах.

Невозможно представить резкую смену существующей на данный момент финансовой системы на новую, исключающую фиктивный капитал, без серьезных финансовых потрясений. Однако формирование новых, на начальном этапе закрытых, валютно-промышленных отношений позволит получить возможность более безболезненно и с достаточным количеством высокопроизводительного капитала адаптироваться к финансовой системе, которая сформируется после окончательного краха действующей. Более того, прототип финансовой системы при успешной реализации таких планов может стать рабочей моделью в рамках шестого технологического уклада.

Перед построением валютно-финансовой системы общего рынка ЕАЭС, на наш взгляд, стоит важнейшая стратегическая задача – придание геополитическим мотивам формирования общих рынков способности приносить экономическую выгоду сторонам, то есть, возможность

формирования ресурсной базы для индустриализации, управление издержками за счет эффекта масштаба, сокращение транзакционных затрат от изменчивости курса доллара и последующего бегства ликвидности.

Кроме того, валютная инфраструктура должна устанавливать такие принципы взаимоотношений с третьими странами, которые позволят пресечь сепаратистские модели установления финансовой и инфраструктурной зависимости, используемые восточными странами в операциях со странами ЕАЭС.

Более состоятельной и обоснованной с методологической и практической точек зрения выглядит идея о возможности использования опыта СЭВ в формировании коллективной расчетной единицы – переводного рубля с частичной монетизацией золота в валютной системе ЕАЭС [115]. В цитируемой работе предлагается введение расчетной валютной единицы – еакю* (по принципу и подобию экю) на основе возможности конверсии внешних официальных пассивов в золото, что обусловлено наличием золотодобывающих стран в ЕАЭС. В дальнейшем предполагается введение и реальной общей валютной единицы, названной автором евразом, а также расширение сферы применения данной валюты от ЕАЭС к странам БРИКС и другим стратегическим партнерам Союза.

При этом, в данной работе также содержится ремарка о необходимости формирования резервного валютного фонда, поскольку привязка национальных валют к золоту запрещена действующей ныне ямайской валютной системой, а, следовательно, может спровоцировать отказ МВФ от кредитования стран, поддержавших данную инициативу.

В этом контексте можно вспомнить Пул условных валютных резервов (БРИКС), а также Многостороннюю инициативу Чианг Май (АСЕАН+3). Фонд первого резерва составляет 100 млрд. долл, второго – 240 млрд долл.

* Eurasian currency unit

Средства обоих фондов могут быть представлены участникам в соответствии с размерами их квот в форме своп-линий в случае временных трудностей с ликвидностью или спекулятивных атак на национальные валюты.

Обе инициативы являются зависимыми от политики МВФ, и в случае несоответствия страны требованиям МВФ для получения финансирования может быть предоставлено лишь 30% от общей суммы лимита финансовой помощи. Покупка свопа фактически означает обмен своей валюты на доллары США для поддержания необходимого уровня ликвидности. На наш взгляд, в этом проявляется элемент процикличности, т. е., в случае возникновения спекулятивных атак на национальные валюты, или при возникновении возможности такой атаки (в случае предупредительных своп-линий), в качестве меры реагирования выступает операция, направленная на изменение уровня волатильности, а, следовательно, ликвидности национальной валюты. Такой «косметический ремонт» может привести только к усугублению фундаментальных валютных проблем, и не может быть в действующем виде положен в основу функционирования валютной системы общих рынков ЕАЭС.

анализ, проведенный на основе данных о состоянии рынков капитала США, Великобритании, Германии, Франции, Швейцарии, Китая (с учетом Гонконга) и России позволил сделать вывод, что после мирового финансового кризиса уровень ликвидности рынков капитала (на основе анализа коэффициента оборачиваемости на рынке) США и западноевропейских стран пришел к стабильному докризисному уровню, тогда как рынок Китая в сравнении с перечисленными странами неликвиден, а показатели российского рынка капитала несопоставимы с другими по объемам.

Низкая ликвидность рынков означает отсутствие барьеров для вывода капитала для игроков, обладающих более ликвидными финансовыми

инструментами, в частности инструментами валютного рынка. Регулирование валютных операций и операций по счету капитала китайскими властями сокращают возможности спекулятивных атак, но ограничивают развитие финансовой системы. Кроме того, переход в международных контрактах от ставок LIBOR к ставкам SOFR, имеющим необходимость поправки на кредитный рейтинг, может в условиях ограниченной свободы движения валют и капиталов при невозможности проведения конкурентных девальваций привести к расширению спредов на национальных финансовых рынках и возможности присвоения ликвидности за счет манипулирования ценами, а также увеличивает глобальную зависимость от доллара и казначейских обязательств США.

В связи с этим в диссертации предложена архитектура валютного союза ЕАЭС и восточноазиатских партнеров (условно вводимую расчетную единицу назовем *еакю* по аналогии со становлением европейского валютного союза). Для обеспечения экономической целесообразности введения общей валютной расчётной единицы – *еакю* в валютно-финансовую модель общего рынка следует включить не только преимущественных продавцов энергетических ресурсов из стран ЕАЭС, но и их ключевых покупателей. Поскольку интересы России и Китая в части максимально возможного исключения долларов из международных расчетов сходятся, то на первоначальном этапе развития следует ориентироваться на восточные страны, а, следовательно, доступ к формированию базы *еакю* могут получить также страны-покупатели энергетических ресурсов в рамках сопряжения ЕАЭС и проекта ЭПШП. В качестве претендентов на включение в новую валютную систему могут выступать страны ШОС и БРИКС с возможностью будущего полноправного членства стран АСЕАН, МЕРКОСУР, а также ЕС в создаваемой валютной системе.

Предлагаемая валютно-расчетная система основана на возможности конвертации принявших ее стран на золото. Золото депонируется на счетах центральных банков и может быть использовано только для обеспечения исполнения принятых обязательств по конвертации валюты.

Золотой резерв, предоставленный каждой из стран-участников валютной системы (независимо от принадлежности к ЕАЭС) определяет размер квоты на использование еакю в расчётах на общих энергетических рынках Союза. Квоту получает правительство каждого государства-участника валютного союза с возможностью последующей перепродажи ее в своей стране с использованием национальной валюты. Курс каждой национальной валюты фиксирован по отношению к еакю, зависит от уровня инфляции в стране, доходов на душу населения, индекса производства промышленной продукции и прочих макроэкономических параметров. Необходимо установить периодичность пересмотра курсов национальных валют. Привязка к показателям МВФ представляется ненужной. Обратная продажа квоты еакю извне системы общего рынка может осуществляться только в валютах, конвертация в золото которых возможна по результатам участия в совершении операций на общих энергетических рынках, то есть «внутри системы».

Включение конкретного участника в валютную систему осуществляется путем внесения записи на его счет в соответствии с количеством имеющихся у него еакю. Все совершаемые расчеты осуществляются с применением клиринговой палаты путём сальдирования операций за расчётный период и отражения результатов на счетах участников.

Обеспечивается мгновенный информационный обмен между конкретной биржей, на которой фиксируются сделки, и клиринговой палатой валютной системы с целью своевременного списания средств со счета контрагента.

Для развития данной локальной финансовой системы следует обеспечить возможность постоянного обращения валюты. Если же еакю будет обслуживать лишь операции экспорта энергетических ресурсов, то их движение будет однонаправленным, что противоречит самой идее рыночного обращения. По этой причине, если счёт компании в еакю был увеличен в результате продажи любого сырьевого товара, то эти средства необходимо использовать для приобретения в странах-партнерах, либо внутри страны, оборудования, материалов и технологий, необходимых для опережающего промышленного развития.

Кроме того, квоту еакю для страны увеличивает и та часть вывозных таможенных пошлин, которая формирует резервный фонд и фонд реинвестирования ренты.

Компании, получающие доходы в еакю и не осуществляющие расходов в данной валютной системе могут продать причитающуюся им сумму в национальной валюте по заранее установленному фиксированному курсу. Для сохранения золотых запасов представляется необходимым устанавливать фиксированный курс на несколько завышенном по сравнению с рыночной ценой золота уровне. Для предупреждения негативного влияния спекулятивных атак на золото и формирования широких спредов при обменах представляется необходимым законодательно ограничить возможность спекуляций с еакю. По этой причине предлагаемая расчетная единица не может быть использована вне локальной валютной системы. Возможность конвертации еакю должна предоставляться лишь при условии получения дохода в данной валюте. То есть для того, чтобы обменять расчетную единицу на золото, эта расчетная единица должна быть заработана. Такая ситуация должна стимулировать страны к предоставлению льгот и субсидий на поставки высокотехнологичного оборудования и услуг для нефте- и газодобывающих стран.

В свою очередь, эти льготы должны стать стимулом для компаний-поставщиков энергетических ресурсов, сохранять средства в валютной системе и не использовать активно операции по конвертации в золото.

Следует ввести полный запрет на использование еакю в покупках первичных и производных финансовых инструментов. Более того, на энергетических биржах и в функционировании энергетических хабов предлагается полностью отказаться от применения производных финансовых инструментов. Вместо этого следует использовать систему штрафов и динамического ценообразования по долгосрочным контрактам. Иными словами, при возникновении дисбалансов между спросом и предложением или при возникновении перегрузок, потерь или сбоев в поставках необходимо обеспечить автоматическую корректировку в операциях по счетам агентов в валютной системе с отнесением всех спорных сумм в соответствующий резервный фонд, откуда выплачиваются компенсации сторонам, чьи интересы оказались ущемлены.

Для осуществления операций купли-продажи еакю, обменных, конверсионных и прочих операций между конкретными компаниями или органами государственной власти и валютной системой в каждой стране-участнице один или несколько банков должны получить разрешение на осуществление соответствующих операций. Аккредитованные в системе банки также могут осуществлять кредитно-депозитные операции в еакю, однако средства, полученные в кредит, не могут быть конвертированы в золото до полного погашения кредита.

Если третьи страны, например страны Евросоюза, будут приобретать энергетические ресурсы на общих рынках ЕАЭС, то для них возможно открытие транзитных счетов в обслуживающих валютную систему банках. Для открытия транзитного счета третья страна должна приобрести в валюте страны-экспортёра определенную сумму еакю под конкретную биржевую операцию купли-продажи энергетических ресурсов.

Отсутствие в системе финансовых посредников, кроме минимально необходимых банков, позволит сократить уровень транзакционных издержек и повысит уровень прозрачности совершаемых операций.

Предлагаемая архитектура обусловлена необходимостью обеспечения возможности обхода антироссийских санкций на поставки высокотехнологического оборудования; формирования локального рынка капитала, не подверженного негативному воздействию противоречий мировой финансовой системы и способного с низкими транзакционными издержками обеспечивать фондирование приоритетных отраслей.

Мы полагаем, что на уровне локальных рынков капитала должны реализовываться на постоянной основе мероприятия, направленные на сокращение негативного влияния противоречий мировой финансовой системы и финансиализации глобальной экономики. Общие направления экономической политики приведены выше, и направлены они главным образом на предотвращение негативного влияния пороков мировой финансовой системы на возможности расширенного воспроизводства капитала. Однако очевидно, что во внешней экономической политике должны быть сформированы благоприятные условия для возможности активного применения описанных выше мер и получения от их реализации положительного экономического эффекта. В качестве такого условия мы предлагаем использование на начальных этапах закрытого валютно-промышленного союза, торговые операции внутри которого будут осуществляться в твердой общей валюте (или расчетной единице) и использоваться для расширенного воспроизводства капитала и достижения научно-технического и экономического прогресса. При этом, до тех пор, пока созданная валютная система не докажет свою устойчивость и конкурентоспособность в глобальном масштабе, торговые операции со странами-операторами фиктивного капитала могут продолжаться, однако следует, во-первых, исключить возможность рефинансирования операций в

этих странах, а во-вторых, направлять поступающие от торговли с ними средства в «менее капиталистические» отрасли.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате работы над диссертацией автором сформулированы следующие основные выводы.

1. «Противоречия мировой финансовой системы» трактуются как несовместимые, не поддающиеся согласованию экономические, финансовые отношения, возникающие между ее субъектами с принципиально разными уровнями экономического развития и инструментария достижения финансовых целей. «Оценка влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала» рассматривается в диссертации как процесс определения и измерения воздействия этих противоречий на уровень, динамику и структуру глобального финансового рынка.

2. Сущность финансовой системы вступает в глобальное противоречие с формами ее проявления. Денежное обращение опосредует операции на рынках товаров и услуг, капитала и краткосрочного долга, а также на рынке валют и производных финансовых инструментов. При этом уровень ликвидности этих рынков существенно различается: чем выше обороты, тем выше уровень ликвидности, а, следовательно, возможности отдельных участников оказывать влияние на рыночную динамику

3. Подходы к противоречиям мировой финансовой системы и возникновению тех или иных дисбалансов рынка капитала, будь то спекуляции или формирование финансовых пузырей, можно объединить в две основные группы: подходы на основании анализа поведения инвесторов на финансовых рынках (все, что связано с формированием «иррационального оптимизма»), а также подходы к объяснению противоречий мировой финансовой системы с точки зрения фундаментальных характеристик экономики и пороков капиталистического способа производства и распределения.

4. Высокие транзакционные издержки снижают ликвидность национальных валютных рынков, что создает искусственный спрос на кредитные валютные свопы. Свопы, в свою очередь, оказывают влияние на ценообразование товаров и активов, торгуемых в странах-заемщиках через корректировки плавающих курсов и через механизм затрат при удлинении цепочек добавленной стоимости. Цены активов приводят к корректировкам валютных курсов, валютным спекуляциям, что также негативно сказывается на ликвидности валютных рынков – ситуация самовоспроизводится за счет трансмиссии монопольных издержек финансового сектора.

5. Важнейшие противоречия мировой финансовой системы – это результат трансформации связей между промышленным, торговым и финансовым капиталами через систему определения цен финансовых инструментов и их влияния на цены физических активов. Результирующими становятся финансовые риски, отраженные на балансах коммерческих банков, использующих механизмы секьюритизации и передающих эти риски в возрастающих масштабах на финансовые рынки третьих стран.

6. Специфической чертой финансовой системы можно считать чрезмерный рост транзакционного сектора: андеррайтинг, аутсорсинг, иные формы посредничества отвлекают физические ресурсы и ликвидность из промышленности, создавая избыточную надстройку в поисках арбитражной прибыли, политической и регулятивной ренты. Регулятивный арбитраж и либерализация периферийных рынков позволяют центру глобальной финансовой системы изымать финансовые ресурсы периферии посредством финансовых логистических схем, применяемых транзакционным сектором экономики. При этом изменения в рекомендациях МВФ в связи с изменениями позиции стран в части регулирования движения капиталов направлены в большей степени на предотвращение роста инфляции вследствие неконтролируемой эмиссии децентрализованных платежных

средств, нежели на обеспечение финансовой стабильности на рынках капитала.

7. Архитектура мировой финансовой системы напрямую зависит от того, какие инвестиции она обслуживает. Исторически при возникновении противоречий мировой финансовой системы рынок капитала становился неспособен формировать инвестиционные ресурсы, что приводило к последующей трансформации как мировой финансовой системы, так и глобального рынка капитала. Изменение структуры инвестиций по принципу диверсификации портфелей крупных инвестиционных фондов приводит к росту офшорной эмиссии резервных валют и слабости банковских балансов.

8. Процикличность политики МВФ, на наш взгляд, является одним из источников противоречий мировой финансовой системы и формирования противоречий мировой финансовой системы. Противоречивость реакций Фонда на изменения в мировой финансовой системе проявляется, в частности, в следующем:

- стимулирование развития банковской деятельности и оживления кредита впоследствии привело к необходимости ужесточения надзора за операциями с высоким левэриджем (долги заемщикам, уже имеющим существенные долговые обязательства);

- поощрение инвестиций с целью оживления рынка недвижимости привело к необходимости усиления надзора за вновь возникающими на нем финансовыми пузырями;

- поощрение развития цифровизации особенно в финансовой сфере привело к необходимости ужесточения надзора за рисками, свойственными цифровой экономике и цифровым валютам;

- настоятельные рекомендации фонда либерализовать счета движения капитала привели к необходимости ужесточения надзорных процедур в области вероятных негативных последствий свободного движения

капитала, а вслед за введением регулирования последовали требования использовать для смягчения негативных последствий свободных потоков капитала макроэкономические структурные меры;

- продвижение принципов свободной торговли сменилось требованиями перебалансировать спрос в развивающихся странах-экспортерах потребительских и промышленных товаров в сторону внутреннего потребления, и это при настоятельных рекомендациях фонда усиливать финансовые рынки развивающихся стран и увеличивать их ликвидность;

- запрет на девальвацию и налоговую конкуренцию для развивающихся стран фактически перекладывает на них бремя ответственности за расточительную финансовую политику США;

- требования жесткой налоговой консолидации сменяются надзором за эффективностью и достаточностью государственных инвестиций в инфраструктуру;

- требования усиления надзора за отмыванием денег и финансированием терроризма существуют на фоне требований к либерализации потоков капитала из развивающихся и бедных стран, что фактически приводит к неспособности их правительств облагать налогами транснациональные корпорации, что сокращает бюджетное пространство (термин МВФ, означающий наличие возможностей для маневра при обосновании налогово-бюджетной политики). Кроме того, процесс нормализации денежно-кредитной политики в развитых странах неизбежно приведет к укреплению их валют и перенаправлению потоков капитала с развивающихся рынков, которым предписывается наращивать ликвидность

9. Основными представителями теневой банковской системы считаются:

- 1) кредитные ассоциации или союзы – компании, которые выдают кредиты обычно в каком-то узком сегменте, например, ипотечные,

2) инвестиционные (розничные) фонды – компании, привлекающие средства вкладчиков для размещения их в ценные бумаги, в основном, акции,

3) фонды денежного рынка – компании, привлекающие средства вкладчиков для размещения в облигации, чаще всего, краткосрочные,

4) индексные фонды – компании, привлекающие средства вкладчиков для инвестирования в акции в такой пропорции, которая повторяет структуру фондового индекса, например, индекса Доу-Джонса,

5) хедж-фонды – компании, привлекающие средства вкладчиков для осуществления так называемых безрисковых операций с применением производных финансовых инструментов, создающих иллюзию отсутствия риска вложения средств при возможности получения повышенного дохода.

Перечисленные структуры на сегодняшний день контролируют большую часть ликвидности финансового рынка, являясь непрозрачными финансовыми инструментами, поскольку за счет консолидации высокой доли ликвидности финансового рынка они способны проводить различные операции без влияния на рыночные цены.

10. Одна из причин противоречий мировой финансовой системы в наличии дисбалансов между различными ее сегментами: дисбаланс между товарным рынком, рынком капитала и валютным рынком. По данным ВТО оборот мировой торговли в 2020 году составил 23 трлн. долл., рынок облигаций – 123,5 трлн. долл., выпуск акций – 826,8 млрд. долл., тогда как дневной оборот на валютном рынке оценивается в 6 трлн. долл. Усиление дисбалансов мировой финансовой системы приводит к постоянному росту числа кризисов

11. Мировая финансовая система развивается на фоне расширения транзакционного сектора и, что немаловажно, на фоне роста производства средств производства для транзакционного сектора. Здесь просматривается

прямая зависимость с концепцией денежного потока: транзакционный сектор необходим для усовершенствования и ускорения совершения денежного оборота, а если мерилom эффективности признать денежный поток, то все ограничения, накладываемые законом снижения нормы прибыли, автоматически снимаются

12. В результате возникающих в мировой финансовой системе противоречий на ведущей фондовой бирже мира размещаются акции компаний, имеющих убытки и формальные признаки банкротства

13. Модели экономического роста для открытых экономик предполагают, что в экономиках с относительно меньшим уровнем потребления активно возрастает способность инвестировать в другие экономические системы, тем самым, делая их глобальными дебиторами. Однако фактическая ситуация с отрицательными внутренними инвестициями в центре мировой финансовой системы не становится свидетельством роста воспроизводственной мощности во всех остальных странах. Напротив, для более развитых стран ситуация приводит к росту глобальной балансовой зависимости и вынужденному финансированию пирамиды глобальных финансов, для развивающихся же стран, например, России, Китая и Индии это означает, во-первых, что приведенные реальные доходы большей части населения начинают использоваться как залоговое обеспечение кредитов, полученных западными ТНК, а, во-вторых, что ресурсы, необходимые для инвестирования в научно-технический прогресс, фактически становятся недоступны, поскольку инвестирование предполагает наличие длинных источников финансирования, а система финансовых маркетплейсов ориентирована на рост числа сделок. Таким образом, в противоречие вступают дискретный и непрерывный денежные потоки, а инфраструктура финансового рынка сегодня ориентирована на дискретный денежный поток, экономию транзакционных издержек на

эффекте масштаба привлечения финансовых потоков, а не на формирование устойчивых пассивов.

14. Процесс изъятия добавленной стоимости может многократно повторяться, выводя все большие объемы наличности в сферу финтех: конкуренция платформ за долю на рынке ведет к необходимости снижения издержек в производственном секторе для оплаты дорогостоящих услуг платформ и предложения их капиталов на глобальных рынках, что ведет к дальнейшему усугублению процесса деиндустриализации и создает непреодолимые барьеры на пути экономического роста.

15. Эмиссия доллара – основной резервной валюты, осуществляется за счет: а) выпуска под государственные обязательства, б) международных резервов, в) выпуска под выкуп проблемных активов у финансовых институтов «too big to fail». Кроме того, имеет место так называемая офшорная эмиссия, так как более половины долларовых займов выдано неамериканскими банками. В результате регулирование финансовых потоков становится непрозрачным.

16. Высокий удельный вес долларовых активов в структуре международных резервов фактически означает, что обязательства Казначейства США не используются американскими банками для формирования безрисковых активов. В подтверждение на сайте казначейства имеются данные об иностранных держателях государственного долга США: из 24 триллионов госдолга на балансе ФРС 2,4 трлн., в руках частных зарубежных инвесторов 15 трлн., в официальных резервах порядка 6 трлн. долларов.

17. Роль рынка производных инструментов в передаче негативных импульсов от мировой финансовой системы на рынок капитала не только и не столько в формировании пирамиды требований над несуществующими валютными и процентными активами и даже не столько в разжигании спекулятивных гонок на финансовых рынках. Мы полагаем, что рынок

производных инструментов является проводником противоречий мировой финансовой системы за счет изменения правил ценообразования на финансовых и товарных рынках. В частности, деривативы на реальные товары практически не реагируют на спрос и предложение на рынках базисных активов, а, напротив, цены базисных активов подпадают в зависимость от биржевых котировок на рынках акций и, в большей степени, ETF, поскольку производные на товары приобретаются для диверсификации финансовых портфелей. Таким образом, цены на физические биржевые товары попадают в зависимость от биржевых индексов

18. Финансирование деятельности осуществляется независимо от ее результативности за счет заемных средств, но при этом рыночная капитализация является самостоятельным инструментом управления ликвидностью на финансовых рынках, поскольку ее динамика не учитывает фундаментальные финансовые риски эмитентов. Фирмы в таком случае становятся посредниками, передающими импульс от банков на финансовые рынки и переводящими туда банковскую ликвидность, при этом накапливая на балансах обязательства, а в основных фондах – неэффективность. В ситуации дефицита банковских резервов это может привести к глобальному кризису ликвидности.

19. Разнонаправленность динамики и ценовые скачки, соответствующие периодам глобальных финансовых потрясений, подтверждают вывод о сильной зависимости между тенденциями в мировых финансах и поведением индекса S&P-500, призванном служить способом диверсификации финансового портфеля для сокращения риска при реализации негативных сценариев.

20. Цены на сырьевые и несырьевые товары зависят не только от динамики фондовых индексов, но и от доходности на денежном рынке. Финансовая система сегодня имеет серьезные противоречия – доходность

по инструментам денежного рынка зачастую отрицательна, что было показано в работе, а волатильность доходности на рынках капитала позволяет диагностировать приближение кризиса.

21. Конкуренция за ликвидность между денежным рынком и рынком капитала происходит на фоне глобальных офшорных операций, в которых задействованы банки и их хеджевые фонды. Отчасти поэтому в отчетах Бюро экономического анализа США говорится о том, что нефинансовые корпорации получают большую часть прибыли за счет операций на финансовых рынках – в условиях отсутствия стабильного фондирования и постоянного офшорного изъятия ликвидности возникает острая потребность в источниках финансирования, что приводит компании на рынок. Таким образом, вопреки расхожему мнению, полагаем, что ситуация в мировой финансовой системе и через каналы распределения ликвидности – на глобальном рынке капитала – представляет собой финансовую пирамиду, а не финансовый пузырь (в пирамиде отсутствуют пассивы, в пузыре фиктивны активы).

22. Переход в международных контрактах от ставок LIBOR к ставкам SOFR, имеющим необходимость поправки на кредитный рейтинг, может в условиях ограниченной свободы движения валют и капиталов при невозможности проведения конкурентных девальваций привести к расширению спредов на национальных финансовых рынках и возможности присвоения ликвидности за счет манипулирования ценами. Кроме того, глобальная привязка к ставкам рынков РЕПО по казначейским обязательствам США – это еще большая привязка финансовых рынков к изменениям курса доллара, что увеличивает транзакционные затраты рыночных агентов и приводит к дальнейшей популяризации финтеха, сложно поддающегося регулированию.

23. По итогам 2020 года коэффициент парной корреляции между стоимостью проданных на национальном рынке акций и величиной чистого

долга для ряда стран принимал высокое значение (Канада – 77 %, Китай – 80 %, Британия – 66 %, Гонконг – 72 %, США – 54 %), получаем, что долговое финансирование тесно связано с активностью на рынке акций, что приводит к выводу о высокой чувствительности национальных рынков капитала к изменениям базы для определения процентных ставок.

24. Для обеспечения устойчивости финансовых рынков в условиях противоречий мировой финансовой системы возможность вывода ликвидности при невозможности ограничения потоков капитала необходимо стабилизировать валютную систему как самый ликвидный сегмент финансового рынка, а также обеспечить невозможность манипулирования ценами на товары с целью офшорного вывода ликвидности – в этом состоит основная задача адаптации финансового рынка к противоречиям мировой финансовой системы.

25. Уровень долларизации национальной экономики, зависимость от международных финансовых рынков, валюта международных резервов страны – все это препятствия на пути удержания ликвидности в национальной экономике.

26. Для сокращения уровня негативного воздействия противоречий мировой финансовой системы на локальный рынок капитала следует применять следующие меры:

1) установление жесткого контроля спекулятивной активности на финансовых рынках, контроля движения капитала, ценообразования на капитальные активы и т.д. Представляется, что такая мера не применима на практике в силу глобальной уязвимости большинства крупных участников финансового рынка к применению столь жестких мер, ущемляющих неолиберальную доктрину и Вашингтонский консенсус. Однако частичное применение, на наш взгляд, не только возможно, но и целесообразно.

2) установление предельного количества срочных контрактов (производных финансовых инструментов), которые могут быть заключены

на один базисный актив в течение установленного промежутка времени. Данная мера представляется разумной и необходимой для сдерживания спекуляций, однако рынок производных является настолько гибким и неоднозначным, что спекулянтам и арбитражерам, по всей видимости, не составит труда «обойти» данное правило, формально оставаясь в рамках правового поля.

3) введение в трансрегиональный оборот твердой расчетной единицы. Имеющей привязку к физическим активам, например, к золоту – для финансирования операций реиндустриализации и вывода средств из теневой офшорной системы долларového обращения, что является актуальной задачей в условиях ужесточения западных санкций.

4) отказ от использования доллара в качестве основной валюты международных контрактов. На наш взгляд, данная мера необходима для преодоления пороков в развитии финансового капитала, но практическая реализация также нуждается в обосновании необходимых для достижения экономического и политического успеха данного предложения параметров международной финансовой системы.

5) ужесточение политики формирования банковских активов и пассивов. Обоснование залоговой базы, пересмотр требований к качеству кредитного портфеля. Нормативно закрепленное повышение уровня транзакционных затрат по спекулятивным операциям (например, повышение норм обязательного резервирования в маржинальной торговле).

6) использование в большей степени процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, нежели фондового канала, получившего в настоящее время широкое распространение.

7) ограничение власти транснациональных корпораций и банков. Налоговое дестимулирование расширения ТНК.

8) отказ от использования гедонических индексов инфляции, не учитывающих рост цен, связанных с инновациями в уже существующих товарах и услугах. Контроль цен в секторе ИТ, фармацевтике, автомобилестроении, производстве полупроводников.

9) запрет на индексную торговлю. Ограничение операций с акциями компаний, коэффициент P/E (цена в отношении к прибыли на одну обыкновенную акцию) которых превышает срок службы основных производственных фондов компании.

10) сокращение масштабов деятельности крупных финансовых институтов, разукрупнение, ужесточение антимонопольного регулирования в банковской сфере.

11) отказ от применения проектного финансирования инфраструктуры, связанной с земельной или монопольной рентой.

12) законодательный запрет на использование криптовалют в любых операциях, где они выполняют функции денег.

13) перераспределение ренты по возможности в трудоемкие отрасли с целью синхронизации процессов производства и потребления.

14) пересмотр индикаторов экономического роста, внесение корректировок в расчет ВВП, либо отказ от использования данного показателя в макроэкономических расчетах.

15) меры защиты от «токсичности» глобального финансового капитала: заключение валютных союзов, направленных на достижение экономического прогресса и недопущения крупномасштабного проникновения фиктивного капитала из-за рубежа

27. На уровне локальных рынков капитала должны реализовываться на постоянной основе мероприятия, направленные на сокращение негативного влияния противоречий мировой финансовой системы и финансиализации глобальной экономики. Общие направления экономической политики объединяющихся стран следует ориентировать на

сокращение уровня зависимости от волатильности глобальных финансовых рынков. В качестве условия адаптации локального финансового рынка к противоречиям мировой финансовой системы мы предлагаем использование закрытого валютно-промышленного союза, торговые операции внутри которого будут осуществляться в твердой общей валюте (или расчетной единице) и использоваться для формирования ликвидного и устойчивого локального рынка капитала с целью финансирования достижений научно-технического и экономического прогресса. При этом, до тех пор, пока созданная валютная система не докажет свою устойчивость и конкурентоспособность в глобальном масштабе, активное участие в операциях на глобальном рынке капитала может продолжаться, однако следует, во-первых, исключить возможность рефинансирования результатов операций внутри союза, а во-вторых, направлять поступающие от операций с капиталом средства в отрасли промышленности.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Абрамов, В.Л., Формирование устойчивых конкурентных преимуществ государств – членов ЕАЭС в инвестиционной сфере / В. Л. Абрамов, П. В. Алексеев // Финансы: теория и практика. – 2017. – Т. 21. – № 4. – С. 116 – 125.

2. Абрамов, Р. А. Направления развития сотрудничества в рамках Евразийского экономического союза в высокотехнологичной сфере / Р. А. Абрамов, С. Стрельченко // Евразийская экономическая перспектива: проблемы и решения. – 2016. – № 2. – С. 21 – 23.

3. Абрамова, М. А. Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов: мнение экспертов Финансового университета / М. А. Абрамова, С. Е. Дубова, Е. А. Звонова, О. И. Лаврушин, И. В. Ларионова, В. В. Масленников, В. Я. Пищик // Экономика. Налоги. Право. – 2020. – № 13 (1). – С. 6-19.

4. Акаев, А. А. От эпохи великой дивергенции к эпохе великой конвергенции: Математическое моделирование и прогнозирование долгосрочного технологического и экономического развития мировой динамики / А. А. Акаев. – М. : ЛЕНАНД, 2015. – 352 с.

5. Акельев, Е. С. Формирование валютных союзов: плюсы и минусы / Е. С. Акельев, Ж. А. Ермушко // Вестник ТГПУ. – № 12(114). – 2011. – С. 9-13.

6. Аникин, А. В. История финансовых потрясений. Российский кризис в свете мирового опыта. / А. В. Аникин. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2009. – 448 с.

7. Анисимова, А. А. Интернационализация: выбор валюты для международной торговли / А. А. Анисимова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2016. – № 23. – С. 25 – 37.

8. Арриги, Д. Адам Смит в Пекине: Что получил в наследство 21 век / Д. Арриги. – М. : Институт общественного проектирования, 2009. – 456 с.

9. Арриги, Д. Долгий двадцатый век: Деньги, власть и истоки нашего времени / Д. Арриги; пер. с англ. А. Смирнова и Н. Эдельмана. – М.: Издательский дом «Территория будущего», 2006. (Серия «Университетская библиотека Александра Погорельского»). – 472 с.

10. Балакин, В. И. Ситуационное взаимодействие Индии, Японии и Вьетнама против Китая в АТР / В. И. Балакин // Юго-Восточная Азия: актуальные проблемы развития. – 2018. – № 3(40). – Т. 2. – с. 36 – 47.

11. Барро, Р. Д. Экономический рост / Р. Д. Барро, Х. Сала-и-Мартин ; пер. с англ. – М. : БИНОМ. Лаборатория знаний, 2017. – 824 с.

12. Батра, Р. Мошенничество Гринспена / Р. Батра. – Мн. : «Попурри», 2006. – 496 с.

13. Бедерак, Д. А. Особенности использования финансовых инструментов выравнивания уровней экономического развития в МЕРКОСУР / Д. А. Бедерак // Экономическая глобализация и проблемы национальной и международной безопасности. – 2013. – № 5. – С. 148-151.

14. Бернштейн, П. Фундаментальные идеи финансового мира. Эволюция / П. Бернштейн. – М. : Альпина паблишер, 2017. – 444 с.

15. Богатырев, С. И. Проблемы организации финансового мониторинга: механизмы обеспечения прозрачности электронных транзакций и контроля движения финансовых активов / С. И. Богатырев, К. Х. Зоидов // Проблемы рыночной экономики. – 2019. – № 1. – С. 44-49.

16. Боди, Ц. Финансы / Ц. Боди, Р. Мертон. – М. : Вильямс, 2020. – 592 с.

17. Бреннер, Р. Экономика глобальной турбулентности: развитие капиталистических экономик в период от долгого бума до долгого спада, 1945–2005 / Р. Бреннер. – М. : Изд. Дом ВШЭ, 2014. – 552 с.
18. Бродель, Ф. Динамика капитализма / Ф. Бродель. – Смоленск: «Полиграмма», 1993. – 128 с.
19. Бузгалин, А. В. Глобальный капитал. В 2-х тт. Т.1. Методология: По ту сторону позитивизма, постмодернизма и экономического империализма (Маркс re-loaded) / А. В. Бузгалин, А.И Колганов. – М. : Ленанд, 2015. – 640 с.
20. Бузгалин, А. В. Глобальный капитал. Том 2. Теория. Глобальная гегемония капитала и ее пределы / А. В. Бузгалин, А.И Колганов. – М. : Ленанд, 2015. – 912 с.
21. Бурлачков, В. К. Денежные механизмы глобальной и национальной экономик / В. К. Бурлачков. – М. : Ленанд, 2019. – 256 с.
22. Валиулин, Х. Х. Юбилей монетарного гегемона мировой экономики (к столетию ФРС) / Х. Х. Валиулин // Стратегии бизнеса – электронный научно-экономический журнал. – 2013. – №2. – С. 89-92.
23. Вальвиц, Г. Мистер Смит и рай земной. Изобретение благосостояния / Г. Вальвиц. – М. : Ад Маргинем Пресс, 2013, – 107 с.
24. Варнавский, В. Роль США в мировой промышленности и торговле как глобальная проблема / В. Варнавский // Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право. – 2018. – Т. 11. – № 2. – С. 100–112.
25. Вулф, М. Сдвиги и шоки: чему нас научил и еще должен научить финансовый кризис / М. Вулф. – М. : Изд-во Института Гайдара, 2016. – 512 с.
26. Галанов, В. А. Политэкономический аспект роли России в международной торговле / В. А. Галанов // Международная торговля и торговая политика. – 2016. – № 4(8). – С. 136-144.

27. Галанов, В. А. Случайное и закономерное изменение цены акции в зависимости от длины временного интервала / В. А. Галанов, А. В. Галанова, С.Р. Шибяев // Экономические и социальные перемены: факты, тенденции, прогноз. – 2017. – Т. 10. – № 4. – С. 228-241.

28. Гамза, В. А. Главная задача государства в экономике – формирование и развитие рынков / В. А. Гамза // Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право. – 2008. – № 1. – С. 105-107.

29. Гераськин, М. И. Дифференциальная модель макроэкономического роста с эндогенной цикличностью / М. И. Гераськин, П. В. Порубова // Актуальные проблемы экономики и права. – 2017. – Т. 11. – № 3. С. 43–55.

30. Гильдерфинг, Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильдерфинг. – М. : Либроком, 2011 – 480 с.

31. Глазьев, С. Ю. Закономерность смены мирохозяйственных укладов в развитии мировой экономической системы и связанных с ними политических изменений / С. Ю. Глазьев // Наука. Культура. Общество. – М. : Издательство ИСПИ РАН. – 2016. – № 3. – С. 5-45.

32. Глазьев, С. Ю. Проблемы и перспективы российского финансового рынка в условиях структурных изменений мировой экономики / С. Ю. Глазьев // Финансы: теория и практика. – 2020. – № 24(3). – С. 6-29.

33. Глобальный рынок капитала сверхприбыльный: выручка участников 1 трлн долларов в год. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://fingazeta.ru/ekonomika/world/457597> (дата обращения: 26.07.2019).

34. Гобсон, Д. А. Эволюция современного капитализма / Д. А. Гобсон. – М. : Либроком, 2011. – 448 с.

35. Год единорога: почему Uber, Snap и Airbnb стоят десятки миллиардов [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.forbes.ru/kompanii/335869-god-edinoroga-pochemu-uber-snap-i-airbnb-stoyat-desyatki-milliardov> (дата обращения: 13.01.2017).

36. Головнин, М. Ю. Трансформация глобальной финансовой системы в первые два десятилетия XXI века / М. Ю. Головин // Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право. – 2020. – Т. 13. – № 4. – С. 74–96.

37. Гомбожапов, Ж. Д. Оценка вероятности и последствий отключения России от системы SWIFT / Ж. Д. Гомбожапов // ДИСКУССИЯ журнал научных публикаций. – 2015. – № 8(60). – С. 19-24.

38. Горбунова, М. Л. Пул условных валютных резервов БРИКС в системе режимов многостороннего управления мировыми финансами / М. Л. Горбунова, Е. Ю. Ливанова, Н. К. Елизарова, В. Н. Овчинников // Вестник Нижегородского университета им. Н. И. Лобачевского. Серия: Социальные науки. – 2017. – № 4(48). – С. 7-18.

39. Горловская, И. Финансовые пирамиды: понятие, признаки, проблемы / И. Горловская, И. И. Гимадиева // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». – 2011. – № 3. – С. 166-171.

40. Гохан, П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. А. Гохан. – М. : Альпина Паблишер, 2015. – 741 с.

41. Гринин, Л. Е. Циклы, кризисы, ловушки современной Мир-Системы. Исследование кондратьевских, жюглярловских и вековых циклов, глобальных кризисов, мальтузианских и постмальтузианских ловушек / Л. Е. Гринин, А. В. Коротаев. М. : Издательство ЛКИ, 2012. – 480 с.

42. Гринспен, А. Карта и территория: Риск, человеческая природа и проблемы прогнозирования / А. Гринспен. – М. : Альпина Паблишер, 2015. – 412 с.

43. Гришин, В. И. Вирус не обойдет федеральный бюджет: потери доходов неизбежны / В. И. Гришин, О. А. Гришина, А. Ю. Чалова, Е. К. Воронкова, М. В. Долгова, В. В. Колмаков // Вестник Института экономики Российской академии наук. – 2020. – № 3. – С. 40-59.

44. Гришин, Л. Е. Глобальный кризис как кризис перепроизводства денег / Л. Е. Гришин // Философия и общество. – 2009. – № 1. С. 5-32.
45. Гэлбрейт, Д. Экономика невинного обмана. / Дж. К. Гэлбрейт. – М. : Эксмо, 2019. — 124 с.
46. Давтян, Т. Щ. Единое биржевое пространство ЕАЭС в архитектуре общего финансового рынка Евразийского экономического союза / Т. Щ. Давтян // Международное сотрудничество Евразийских государств: политика, экономика, право. – 2017. – № 2. – С. 6-13.
47. Дамодаран, А. Стратегический риск-менеджмент: принципы и методики / А. Дамодаран. – М. : Вильямс, 2017. – 496 с.
48. Дарелов, А. Влияние Нового банка развития Брикс на экономику стран Брикс / А. Дарелов // Вестник Томского государственного университета. – 2016. – № 4 (36). – С. 156-164.
49. Дедкова, М. В. Капитализация компании: теоретический аспект / М. В. Дедкова // Вестник МГУС. – 2007. – № 1. – С. 48-50.
50. Дзарасов, Р. С. Наследие Самира Амина еще ждет своего исследователя / Р. С. Дзарасов // Альтернативы. – 2019. – № 4. – С. 26-29.
51. Дзарасов, С. С. Куда Кейнс зовет Россию? / С. С. Дзарасов – М.: Алгоритм, 2012. – 304 с.
52. Дзарасов, С. С. Михаил Калецкий: интеллектуальное наследие / С. С. Дзарасов // Экономическая наука современной России. – 1999. – № 3. – С. 151-168.
53. Динец, Д. А. IPO убыточных компаний как инструмент поглощения ликвидности фиктивным капиталом / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 4. – С. 42-46.
54. Динец, Д. А. Банковский надзор в борьбе с финансовыми пузырями: встроенные противоречия и глобальный эффект перераспределения / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 2.

55. Динец, Д. А. Большие Кондратьевские волны, циклы Жюгляра и «финансовые пузыри»: выявление эволюционных связей / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2016. – № 7. – С. 48-54.

56. Динец, Д. А. Валютные союзы как препятствие на пути глобальной мультипликации убыточных инвестиций / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 12. – С. 85-91.

57. Динец, Д. А. Влияние банковской системы на зарождение и развитие первого технологического уклада / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 3. – С. 2-6.

58. Динец, Д. А. Влияние внутренних противоречий в экономике США на глобальную финансиализацию и экспансию фиктивного капитала / Д. А. Динец, Р. А. Камаев // Финансы: теория и практика. – 2021. – № 25(2). – С. 6-34.

59. Динец, Д. А. Выявление противоречий мировой финансовой системы и траектории экономического роста. Часть 1 / Д. А. Динец // Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление. – 2021. – № 1. – С. 23–36.

60. Динец, Д. А. Влияние противоречий мировой финансовой системы на траекторию экономического роста. Часть 2. / Д. А. Динец // Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление. – 2021. – № 2. С. 5–14. – 1,11 печ. л.

61. Динец, Д. А. К вопросу об эволюции финансового капитала / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 5. – С. 73-77.

62. Динец, Д. А. Конкуренция за ликвидность активов как причина финансовых пузырей в воспроизводстве технологического уклада / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2016. – № 8. – С. 2-7.

63. Динец, Д. А. Концепция денежного потока, внешний рост и перераспределение ренты в транзакционном секторе / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 7. – С. 42-47.

64. Динец, Д. А. Механизмы обращения ресурсной ренты / Д. А. Динец, И. Ю. Сольская // Известия Иркутской государственной экономической академии. – 2016. – Т. 26, № 2. – С. 242–249.

65. Динец, Д. А. Мировая финансовая система и противоречия процесса воспроизводства капитала / Д. А. Динец // Финансовые исследования. – 2021. – № 3 (72). – С. 9-22.

66. Динец, Д. А. Ограничения работоспособности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики ЦБ РФ / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2015 г. – № 9. – С. 34-40.

67. Динец, Д. А. Пороки мировой финансовой системы как тормоз экономического прогресса: пути преодоления / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2018. – № 8. – С. 57-62.

68. Динец, Д. А. Системные пороки мировых финансов и противоречия национальных интересов в преддверии нового технологического уклада / Д. А. Динец, М. В. Конотопов // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 1. – С. 2-10.

69. Динец, Д. А. Технологии и финансы: Второй и третий технологические уклады / Д. А. Динец, М. А. Сокольников, С. С. Ломаченко // Инновации и инвестиции. – 2016. – № 10. – С. 2-10.

70. Динец, Д. А. Технологии и финансы: Первый технологический уклад / Д. А. Динец, М. А. Сокольников, С. С. Ломаченко // Инновации и инвестиции. – 2016. – № 9. – С. 2-6.

71. Динец, Д. А. Технологии и финансы: Четвертый и пятый технологические уклады / Д. А. Динец, М. А. Сокольников, С. С. Ломаченко // Инновации и инвестиции. – 2016. - № 11. – С. 2-9.

72. Динец, Д. А. Фиктивный капитал как продукт финансового капитала и самостоятельное явление современного капитализма / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 6. – С. 65-71.

73. Динец, Д. А. Финансово-экономические и геополитические перспективы формирования общих рынков энергии ЕАЭС / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2019. – № 3. – С. 71-75.

74. Динец, Д. А. Финансовые рынки арабских государств: исследование симметричности шоков / Д. А. Динец, П. С. Прокопьев // Геоэкономика энергетики. – 2020. – № 4. – С. 77-89.

75. Динец, Д. А. Экономическая история мира в 5 томах. Том 5: монография / Д. А. Динец, М. В. Конотопов, И. А. Агапова. – СПб. : Алетейя – 2018 г. – 586 с.

76. Динец, Д.А. Финансовый капитал и проблемы экономического прогресса: монография / Д. А. Динец– Москва : РУСАЙНС – 2017. – 254 с.

77. Дмитриева, Н. Н. Закономерности эволюции фиктивного капитала в воспроизводственном механизме рынка : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.01 / Дмитриева Надежда Николаевна. – Краснодар, 2010. – 173 с.

78. Домнич, Е. Л. О добросовестности и достоверности статистики инноваций в промышленности России / Е. Л. Домнич // Регионалистика. – 2017. – Т. 4. – № 5. С. 76–91.

79. Дорофеев, М. Л. Моделирование процессов финансовых пузырей на российском фондовом рынке / М. Л. Дорофеев, В. Самарский // Финансы и кредит. – 2016. – № 15, С. 45-62.

80. Дробышевский, С. М. Отмена валютного контроля: монография / С. М. Дробышевский, А.А. Коваль, А. Д. Левашенко, С. Синельников-Мурылев, П. В. Трунин. – М. : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2019. – 84 с.

81. Дубинин, С. К. Финансиализация экономического роста и российская национальная финансовая система / С. К. Дубинин // Финансы: теория и практика. – 2017. – Т. 21. – Вып. 4. – С. 6-21.

82. Ермолаев, К. Н. Титульный капитал: методология, теория и практика : дис. ... доктора экон. наук : 08.00.01 / Константин Николаевич Ермолаев. – Самара, 2014. – 273 с.

83. Ермолаев, К. Н. Фиктивный капитал как элемент финансового капитала / К. Н. Ермолаев. – Самара : Ас Гард, 2008. – 193 с.

84. Задорина, А. М. Трансграничные (глобальные) партнёрства и сотрудничество Евразийских государств с латиноамериканскими интеграционными сообществами / А. М. Задорина // Международное сотрудничество Евразийских государств: политика, экономика, право. – 2016. – № 1. – С. 27-36.

85. Захарова, Е. А. АПК, господдержка и эффект мультипликации / Е. А. Захарова // Российское предпринимательство. – 2010. – № 4(2). – С. 121-125.

86. Звонова, Е. А. Возможности формирования механизмов перехода к валютно-финансовому союзу стран БРИКС / Е. А. Звонова // Вестник финансового университета. – 2014. – № 5. – С. 63-72.

87. Звонова, Е. А. Трансформация мировой экономики и пандемия. / Е. А. Звонова // Экономика. Налоги. Право. – 2020. – № 13(4). – 6-19.

88. Звонова, Е. А. Феномен юаня: интернационализация как этап к переходу в статус резервной валюты / Е. А. Звонова // Мир новой экономики. – 2015. – № 2, С. 56-61.

89. Зубенко, В. В. Узловые аспекты создания общего финансового рынка Евразийского экономического союза / В. В. Зубенко, М. В. Михайлов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2016. – № 31. – С. 2-16.

90. Иванников, В. А. Генезис теорий цикличности мировой экономики / В. А. Иванников // Вестник Сибирского государственного

аэрокосмического университета имени академика М. Ф. Решетнева. – 2010. – № 2. – С. 188-193.

91. Истерли, У. В поисках роста. Приключения и злоключения экономистов в тропиках / У. Истерли. – М. : Изд-во «Институт комплексных стратегических исследований», 2006. – 352 с.

92. Кавицкая, И. Л. Анализ воздействия монетарного шока на экономику: история вопроса и некоторые новые идеи / И. Л. Кавицкая // Журнал институциональных исследований. – 2010. – Том 2. – № 4. – С. 76-84.

93. Кавицкая, И. Л. Политика ФРС в условиях современного кризиса / И. Л. Кавицкая // TERRA ECONOMICUS. – 2014. – Т. 12, № 4. – С. 52-58.

94. Каломирис, Ч. Непрочные по конструкции: политические причины банковских кризисов и дефицита кредитов / Ч. Каломирис, С. Хабер; пер. с англ. Е. Еловская. – М. : Изд-во Института Гайдара, 2017. – 720 с.

95. Карминский, А. М. Кредитные рейтинги и их моделирование / А. М. Карминский. – М. : Изд. Дом ВШЭ, 2015. – 304 с.

96. Карминский, А. М. Модели рейтингов международных агентств / А. М. Карминский, А. А. Пересецкий // Прикладная эконометрика. – 2007. – № 1(5). – С. 3-19.

97. Карминский, А. М. Модели суверенных рейтингов и их возможности / А. М. Карминский, В. Ю. Киселев, А. С. Колесниченко // Мировая экономика. – 2011. – № 41(83). – С. 2-12.

98. Карпова, К. А. Темные пулы ликвидности на мировых финансовых рынках / К. А. Карпова // Интернет-журнал «Науковедение». – 2015. – Т. 7. – №3. – С. 1-14.

99. Кей, Дж. Финансовая физика антипузыря / Дж. Кей [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://elitetrader.ru/index.php?newsid=16581> (дата обращения: 17.07.2017).

100. Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное / Дж. М. Кейнс. – М. : Эксмо, 2007. – 960 с.

101. Кембриджская экономическая история Европы Нового и Новейшего времени. В 2 томах / пер. с англ. Н. Эдельмана; под ред. Т. Дробышевской. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2013. – 1088 с.

102. Киндлебергер, Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлебергер, Р. Алибер. – СПб. : Питер, 2010. – 544 с..

103. Киртон, Д. Д. Обеспечение стабильности и инклюзивности: успех «Группы двадцати» в сдерживании финансовых кризисов /Д. Д. Киртон // Вестник международных организаций. – 2017. – Т. 12. – № 2. – С. 10-33.

104. Кларк, Д. Б. Распределение богатства / Д. Б. Кларк. – М. : Гелиос АРВ, 2000. – 368 с.

105. Клевцов, В. В. Теория и практика международного движения капитала в странах с развивающимися рынками / В. В. Клевцов, Д. С. Стукан // IDO Science. – 2010. – № 2. – С. 58-64.

106. Кляйн, Н. Доктрина шока. Расцвет капитализма катастроф / Н. Кляйн. – М. : Издательство «Добрая книга», 2015 – 382 с.

107. Койл, Д. ВВП: Краткая история, рассказанная с пиететом / Д. Койл. – М. : Изд. Дом ВШЭ, 2016. – 176 с.

108. Коротаев, А. Сингулярность XXI века в контексте Большой истории : математический анализ / А. Коротаев // Journal of big history. – 2018. – Volume 2. – № 3. – С. 1-62.

109. Костиков, И. В. Несколько слов о кризисе на финансовом рынке / И. В. Костиков // Мир перемен. – 2013. – № 1. – С. 67-72.

110. Кот, А. А. Этапы эволюции теории оптимальных валютных зон / А. А. Кот // Вестник Волгоградского Государственного университета. – 2014. – № 2(25). С. 91-100.
111. Коуз, Р. Как Китай стал капиталистическим / Р. Коуз, Н. Ван. – М. : Новое издательство, 2016. – 386 с.
112. Кристалинская, О. М. Ямайская валютная система. От истоков до кризиса / О. М. Кристалинская // Международный научный журнал «Символ науки». – 2016. – № 1. – С. 129-132.
113. Кругман, П. Выход из кризиса есть! / П. Кругман. – М. : Азбука Бизнес, Азбука-Аттикус, 2013. – 320 с.
114. Кругман, П. Кредо либерала / П. Кругман. – М. : Издательство «Европа», 2009. – 368 с.
115. Кузнецов, В. С. Валютный союз – будущее ЕАЭС / В. С. Кузнецов // Вестник МГИМО Университета. – 2015. – № 2 (41). – С. 250-258.
116. Левин, Ю. А. Трансформация финансовой системы СССР в 1941-1945 г / Ю. А. Левин // Материалы ежегодных Моисеевских чтений. – 2021. – № 7. – С. 60-63.
117. Левин, Ю. А. Фондовый и ипотечный рынки: тенденции и последствия роста необеспеченности финансового капитала / Ю. А. Левин // Финансовый бизнес. – 2021. – № 6 (216). – С. 66-69.
118. Логинов, В. Новое зазеркалье / В. Логинов // Forbes. – 2020. – № 10 (199). – С. 174-176.
119. Лукас, Р. Э. Лекции по экономическому росту / Р. Э. Лукас ; пер. с англ. Д. Шестакова. – М. : Изд-во Ин-та Гайдара, 2013. – 288 с.
120. Льюис, М. Flash boys: Высоочастотная революция на Уолл-стрит / М. Льюис. – М. : Альпина Паблишер, 2018. – 352 с.

121. Льюис, М. Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы / М. Льюис. – М. : Альпина Паблишер, 2015. – 280 с.
122. Льюис, М. Бумеранг: Как из развитой страны превратиться в страну третьего мира / М. Льюис. – М. : Альпина Паблишер, 2013. – 246 с.
123. Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / С. Майерс, Р. Брейли. – М. : Олимп-бизнес, 2016. – 1008 с.
124. Малкина, М. Ю. Анализ позиционирования мировых финансовых центров в международной финансовой системе / М. Ю. Малкина // Мировые финансовые центры. – 2012. – № 4(484). – С. 31-40.
125. Мандельброт, Б. (Не)послушные рынки. Фрактальная революция в финансах / Б. Мандельброт. – М. Вильямс, 2006. – 452 с.
126. Маневич, В. Е. Монетарная динамическая модель Тобина и анализ российской экономики / В. Е. Маневич // Вопросы экономики. – 2009. – № 3. – С. 1-22.
127. Маневич, В. Е. Кейнсианская теория и российская экономика / В. Е. Маневич. – М. : Наука, 2008. – 221 с.
128. Маркс, К. Капитал / К. Маркс. – М. : Книжная лаборатория Лениздат, 2018 – 512 с.
129. Маршалл, А. Принципы экономической науки / А. Маршалл. – М. : Прогресс, 1993. – 594 с.
130. May, В. А. Возможности и предпосылки обеспечения устойчивого экономического роста России / В. А. May // Central Russian Journal of Social Sciences. – 2017. – vol. 12. – issue 3. – С. 14-18.
131. Мещеров, А. В. Развитие биржевых систем в условиях глобализации / А. В. Мещеров // Вестник Самарского государственного экономического университета. – 2007. – N 4. – С. 202-205.

132. Мински, Х. Стабилизируя нестабильную экономику / Х. Мински. – М.; СПб: Издательство института Гайдара, Факультет свободных искусств и наук СПбГУ, 2017. — 624 с.

133. Миркин, Я. Мировые финансы. Карта управления / Я. Миркин// Прямые инвестиции. – 2013. – № 3(131). – С. 30-35.

134. Мишкин, Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Ф. С. Мишкин. – М.: ООО «И. Д. Вильямс», 2006. — 880 с.

135. Модильяни, Ф. Сколько стоит фирма / Ф. Модильяни, М. Миллер. – М. : Дело, 2001. – 270 с.

136. Моисеев, С. Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики: основные положения / С. Р. Моисеев // Вестник Приднестровского республиканского банка. – 2013. – № 3. – С. 25-30.

137. Мусатов, В. Т. Международная миграция фиктивного капитала / В. Т. Мусатов. – М. : Междунар. Отношения, 1983. – 207 с.

138. Мэрфи, Д. Межрыночный анализ. Принципы взаимодействия финансовых рынков / Д. Мэрфи. – М. : Альпина паблишер, 2016. – 404 с.

139. О’Нил, Дж. Карта роста. Будущее стран БРИК и других развивающихся рынков / Дж. О’Нил. – М. : Изд-во Манн, Иванов и Фербер, 2012. – 256 с.

140. Ордов, К. В., Семенова, Е. В., Саввина, О. В., Хоминич, И. П., Марков, М. А. Современные финансовые рынки в условиях новой экономики и геополитических рисков (итоги научной дискуссии в честь 115-летия Университета) / К. В. Ордов, Е. В. Семенова, О. В. Саввина, И. П. Хоминич, М. А.Марков // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. – 2022. –Т. 19. –№ 3 (123). – С. 76-85.

141. Ордов, К. В., Церцеил, Ю. С., Лысенко, Д. О. Оценка перспектив развития финансового рынка Российской Федерации в условиях

цифровизации / К. В. Ордов, Ю. С. Церцейл, Д. О. Лысенко // Финансовая экономика. – 2022. – № 3. – С. 240-245.

142. Пачкалов, А. В. Династии еврейских финансистов в Лондоне в XVII -XX веках / А. В. Пачкалов // Гуманитарные науки. Вестник финансового университета. – 2015. – № 2(18). – С. 55-63.

143. Перес, К. Технологические революции и финансовый капитал. Динамика пузырей и периодов процветания / К. Перес. – М. : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2013. – 232 с.

144. Пикетти, Т. Капитал в XXI веке / Т. Пикетти. – М. : Ад Маргинем Пресс, 2016. – 592 с.

145. Пилясов, А. Н. Новая экономическая география: предпосылки, идейные основы и применимость моделей / А. Н. Пилясов // Изв. РАН. Сер. геогр. – 2011. – № 4. – С. 7-17.

146. Попков, С. Ю. Принципы и стратегия как инструменты устойчивого развития национальной платежной системы / Е. С. Уланова, С. Ю. Попков // Проблемы экономики и юридической практики. – 2020. – Т. 16. – № 5. – С. 96-100.

147. Пректер, Р. Волновой принцип Эллиотта: Ключ к пониманию рынка / Р. Пректер, А. Фрост. – М. : Альпина Паблишер, 2012. – 350 с.

148. Рейнхарт, К. М. На этот раз все будет иначе / К. М. Рейнхарт, К. С. Рогофф. – М. : Карьера Пресс, 2011. – 472 с.

149. Рикардс, Дж. Смерть денег. Крах доллара и агония мировой финансовой системы. / Дж. Рикардс. – М.: Яуза, 2015. – 432 с.

150. Робинсон, Д. Экономическая теория несовершенной конкуренции / Д. Робинсон. – М. : Прогресс, 1986. – 472 с.

151. Рогофф, К. С. Проклятие наличности / К. С. Рогофф. – М. : Изд-во Института Гайдара, 2018. – 472 с.

152. Родрик, Д. Парадокс глобализации. Демократия и будущее мировой экономики / Д. Родрик. – М. : Изд-во Института Гайдара, 2014. – 576 с.

153. Рота, П. История банков: История старинных кредитных учреждений у древних греков и римлян, у средневековых итальянцев и в Голландии и Германии XVII и XVIII столетий / П. Рота; пер. с итал. введ., прим. и доп. И. И. Кауфмана. – М. : ЛЕНАНД, 2017. – 192 с.

154. Ротбард, М. Государство, деньги и центральный банк / М. Ротбард. – М. : Социум, 2016. – 308 с.

155. Ротбард, М. История денежного обращения и банковского дела в США: от колониального периода до Второй мировой войны / М. Ротбард; пер. с англ. Б. С. Пинскера под ред. А.В. Куряева. – Челябинск : Социум, 2009. – 548 с.

156. Рязанов, В. (Не)реальный капитализм / В. Рязанов. – М. : Экономика, 2016. – 656 с.

157. Рязанцева, О. П. Трансмиссионный механизм европейского центрального банка: кредитный канал / О. П. Рязанцева, А. А. Василенко, А. М. Сивый // Финансы. Бюджет. Рынок. Труд и социальные отношения. – 2012. – № 11. – С. 109-113.

158. Салиев, К. Р. Фиктивный капитал в системе антициклического регулирования экономики / К. Р. Салиев. – Казань : Изд-во Отечество, 2010. – 128 с.

159. Сафиуллин, М. Р. Потенциал криптовалюты в условиях перехода мировой экономики к шестому технологическому укладу / М. Р. Сафиуллин, М. В. Савеличев, Л. А. Ельшин // Финансы и управление. – 2020. – № 3. – С. 74-85.

160. Ситник, А. А. Банковская система США / А. А. Ситник // Актуальные проблемы российского права. – 2016. – № 10(71). – С. 216-227.

161. Слепов, В. А. Глобализация финансовой инфраструктуры / В. А. Слепов, А. В. Егоров // Вестник Российского экономического университета им. В. Плеханова. – 2010. – № 2 (32). – С. 5–14.

162. Слепов, В. А. Финансовые ресурсы для инновационного развития российской экономики / В. А. Слепов // Финансы, деньги, инвестиции. – 2011. – № 1 (37). – С. 6–8.

163. Смирнов, А. Д. Макрофинансы 1: методология моделирования пузырей и кризисов / А. Д. Смирнов // Экономический журнал ВШЭ. – 2010. – № 3. – С. 275-310.

164. Смирнов, А. Д. Макрофинансы 2: модель пузырей и кризисов / А. Д. Смирнов // Экономический журнал ВШЭ. – 2010. – № 4. – С. 401-439.

165. Солтаханов, А. У. Децентрализация денежной системы как способ ухода от резервной валюты – доллара США / А. У. Солтаханов, Д. А. Сизова, Т. В. Сизова // Аудитор. – 2021. – Т. 7. – № 7. – С. 43-48.

166. Сорнетте, Д. Как предсказывать крахи финансовых рынков. Критические события в сложных финансовых системах / Д. Сорнетте. М. : И-Трейд, SmartBook. – Библиотека Принстонского Университета, 2008. – 400 с.

167. Сорокин, Д. Е. Экономический рост: от неоклассики к институциональным трактовкам / Д. Е. Сорокин, О. С. Сухарев // Вестник Пермского университета. Сер. «Экономика» = Perm University Herald. Economy. – 2016. – № 4(31). С. 7-21.

168. Сорос, Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 262 с.

169. Сото, Х. У. Деньги, банковский кредит и экономические циклы / Х. У. де Сото; пер. с англ. под ред. А. В. Куряева. – Челябинск: Социум, 2008. – 663 с.

170. Спенс, М. Следующая конвергенция: будущее экономического роста в мире, живущем на разных скоростях / М. Спенс. – М. : Изд-во Института Гайдара, 2013. – 336 с.

171. Сраффа, П. Производство товаров посредством товаров / П. Сраффа. – М. : «Университетская библиотека», 1999. – 160 с.

172. Срничек, Н. Капитализм платформ / Н. Срничек; пер. с англ. и науч. ред. М. Добряковой. – М. : Изд. Дом ВШЭ, 2020. – 128 с.

173. Стиглиц, Д. Ю. Доклад Стиглица. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад Комиссии финансовых экспертов ООН / Д. Ю. Стиглиц. – М. : Междунар. Отношения, 2012. – 328 с.

174. Стиглиц, Дж. Великое разделение. Неравенство в обществе или что делать оставшимся 99 % населения? / Дж. Стиглиц. – М. : Эксмо, 2016. – 480 с.

175. Стиглиц, Дж. Глобализация: тревожные тенденции / Дж. Стиглиц. – М. : Мысль, 2003. – 302 с.

176. Стиглиц, Дж. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса / Дж. Стиглиц. – М.: Эксмо, 2011. – 512 с.

177. Стиглиц, Дж. Люди, власть и прибыль: Прогрессивный капитализм в эпоху массового недовольства / Дж. Стиглиц. – М. : Альпина-Паблишер, 2020. – 430 с.

178. Стиглиц, Дж. Ревущие девяностые. Семена развала / Дж. Стиглиц. – М. : Изд-во «Современная экономика и право», 2005. – 424 с.

179. Тобин, Д. Денежная политика и экономический рост / Д. Тобин. – М. : Книжный дом Либроком, 2010. – 272 с.

180. Усоскин, В. М. Теневой банкинг: регулятивная реформа и ее эффективность / В. М. Усоскин // Финансы: теория и практика. – 2019. – № 23(4). – С. 69-79.

181. Фельдман, А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: Учебник / А. Б. Фельдман. М. : Финансы и статистика, 2003. – 304 с.

182. Фергюсон, Н. Великое возрождение. Как нарушаются институты и гибнут государства / Н. Фергюсон. – М. : Издательство АСТ:CORPUS, 2016. – 150 с.

183. Филд, Д. Есть ли будущее у капитализма. Введение в XXI век / Д. Филд. – М. : Ад Маргинем Пресс, 2019. – 144 с.

184. Филиппов, Д. И. Теория и методология оценки влияния финансовых инноваций на развитие финансового рынка: дис. ... доктора экон. наук: 08.00.10 / Филиппов Давид Ильич. – М., 2019. – 395 с.

185. Фишман, Л. Рентное общество: в тени труда, капитала и демократии / Л. Фишман, В. С. Мартьянов, Д. А. Давыдов. – М. : Изд. Дом Высшей школы экономики, 2019. – 416 с.

186. Фридмен, М. О свободе / М. Фридмен, Ф. Хайек. – М.: Социум, Три квадрата, 2003. – 182 с.

187. Харви, Д. Краткая история неолиберализма / Д. Харви. – М. : Поколение, 2007. – 288 с.

188. Харрис, Л. Денежная теория / Л. Харрис. – М.: Прогресс, 1990, – 750 с.

189. Харрод, Р. Теория экономической динамики / Р. Харрод; пер. с англ. В.Е. Маневича. – М.: ЦЭМИ РАН, 2008. – 210 с.

190. Цветков, В. А. Циклы и кризисы: теоретико-методологический аспект: монография / В. А. Цветков. – М., СПб. : Нестор – История, 2012. – 504 с.

191. Чиркова, Е. В. Анатомия финансового пузыря / Е. В. Чиркова. М. : ООО «Кейс», 2010. – 288 с.

192. Чхан, Х. Д. 23 тайны: то, что вам не расскажут про капитализм / Ха Джун Чхан. – М. : АСТ, 2014. – 320 с.

193. Шарма, Р. Прорывные экономики. В поисках следующего экономического чуда / Р. Шарма. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013. – 352 с.

194. Шарп, У.Ф. Инвестиции : учебник / Г. Д. Александер, Д. В. Бэйли, У. Ф. Шарп. – М. : Инфра-М, 2004. – 1028 с.

195. Шиллер, Р. Иррациональный оптимизм: Как безрассудное поведение управляет рынками / Р. Шиллер. – М. : Альпина Паблишер, 2013. – 420 с.

196. Шиллер, Р. Финансы и идеальное государство / Р. Шиллер // Экономическая социология. – 2014. – Т. 15. – № 1. – С. 43-60.

197. Шумпетер, Й. А. Теория экономического развития / Й. А. Шумпетер. – М. : Прогресс, 1982. – 432 с.

198. Шэксон, Н. Люди, обокравшие мир / Н. Шэксон. – М. : Эксмо, Серия Библиотека "Коммерсантъ", 2011. – 384 с.

199. Эйхенгрин, Б. Непомерная привилегия: Взлет и падение доллара / Б. Эйхенгрин. – М. : Изд-во Института Гайдара, 2013. – 320 с.

200. Экономический прогресс: прошлое, настоящее, будущее : монография / кол. авторов ; под общ. ред. М.В. Конотопова. – Москва : РУСАЙНС, 2017. — 388 с.

201. Эпштейн, Дж. Финансиализация превратила глобальную экономику в картонный домик / Дж. Эпштейн [Электронный ресурс] – Режим доступа: www.other-news.info/2017/07/financialization-has-turned-the-global-economy-into-a-house-of-cards/ (дата обращения: 19.10.2020).

202. Эсташи, Л. Геополитика и глобальные рынки капитала: отношения США и Китая с 1980 года / Л. Эсташи // Известия Иркутской государственной экономической академии. – 2015. – Т. 25. – № 4. – С. 677–690.

203. 3-Month or 90-day Rates and Yields: Eurodollar Deposits for the United States [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://fred.stlouisfed.org/series/IR3TED01USM156N> (дата обращения: 4.08.2021).

204. Balance of payment analytical presentation by country. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&sId=1542633711584> (дата обращения: 19.10.2020).

205. BEA's fixed assets accounts. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.bea.gov/iTable/index_FA.cfm (дата обращения: 13.10.2017).

206. BEA's industry accounts. GDP-by-industry. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.bea.gov/industry/gdpbyind_data.htm (дата обращения: 14.08.2019).

207. BEA's industry accounts. Gross Output. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.bea.gov/iTable/index_industry_gdpIndy.cfm (дата обращения: 13.10.2017).

208. Bilateral capital flows: transaction patterns and gravity. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.seacen.org/publications/RePEc/702001-0-PDF.pdf> (дата обращения: 08.04.2019).

209. BIS Echange-traded futures and options, by location of exchange. Notional principal, in billions of US dollars [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d1> (дата обращения: 14.12.2020).

210. Bloomberg dashboard. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/quote/INDU:IND/members> (дата обращения: 16.12.2017).

211. Bordo, M. D. A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform Volume and Barry Eichengreen / M.

D. Bordo [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.nber.org/books/bord93-1> (дата обращения: 15.08.2017).

212. Braconier, H. Policy Challenges for the Next 50 Years / H. Braconier, G. Nicoletti, B. Westmore [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://econpapers.repec.org/paper/oecsesoab/9-en.htm> (дата обращения: 02.09.2019).

213. Capital Markets Fact Book. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf> (дата обращения 11.10.2021).

214. Central Bank Balance Sheet. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://tradingeconomics.com/country-list/central-bank-balance-sheet> (дата обращения 11.10.2021).

215. Commercial and Industrial Loans, All Commercial Banks. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://fred.stlouisfed.org/categories/100> (дата обращения: 13.10.2017).

216. Consolidated banking statistics. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.bis.org/statistics/consstats.htm> (дата обращения 11.10.2021).

217. Corporate defaults fall to 10-year low [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.moody.com/creditfoundations/Default-Trends-and-Rating-Transitions-05E002> (дата обращения: 13.10.2017).

218. Crude oil futures – volume & open interest. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.cmegroup.com/markets/energy/crude-oil/light-sweet-crude.volume.html> (дата обращения: 4.08.2021).

219. Crude Oil Prices: West Texas Intermediate (WTI). [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://fred.stlouisfed.org/series/DCOILWTICO#0> (дата обращения: 4.08.2021)

220. Damodaran Online data. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html (дата обращения: 17.04.2020).

221. Davis, L. E. Evolving financial markets and international capital flows. Britain, the Americas and Australia 1865-1914./ L. E. Davis, R. E. Gallman. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://books.google.ru/books?id=wsHh1vK0zawC&pg=PA369&lpg=PA369&q=international+capital+flows+1900&source=bl&ots=molL2r6F6m&sig=V6R-K8gSv7BgnNVUrK68MPEn94A&hl=ru&sa=X&ved=0ahUKEwibiaXc283OA hXFQJoKHSOWBa4Q6AEIOzAD#v=onepage&q=international%20capital%20flows%201900&f=false> (дата обращения: 05.12.2019).

222. Debt statistics. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://datatopics.worldbank.org/debt/> (дата обращения: 17.04.2019).

223. Derivatives measure. [Электронный ресурс] – Режим доступа: https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/OTC_DERIV/H:D:A:A:5J:A:5J:A:TO1:TO1:A:A:3:C?t=D5.1&p=20191&i=1.8&x=DER_TYPE.1.CL_OD_TYPE&o=s:line (дата обращения: 14.12.2020).

224. Domar, E. D. Essays in the theory of economic growth / E. D. Domar. – N.Y.: Oxford University Press, 1957. – 272 p.

225. Economy & Growth data. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://data.worldbank.org/indicator> (дата обращения: 12.08.2021).

226. Eurodollar Deposits. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://fred.stlouisfed.org/categories/32298> (дата обращения: 4.08.2021).

227. Fama, E.F. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence / E. F. Fama, K. R. French // Journal of Economic Perspectives. – 2004. – № 18 (3). – P. 25-46.

228. Federal reserve loan data. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.federalreserve.gov/releases/efa/off-balance-sheet-items.pdf> (дата обращения: 13.10.2017).

229. Federal reserve statistical release. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/external-debt.aspx> (дата обращения: 17.10.2021).

230. Foreign exchange turnover in April 2019. [Электронный ресурс] – Режим доступа: https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf (дата обращения 11.10.2021).

231. FRED economic data. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://fred.stlouisfed.org> (дата обращения: 10.06.2022).

232. FY 2016 Congressional Budget Justification – Department of State, Foreign Operations, and Related Programs. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.state.gov/documents/organization/236395.pdf> (дата обращения: 17.09.2017).

233. Geographic breakdown of total portfolio investment assets. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://data.imf.org/regular.aspx?key=60587815> (дата обращения: 05.10.2017).

234. Georgieva, K. A Leap Forward on Cross-Border Payments / T. Adrian, K. Georgieva [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.imf.org/ru/News/Articles/2020/10/20/blog-a-leap-forward-on-cross-border-payments> (дата обращения: 14.01.2021).

235. Global Financial Development Report 2019/2020. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://issuu.com/world.bank.publications/docs/9781464809675> (дата обращения: 14.12.2021).

236. Global price of WTI Crude. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://fred.stlouisfed.org/series/POILWTIUUSD> (дата обращения: 4.06.2022).

237. Gross fixed capital formation data. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.FTOT.CD> (дата обращения: 19.10.2020).

238. Harrod R. Scope and Method of Economics / R. Harrod // *Economic Journal*, 1938. – № 48 (Sept.). – Pp. 383–412.

239. IMF Annual Report of the Executive Board. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.imf.org/en/Publications/AREB> (дата обращения: 08.01.2021).

240. International trade statistics. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://timeseries.wto.org> (дата обращения: 11.10.2021).

241. J. P. Morgan Chase. Audited financial statements. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.jpmorganchase.com/corporate/investor-relations/document/audited-financial-statements-2017.pdf> (дата обращения: 10.08.2018).

242. J. P. Morgan Quarterly Market Review. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://am.jpmorgan.com/gb/en/asset-management/per/insights/market-insights/market-updates/monthly-market-review/> (дата обращения: 13.10.2017).

243. Key trends in the size and composition of OTC derivatives markets in the second half of 2019. [Электронный ресурс] – Режим доступа: https://www.bis.org/publ/otc_hy2005.pdf (дата обращения: 13.10.2017).

244. Krugman, P. *Geography and Trade* / P. Krugman. – Cambridge, MA: MIT Press, 1991. – 156 p.

245. Lane, P. R. International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis / P. R. Lane, G. M. Milesi-Ferretti. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/05/10/International-Financial-Integration-in-the-Aftermath-of-the-Global-Financial-Crisis-44906> (дата обращения: 13.10.2017).

246. Lipsey, R. E. The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows / R. E. Lipsey, R. C. Feenstra, C. H. Hahn, G. N. Hatsopoulos

Chapter [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.nber.org/chapters/c9801> (дата обращения: 4.08.2021).

247. Lucas, R. On the mechanics of economic development / R. Lucas // Journal of monetary economics, 1988. – № 22. – Pp. 3–42.

248. Maddison, A. Growth and Slowdown in Advanced Capitalist Economies: Techniques of Quantitative Assessment / A. Maddison // Journal of Economic Literature. – 1987. – Vol. 25. – P. 649–698.

249. Market capitalization of listed domestic companies (current US\$). [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (дата обращения: 05.12.2019).

250. Napier, R. Anatomy of the Bear. / R. Napier. – Petersfield, Hampshire. – UK: Harriman House.

251. Obstfeld, M. Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth / M. Obstfeld, A. M. Taylor [Электронный ресурс] – Режим доступа: https://books.google.ru/books?id=KhXl9OT0WigC&pg=PA59&lpg=PA59&dq=international+capital+flows+1940&source=bl&ots=nUEmRoGfuM&sig=WjJmoz-dpwh0xrHeExl5-Y6jNZQ&hl=ru&sa=X&ved=0ahUKEwia_PDbONXOAhWD3CwKHXIgCMYQ6AEIUdAG#v=onepage&q=international%20capital%20flows%201940&f=false (дата обращения: 15.11.2016).

252. OECD Data Industrial production. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://data.oecd.org/industry/industrial-production.htm> (дата обращения: 15.01.2021).

253. Online Library of Liberty: A History of Banking in all the Leading Nations, vol. 2 (Great Britain, Russian Empire, Savings-Banks in the U.S.). [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://oll.libertyfund.org/title/bulletin-a-history-of-banking-in-all-the-leading-nations-vol-1-u-s-a> (дата обращения: 13.10.2017).

254. Philips, K. Republicans, Democrats and the Decline of Middle-class prosperity / K. Philips. – New York: Random House, 1993. – p.197.

255. PPPs and exchange rates. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA_TABLE4# (дата обращения: 05.12.2019).

256. Report on the Federal Reserve's Balance Sheet [Электронный ресурс] – Режим доступа: https://www.federalreserve.gov/publications/files/balance_sheet_developments_report_202008.pdf.pdf (дата обращения: 14.01.2021).

257. Romer, P. Increasing returns and long run growth / P. Romer // Journal of political economy, 1986. – № 94.

258. Ross, S. A. Presidential address: Institutional markets, financial marketing and financial innovation / S. A. Ross // Journal of Finance. – 1989. – N 44 (3). – P. 541–556.

259. Share of currencies held in global foreign exchange reserves from 1st quarter 1999 to 4th quarter 2020. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.statista.com/statistics/233674/distribution-of-global-currency-reserves/#:~:text=The%20U.S.%20dollar%20was%20the,of%20global%20reserves%20that%20year>. (дата обращения: 14.01.2021).

260. Shareholder data. [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://files.shareholder.com/downloads/YHOO/0x0x28441/180dc219-d0f3-46f0-91fa-68e442078196/yahoo_04ar.pdf (дата обращения: 14.03.2016).

261. Solow, R. M. A contribution to the theory of economic growth / R. M. Solow // Quarterly Journal of Economics, 1956. – № 70. Pp. 65–94.

262. Source: Banks' Balance Sheets Data. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://bankinglibrary.com/data/banks-balance-sheets-data/> (дата обращения: 14.11.2020).

263. Statistical release: OTC derivatives statistics at end December 2019 [Электронный ресурс] – Режим доступа: https://www.bis.org/publ/otc_hy2005.pdf (дата обращения: 22.07.2020).

264. Stocks traded, total value (current US\$). [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD> (дата обращения: 07.10.2021).

265. Stocks traded, turnover ratio of domestic shares. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=US> (дата обращения: 4.08.2021).

266. SWIFT and data. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.swift.com/ru/node/13496> (дата обращения: 14.12.2019).

267. The FED statistics [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.federalreserve.gov/data.htm> (дата обращения: 4.08.2021).

268. The ILO and the BRICS. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.ilo.org/global/about-the-ilo/how-the-ilo-works/multilateral-system/brics/lang--en/index.htm> (дата обращения: 14.01.2021).

269. The international role of euro, June 2021 – Statistical annex. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202106~a058f84c61.en.pdf> (дата обращения: 4.08.2021).

270. Thorsten, B. A New Database on Financial Development and Structure / B. Thorsten, D.Aslı, L. Ross [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/419131466094125456-0050022016/render/FinancialStructureandDevelopmentDataset.pdf> (дата обращения: 05.10.2020).

271. Trading partner for United States in all products. [Электронный ресурс] – Режим доступа:

<http://wits.worldbank.org/CountryProfile/en/Country/USA/Year/1991/TradeFlow/EXPIMP/Partner/all/Product/Total#> (дата обращения: 05.12.2019).

272. U.S. department of labor data. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.dol.gov> (дата обращения: 19.10.2021).

273. U.S. Long-Term Securities Held by Foreign Residents. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://ticdata.treasury.gov/Publish/slt2d.txt> (дата обращения: 17.08.2019).

274. UNCTAD World Investment Report FDI inflows / outflows. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://unctad.org/topic/investment/world-investment-report> (дата обращения: 05.12.2020).

275. Van Horn, J. C. Of Financial Innovations and Excesses / J. C. Van Horn // Journal of Finance, 1985 – P. 621–631.

276. WFE Derivatives report 2020. [Электронный ресурс] – Режим доступа: https://www.worldexchanges.org/storage/app/media/research/report_covers/2020%20IOMA%20report%20draft_%20v8%20FINAL%20for%20website.pdf (дата обращения 11.10.2021).

277. World Bank Open Data [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://data.worldbank.org> (дата обращения: 05.12.2020).

278. Yahoo finance open data. Gold prices [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://finance.yahoo.com/quote/GC%3DF?p=GC%3DF> (дата обращения: 10.06.2022).

279. Yahoo finance open data. Oil prices [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF?p=CL%3DF> (дата обращения: 10.06.2022).

280. Yahoo finance open data. S&P 500 [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC?p=%5EGSPC> (дата обращения: 10.06.2022).