**Олег БУКЛЕМИШЕВ,**
директор Центра исследования экономической политики, экономический факультет МГУ

# В ожидании очередного кризиса

Как показывает горький опыт многих поколений финансовых игроков, кризисы на рынке повторяются с изрядной периодичностью. Сейчас, когда уже минуло практически десятилетие со времени начала глобальных потрясений 2007–2009 годов, многие поневоле начинают задаваться вопросами, когда рынки снова затрясет и откуда на этот раз надвигается основная угроза?

КАЖДЫЙ ОЧЕРЕДНОЙ КРИЗИС – ЭТО РАСЧИСТКА РЫНОЧНОГО ПРОСТРАНСТВА ОТ ШЛАКОВЫХ АКТИВОВ И НЕПОДГОТОВЛЕННЫХ К ПОТРЯСЕНИЯМ ИГРОКОВ

Основания для подобных опасений есть, и отнюдь не только хронологические. Так, фондовые индексы уверенно бьют рекорд за рекордом: индекс Dow Jones более чем утроился по сравнению с кризисным минимумом 2009 года и продолжает расти, что позволяет наблюдателям все увереннее говорить о раздутии на рынке акций «пузыря» огромных масштабов. Одновременно индикаторы указывают на то, что совокупная долговая нагрузка всех секторов (домашних хозяйств, финансовых и нефинансовых корпораций, а также государств) в мировом масштабе сегодня даже выше, чем в 2007 году.

Согласно известной формуле, генералы всегда готовятся к прошедшей войне. Точно так же и инвесторы, глядя в будущее, привычно оглядываются на источники и причины потерь в ходе предыдущих кризисов, а регуляторы, в свою очередь, пытаются извлечь полезные уроки, анализируя, какие ошибки и сбои были допущены в прошлый раз.

И нужно отдать должное, со времен предыдущего кризиса в финансовом регулировании было сделано немало, в результате чего архитектура мировых финансов изменилась до неузнаваемости. Постепенно вводятся новые стандарты банковской деятельности (Базель III), повышающие требования к величине капитала и уровню ликвидности кредитных организаций, а также сокращающие возможности манипуляций с отчетностью. Системно значимые финансовые институты и инфраструктурные организации функционируют под особым контролем. Гораздо лучше теперь дело обстоит с учетом внебиржевых деривативов и прозрачностью деятельности теневого банковского сектора. Больше внимания уделяется источникам оппортунистического поведения менеджеров в финансовом секторе, в частности бонусным программам. Налажены надежные каналы трансграничного сотрудничества регуляторов, международными финансовыми организациями разработаны и внедряются основы макропруденциальной политики, непосредственно направленной на предотвращение системных угроз.

Все это, конечно, важно и нужно, но вряд ли поможет гарантированно защититься от будущих потрясений, которые, как правило, всякий раз несут с собой что-то новенькое и неожиданное, заставая и инвесторов, и регуляторов врасплох.

Ведь, если задуматься, серьезных слабостей у нынешней глобальной финансовой системы тоже немало. Это в первую очередь «новая монетарная политика» — сверхнизкие, вплоть до отрицательных величин, процентные ставки и распухшие после «количественного смягчения» балансы центральных банков, в основном обеспечивавшие значительное увеличение денежного предложения в развитых странах в последние годы. Однако восстановление экономического роста и снижение безработицы было куплено дорогой ценой. Хотя предпринятые ведущими центробанками мира нестандартные монетарные меры сейчас начинают постепенно сворачиваться, весьма вероятно, что при возобновлении экономических неурядиц к ним придется прибегнуть вновь. Действительно, снижать процентные ставки с их нынешних небольших уровней практически некуда, а высокая долговая нагрузка многих государств не позволит применять фискальные стимулирующие инструменты. При этом дешевые деньги не только ограничивают прибыльность финансовых институтов, но и являются питательной средой для формирования многочисленных «пузырей» на рынках акций, недвижимости или иных активов. Пузыри же рано или поздно лопаются, приводя к крахам и паникам.

Тем временем в мировом хозяйстве тоже далеко не все спокойно. Крупнейшие экономики мира сталкиваются с новыми для себя экзистенциальными вызовами в политической, экологической, демографической и миграционной сферах. С каждым месяцем обретающие плоть «подрывные технологии» в промышленности, транспорте, энергетике способны уже в течение ближайших десятилетий кардинально перекроить экономическую карту мира. Главный драйвер развития последних десятилетий — китайская экономика — вроде бы замедляется довольно плавно, но каждый процент дополнительного экономического роста год от года требует все большего прироста долговых инъекций. Благодаря «количественному смягчению» сотни миллиардов долларов поступили на рынки развивающихся стран, и теперь его сворачивание приведет к возвращению денег в развитые страны. По оценкам МВФ, это будет стоить развивающимся рынкам примерно $35 млрд в год. Высокие корреляции различных капитальных потоков в условиях либерализации движения капитала таят в себе серьезные угрозы для монетарных властей и финансовых рынков малых открытых экономик, к которым, кстати, принадлежит и российская.

Одновременно стоит напомнить, что в результате регуляторных ужесточений и ослабления на ряде рынков позиций традиционных маркет-мейкеров — в частности высокорискованных облигаций — может внезапно исчезнуть ликвидность, что способно привести к экстренным продажам тех или иных инвестиционных активов по любым доступным ценам и, соответственно, обвальному их падению.

ДЕШЕВЫЕ ДЕНЬГИ ОГРАНИЧИВАЮТ ПРИБЫЛЬНОСТЬ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ И ЯВЛЯЮТСЯ ПИТАТЕЛЬНОЙ СРЕДОЙ ДЛЯ ФОРМИРОВАНИЯ «ПУЗЫРЕЙ»

В свою очередь, нелинейные изменения цен одних активов могут запустить цепную реакцию продаж, в том числе и на других, пока еще ликвидных площадках. Тогда утрата ликвидности вкупе со спиралеобразным снижением цен и для этих рынков будет лишь вопросом времени. Добавьте к этому сценарию непредсказуемое и, возможно, стадное поведение доминирующих на многих рынках торговых роботов, которые «заточены» под одни и те же рыночные ситуации и при пересыхании ликвидности могут оказаться совершенно беспомощными. Пухнущие как на дрожжах без малейшего материального повода рынки криптовалют тогда, скорей всего, обрушатся одним махом. Вшитый в торговые алгоритмы искусственный интеллект, «большие данные», прочие хваленые инновационные достижения финтеха — все это может продемонстрировать полную несостоятельность под напором кризиса, оставив после себя одни крахи и убытки.

Согласно классическому объяснению, принадлежащему перу выдающегося американского экономиста Хаймана Мински, в этом нет ничего удивительного. Всякий период поступательного экономического развития без срывов неизбежно влечет за собой сверхоптимизм, избыточные займы и финансовые пузыри. И чем дольше длится процветание, тем глубже и болезненней становится кризис. Между тем человеческая психология остается такой же, какой она была и 10, и 50, и более 100 лет назад. И хотя экономисты в последнее время уделяют гораздо больше внимания изучению психологических закономерностей, тем характерным особенностям, которые заставляют инвесторов игнорировать риски в атмосфере бума, когда рынки охватывает ажиотаж и эйфория, справиться с подобными эффектами куда сложнее, чем описать их теоретически.

Получается, что новые кризисные явления неизбежны, как к ним ни готовься. Но если задуматься, это не обязательно плохо: поступательное движение вперед немыслимо без кризисов, несущих с собой созидательный и даже творческий элемент, отделяя зерна от плевел. По большому счету, каждый очередной кризис — это расчистка рыночного пространства от шлаковых активов и недостаточно подготовленных к потрясениям игроков с их несовершенными бизнес-моделями, а также перегруппировка капитала, в том числе для финансирования новых идей и направлений развития.

В конечном счете масштабы кризиса определяются адекватностью реакции на него государственных органов регулирования. Эта реакция в 30-х годах прошлого века, в период Великой депрессии, была очевидно неверной (правда, экономисты до сих пор спорят, в чем именно). Напротив, действия властей в ходе последнего глобального финансового кризиса 2007–2009 годов в целом оказались намного более выверенными, что не позволило нанести мировой экономике и финансовой системе столь же ощутимого ущерба. Остается надеяться на то, что регуляторы, вооруженные бесценным опытом прежних неудач, а также новыми теоретическими знаниями и практическими навыками совместного противодействия системным финансовым угрозам, смогут и впредь купировать кризисы с меньшими, чем ранее издержками для экономического развития.