

На правах рукописи

Лепёшкина Ксения Николаевна

ОСОБЕННОСТИ СОВРЕМЕННОГО КРИЗИСА НА МИРОВОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

08.00.14 – Мировая экономика

Автореферат
диссертации на соискание ученой
степени кандидата экономических наук

Москва

2011

Работа выполнена на кафедре «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения» в ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

Научный руководитель: Заслуженный деятель науки Российской Федерации, доктор экономических наук, профессор
Красавина Лидия Николаевна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Портной Михаил Анатольевич

кандидат экономических наук
Ковалёв Вадим Викторович

Ведущая организация: **Государственное образовательное учреждение высшего профессионального образования
Московская государственная академия
делового администрирования**

Защита состоится «17» ноября 2011г. в 14-00 часов на заседании совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 505.001.01 при ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д.49, ауд. 214.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д.49, комн. 203.

Автореферат разослан «14» октября 2011г. Объявление о защите диссертации и автореферат диссертации «14» октября 2011г. размещены на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый университете при Правительстве Российской Федерации»: <http://www.fa.ru> и направлены для размещения в сети Интернет Министерством образования и науки Российской Федерации по адресу referat_vak@mon.gov.ru

Ученый секретарь совета Д 505.001.01,
кандидат экономических наук, профессор

М.Б. Медведева

I. Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования

Изучение современного кризиса на мировом финансовом рынке приобрело особую актуальность с научно-практической точки зрения. Системное исследование его особенностей, причин и форм проявления позволяет разработать рекомендации по повышению устойчивости к кризисам на мировом финансовом рынке и снижению их социально-экономических последствий.

Актуальность темы обусловлена необходимостью:

1) дальнейшего развития теории мирового финансового рынка и кризиса на этом рынке с учетом новых явлений в условиях глобализации. Если среднегодовой рост мирового ВВП в среднем за 1997-2006 гг. составлял 3,7%, то объем финансовых активов в мире, начиная с 1990 г., возрастал на 9% ежегодно¹. Опережающий рост мирового финансового рынка и увеличение доли спекулятивных сделок на нем способствуют его «виртуализации», отрыву от реального процесса воспроизводства, что, в свою очередь, ведет к усилению диспропорций в мировой экономике. Исследование данных явлений имеет теоретическую и практическую актуальность для разрешения противоречий, выявленных кризисом, и переходе развития мирового финансового рынка на новый уровень.

2) анализа особенностей современного кризиса на мировом финансовом рынке. Две функции кризисов – разрушительная и инновационная – проявились в скорости и глубине негативных последствий современного кризиса на мировом финансовом рынке и мерах по его преодолению, предпринятых в различных странах. Снижение мирового ВВП (в постоянных ценах по рыночным курсам валют) в 2009 г. составило 2%, международная торговля в условиях кризиса сократилась на 20%, падение цен на биржевые товары (металлы, зерновые и пр.)

¹ Под финансовыми активами здесь понимаются долевыми, долговые ценные бумаги и банковские депозиты. Источник: Mapping the Global Capital Market. McKinsey Global Institute. 2007. Режим доступа: http://www.mckinsey.com/mgi/reports/pdfs/fifth_annual_report/fifth_annual_report.pdf

превысило 18%, на нефть – 36 %². Объем международных потоков капитала сократился на 82%, а индексы капитализации мировых фондовых бирж – в среднем, на 45%. Масштабные социально-экономические последствия активизировали антикризисную деятельность со стороны мирового сообщества, инновационный характер которой проявился в формировании тенденции к глобализации антикризисных мер в свете решений Саммитов «Группы 20».

3) изучения уроков современного кризиса с практической точки зрения в целях совершенствования практики раннего предупреждения кризисов на мировом финансовом рынке и снижения их негативных социально-экономических последствий с использованием методов глобального регулирования финансового рынка.

Актуальность данной темы также обусловлена отсутствием комплексных исследований особенностей современного кризиса на мировом финансовом рынке и мер по его преодолению в экономической литературе.

Степень разработанности проблемы. Научно-практическая проблема мировых экономических кризисов исследована в работах Е.С. Варга, И.А. Трахтенберга, А.В. Аникина и др. Различные вопросы кризиса на мировом финансовом рынке в условиях глобализации отражены в публикациях многих российских ученых. В их числе: Р.М. Энтов, Р.С. Гринберг, Л.Н. Красавина, Б.Б. Рубцов, Я.М. Миркин, М.А. Портной, М.В. Ершов, А.В. Бузгалин, А.И. Колганов, В.В.Ковалев и др. При анализе причин современного кризиса российские ученые выделяют следующие: нарушение пропорций между фазами воспроизводства³, перепроизводство финансовых услуг⁴, перенакопление

² Статистическая база данных МВФ. Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/>

³ Гринберг Р.С. Большой кризис: пора уходить от радикального либерализма // Главная книга о кризисе: сборник статей. М.: Яуза: Эксмо, 2009.; Некипелов А., Головин М. Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса // Вопросы экономики. - М., 2010. - №1.; Красавина Л.Н. О некоторых направлениях модернизации денежно-кредитных отношений и банков в условиях мирового финансового кризиса. // Банковские услуги. - 2009. - №4; Пороховский А.А. Политическая экономия современного кризиса // Главная книга о кризисе: сборник статей. М.: Яуза: Эксмо, 2009.

⁴ Рогов С. США и эволюция международной финансовой системы // Экономист. – 2009. - №3. - С.12

финансового капитала,⁵ приоритетное развитие виртуального сектора⁶, несоответствие уровня и характера развития производительных сил уровню и характеру развития производственно-финансовых отношений⁷.

Среди зарубежных авторов проблемы кризиса на мировом финансовом рынке исследовали Б. Айхенгрин, Д. Стиглиц, М. Обстфельд, П. Кругман, И. Фишер, А. Гринспен, Дж. Сакс, О. Бланшар, Н.Сакаса, Ф. Мишкин, Г.Камински, К. Рейнхарт, Р. Кабальеро и др. В их работах раскрыты причины кризисов, в том числе: ошибочная денежно-кредитная политика (монетаристы, австрийская экономическая школа, Л. Уайт), чрезмерный приток сбережений из развивающихся стран в развитые (Б. Бернанке, А. Гринспен, Г. Полсон), неустойчивость финансовой системы (Х.Мински), либерализация финансового рынка и недостатки регулирования (Дж. Стиглиц, П. Кругман, К. Рейнхарт и другие), бурный рост кредитования и накопление задолженности экономических субъектов (И. Фишер). Современный кризис повысил интерес исследователей к проблемам кризиса на финансовом рынке, возникли новые концептуальные подходы к выявлению его причин – теория дисбаланса сбережений (Б.Бернанке, Г.Полсон), циклов леввериджа (Геанокоплос Дж.), микроэкономические и поведенческие концепции (Д.Фурсери, А. Муругане, Дж. Сорос и другие).

Однако преобладает рассмотрение кризиса на мировом финансовом рынке изолированно от мирового экономического кризиса, который является его глубинной причиной, и вне связи с процессом воспроизводства. Нет четкого определения кризиса на мировом финансовом рынке. Ряд исследований ограничивается рассмотрением проявлений кризиса на отдельных сегментах мирового финансового рынка (фондовом, валютном, кредитном, страховом рынках) без учета их системной взаимосвязи.

⁵ Неоиндустриализация как выход из кризиса / М.Гузеев, Е. Логинова // Экономист. – 2009. - №11. - С. 45

⁶ Бузгалин А., Колганов А. Мировой экономический кризис и сценарии посткризисного развития: марксистский анализ // Вопросы экономики. – 2009. - №1. - С. 120

⁷ Коржубаев А.Г., Федотович В.Г. Рецессия или смена мирового экономического порядка // ЭКО. – 2010. - №2. - С. 25

Цель и задачи исследования. Цель работы состоит в решении научной проблемы формирования представлений об особенностях современного кризиса на мировом финансовом рынке. Для ее достижения были поставлены следующие задачи:

- на теоретическом уровне расширить представление о кризисе на мировом финансовом рынке и выявить его фундаментальные причины на основе воспроизводственной концепции с учетом новых явлений в условиях глобализации мировой экономики;
- проанализировать особенности современного кризиса на мировом финансовом рынке и его экономические и социальные последствия с целью обобщения его уроков для совершенствования регулирования мирового финансового рынка;
- рассмотреть и систематизировать глобальные антикризисные меры на мировом финансовом рынке в свете решений Саммитов «Группы 20»;
- выявить возможности использования международного опыта преодоления кризиса и разработки систем его раннего предупреждения для обеспечения стабильного развития финансового рынка России.

Объектом исследования является кризис на мировом финансовом рынке.

Предмет исследования – комплекс научно-практических положений, раскрывающих особенности современного кризиса на мировом финансовом рынке, его последствия и антикризисные меры.

Методологическая и теоретическая основа исследования. Для достижения цели и решения задач данной работы использованы общетеоретические и эмпирические методы исследования, исторические сравнения, системный и аналитический подходы, анализ и синтез, абстрагирование и агрегирование, а также специальные методы: эконометрического моделирования, статистического и технического анализа, инструментария теории игр.

Теоретическую основу исследования составили положения фундаментальной экономической науки, теории мировой экономики и мирового финансового рынка, международных валютно-кредитных и финансовых отношений, сформулированные в трудах отечественных и зарубежных ученых, разработки и доклады международных институтов. Информационной базой исследования послужили обзоры и публикации Всемирного банка, Международного валютного фонда, Организации экономического сотрудничества и развития, Национального бюро экономических исследований США, Совета по финансовой стабильности, Базельского комитета по банковскому надзору, Министерства финансов Российской Федерации, Банка России, Федеральной службы по финансовым рынкам России и других организаций, посвященные проблемам развития мирового финансового рынка. В работе использованы материалы международных форумов «Группы двадцати» (G-20) и «Группы восьми» (G-8), имевших место в условиях глобального финансово-экономического кризиса.

Работа выполнена в соответствии с Паспортом специальности 08.00.14 – «Мировая экономика».

Научная новизна диссертационной работы состоит в разработке комплекса теоретических положений, содержащих сущностные представления об особенностях современного кризиса и антикризисных мерах на мировом финансовом рынке.

Научная новизна исследования содержится в следующих положениях:

- выявлена воспроизводственная основа современного кризиса на мировом финансовом рынке и доказано влияние особенностей современного воспроизводства на причины, формы проявления и социально-экономические последствия современного кризиса;

- на основе модификации модели экономического роста Р. Солоу с учетом новых статистических данных выявлен новый фактор кризисных потрясений - взаимосвязь между ростом прямых иностранных инвестиций и снижением

нормы валовых сбережений при значительной открытости экономики, что способствует росту долговой зависимости страны;

- на основе принципов системного подхода выявлены особенности современного кризиса на мировом финансовом рынке в условиях глобализации, в частности: связь с мировым экономическим кризисом; развитие в условиях возросших системных рисков; глобальный масштаб; возросшая скорость распространения по сегментам финансового рынка и странам; быстрота проявления и глубина социально-экономических последствий; глобальный характер антикризисных мер;

- определены и раскрыты системные риски функционирования мирового финансового рынка, обусловленные взаимосвязями между его сегментами и участниками: риск фондового, валютного, кредитного сегментов, риск ликвидности, системного леввериджа⁸, цепной реакции; обосновано положение о том, что накопленные риски могут существенно влиять на скорость проявления и масштаб последствий кризиса на мировом финансовом рынке;

- выявлены причины ускорения трансмиссии кризиса на мировом финансовом рынке в результате действия межсегментных механизмов передачи. Кризисные потрясения на одном сегменте распространяются на деятельность всех взаимосвязанных сегментов мирового финансового рынка путем воздействия на стоимость активов, риски, финансовые позиции участников и др.;

- уточнено понятие финансовой устойчивости страны как совокупности факторов: макроэкономических, микроэкономических и связанных с деятельностью финансового рынка, характеризующих ее способность противостоять кризисным потрясениям. В результате эмпирического анализа глубины последствий современного кризиса в различных странах обоснована необходимость рассмотрения всей совокупности факторов финансовой

⁸ Соотношение заемного и собственного капитала.

устойчивости для оптимального прогнозирования скорости и силы воздействия кризиса на экономику;

- раскрыта сущность нового явления – глобализации антикризисных мер, которая проявляется в их схожести, синхронности, взаимовлиянии и стремлении к координации действий правительств разных стран; выделены формы и направления глобальных антикризисных мер, призванных стабилизировать процесс функционирования мирового финансового рынка;

- на основе использования аппарата теории игр раскрыты стратегии формирования антикризисной политики государствами и обоснован вывод о целесообразности антикризисного регулирования мирового финансового рынка на глобальном уровне;

- на основе сравнительного анализа современного мирового опыта преодоления кризиса обоснованы следующие направления совершенствования антикризисной политики в России: повышение её прозрачности; модернизация инфраструктуры в регионах; стимулирование инновационного развития; привлечение частного капитала для преодоления кризиса и меры по развитию российского финансового рынка.

Теоретическая и практическая значимость исследования

Теоретическая значимость исследования заключается в дальнейшем развитии теории мирового финансового рынка в части раскрытия причин, факторов и особенностей кризиса на нем в условиях финансовой глобализации.

Практическая значимость исследования заключается в том, что полученные выводы и положения могут быть использованы органами власти Российской Федерации при разработке рекомендаций «Группы 20» по предупреждению кризисов на мировом финансовом рынке, а также в целях минимизации их социально-экономических последствий для России посредством совершенствования регулирования российского финансового рынка.

Практическое значение имеют также следующие положения:

1. Обоснована целесообразность совершенствования систем предупреждения кризисов на мировом финансовом рынке на базе расширения индикаторов для прогнозирования кризисов. На основе технического и статистического анализа предложены индикаторы для оценки следующих показателей: динамики роста мирового ВВП (стохастический осциллятор⁹), региональной структуры роста мирового ВВП (индекс концентрации Херфиндаля-Хиршмана), дисбалансов в мировой торговле (рост отношения сальдо торгового баланса к ВВП у нетто-экспортеров и нетто-импортеров), размера внешнего долга, структуры международного движения капитала и его стоимости, а также отклонений в динамике показателей, характеризующих деятельность мирового финансового рынка.

2. Обоснована необходимость обеспечения контрцикличности регулирования мирового финансового рынка и его гармонизации на национальном, межгосударственном и наднациональном уровнях: создания более результативных методов международного сотрудничества по линии совместного контроля за накоплением системных рисков и санации трансграничных финансовых институтов в случае банкротства; совершенствования механизмов предоставления финансовой помощи странам, наиболее пострадавшим от кризиса, и обеспечения общих правил доступа к резервам международных организаций.

3. Разработаны предложения по укреплению устойчивости российского финансового рынка на основе выявления и мониторинга системных рисков, разработки программ антикризисного реагирования, использования государственно-частного партнерства для преодоления кризиса на финансовом рынке и формирования стимулов к использованию собственных резервов и корпоративных антикризисных механизмов ведущими участниками рынка.

Результаты диссертационного исследования представляют интерес для участников финансового рынка и государственных органов и могут стать

⁹ Вид индикаторов технического анализа, характеризующий динамику цены актива на фондовом рынке.

основой для прогнозирования кризисного потенциала на мировом и российском финансовых рынках, а также для формирования стратегий развития финансового рынка России.

Апробация и внедрение результатов исследования

Основные положения и результаты диссертации апробированы в рамках исследовательского проекта, выполненного в Университете Оксфорда (Великобритания, 2010 г.) на тему «Кризисы в меняющихся экономических условиях», а также в выступлениях соискателя на первом Российском экономическом конгрессе Новой экономической ассоциации (НЭА) и Секции «Экономика» Отделения общественных наук РАН (Москва, 2009 г.); II Астанинском экономическом форуме, организованном Ассоциацией «Евразийский экономический клуб ученых» (Интернет-секция, 2009г.); Международной конференции молодых ученых в Общественной палате на тему «Будущее финансовой архитектуры» (Москва, 2009 г.), Молодежном саммите «Группы 20» (Канада, Ванкувер, 2010г.), Международной мультидисциплинарной конференции «International Journal of Arts and Sciences 2011» в секции «Экономика» (Германия, Готтенхайм, 2011г.), Международной конференции «Ломоносов-2010» (Москва, 2010г.), заседаниях «круглых столов» в Финансовой академии по следующим темам: «Финансовые аспекты инновационного развития экономики России» (2009г.) и «Мировой финансово-экономический кризис и перспективы инновационного развития экономики России: финансовый, кредитный, валютный аспекты» (2010г.).

Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», проведенных по Тематическому плану прикладных исследований 2010 г. по теме «Концепция повышения роли международных валютно-кредитных и финансовых отношений в модернизации экономики России» и по Тематическому плану прикладных исследований 2011 г. по теме «Тенденции и

перспективы развития международных валютных отношений в условиях глобализации и регионализации мировой экономики».

Основные положения диссертации применяются при анализе деятельности различных сегментов мирового финансового рынка ОАО АКБ «Росбанк». Так, результаты исследования и выводы касательно особенностей современного кризиса используются Центром стратегического анализа ОАО АКБ «Росбанк» для оценки перспектив развития мировой экономики в долгосрочном периоде и разработки стратегии развития в условиях преодоления последствий современного кризиса на мировом финансовом рынке.

Материалы диссертации используются кафедрой «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения» в преподавании учебных дисциплин «Международные валютно-кредитные отношения», «Мировой финансовый рынок» и «Международный банковский бизнес». Внедрение результатов подтверждено соответствующими документами.

Публикации. Основные положения диссертации опубликованы в 10 работах общим объёмом 15,55 п.л. (весь объём авторский), в том числе монографии (9,8 п.л.) и четырех статьях авторским объёмом 3,0 п.л. в журналах, определённых ВАК.

Структура диссертации соответствует цели и задачам работы. Она включает введение, три главы, заключение, список использованной литературы и 25 приложений. Диссертация изложена на 193 страницах, содержит 11 таблиц и 13 рисунков. Список использованной литературы содержит 256 наименований.

Таблица 1 - Структура диссертационной работы

Наименование глав	Наименование параграфов	Количество	
		таблиц	рисунков
1	2	3	4
Введение		-	-
1. Кризис на мировом финансовом рынке: вопросы теории	1.1. Развитие теории кризисов на мировом финансовом рынке 1.2. Системный анализ последствий кризисов на мировом финансовом рынке 1.3. Проблемы предупреждения кризисов на мировом финансовом рынке	7	6
2. Развитие современного кризиса на мировом финансовом рынке	2.1. Истоки современного кризиса на мировом финансовом рынке: воспроизводственный подход 2.2. Эволюция современного кризиса на мировом	2	7

	финансовом рынке 2.3. Эмпирический анализ последствий современного кризиса на мировом финансовом рынке		
3. Меры по преодолению кризиса на мировом финансовом рынке: международный опыт и его значение для России	3.1. Глобализация антикризисных мер на мировом финансовом рынке 3.2. Анализ мер по снижению экономических и социальных последствий кризиса в России	2	-
Заключение		-	-
Приложения		12	21
Список использованной литературы		-	-
Всего:		23	34

II. Основное содержание диссертации

Во **введении** обоснована актуальность темы, определена степень ее разработки в экономической науке, сформулированы цель, задачи, объект и предмет, новизна исследования, методологическая, теоретическая и информационная база работы.

В соответствии с целью и задачами исследования в диссертационной работе рассматриваются три группы проблем.

Первая группа проблем связана с анализом кризиса на мировом финансовом рынке в теоретическом аспекте с учетом новых явлений в условиях глобализации мировой экономики.

На основе воспроизводственного подхода к изучению современного кризиса на мировом финансовом рынке, автором уточнено его определение: это нарушение функционирования взаимосвязанных сегментов мирового финансового рынка (фондового, кредитного, валютного, страхового рынков и рынка золота), в результате реализации системных рисков охватывающее мировые финансовые центры и национальные финансовые рынки, что вызывает отрицательные экономические и социальные последствия в глобальном масштабе.

В работе показано, что кризис на мировом финансовом рынке – многофакторное явление, обусловленное циклическими факторами развития финансового рынка, а также усилением противоречий процесса общественного

воспроизводства. В диссертации обобщены и критически проанализированы наиболее значимые подходы к природе кризисов на финансовом рынке с учетом новых явлений. На основе изучения истории кризисов на мировом финансовом рынке сделан вывод об усилении фундаментальных причин современного кризиса в связи с модификацией процесса воспроизводства, опережающим развитием финансового сектора по сравнению с реальным сектором экономики и формированием на этой основе системных рисков функционирования мирового финансового рынка. Системные риски обусловлены тесной взаимозависимостью между сегментами и участниками финансового рынка, реализация этих рисков вызывает быстрое распространение кризисных потрясений по принципу «домино» (таблица 2).

Таблица 2 - Системные риски на мировом финансовом рынке

Системный риск	Источник	Проявление
Риск фондового сегмента	Взаимосвязи в деятельности сегментов мирового финансового рынка	Негативное воздействие падения стоимости фондовых активов на финансовое состояние участников рынка, размер требуемого кредитного обеспечения, премию за риск и валютный курс
Риск валютного сегмента	Валютные позиции участников кредитного, фондового, страхового рынков	Влияние неблагоприятных движений валютного курса на финансовое состояние участников рынка, стоимость фондовых активов и премию за риск
Риск кредитного сегмента	Участие заемного капитала в деятельности сегментов мирового финансового рынка	Воздействие сокращения объема и изменения условий кредитования на платежеспособность участников финансового рынка, спрос на фондовые активы и валюту, премию за риск
Риск системной ликвидности	Расхождение требований и обязательств финансового сектора по срокам погашения	Неспособность некоторых участников финансового рынка исполнить свои обязательства вследствие сокращения доступных денежных средств и спроса на финансовые активы
Риск системного леввериджа	Накопление высокой долговой нагрузки участниками финансового рынка	Цепная реакция и вынужденное повсеместное сокращение задолженности (делевверидж) в случае неблагоприятных событий на финансовом рынке, что вызывает понижательное давление на стоимость активов и рост премии за риск
Риск цепной реакции	Взаимосвязи между участниками финансового рынка	Нарушение финансовой устойчивости большого числа рыночных субъектов вследствие неплатежеспособности/банкротства некоторых крупных игроков

Источник: составлено автором.

В работе обоснована целесообразность анализа широкого набора индикаторов и показателей развития экономики и финансового рынка на

национальном и мировом уровнях для прогнозирования кризиса на мировом финансовом рынке. На основе обобщения особенностей современного кризиса предложен ряд индикаторов, характеризующих вероятность возникновения кризиса на мировом финансовом рынке.

Таблица 3 - Индикаторы кризиса на мировом финансовом рынке

Индикатор	Содержание
Стохастический осциллятор темпа роста мирового ВВП	Превышение стохастическим осциллятором своего среднего значения демонстрирует значительное ускорение темпов роста мирового ВВП и является индикатором его последующего падения.
Индекс Херфиндаля-Хиршмана региональной структуры роста мирового ВВП	Превышение данным индексом значения в 1000 свидетельствует о значительной концентрации роста мирового ВВП и повышении уязвимости мировой экономики к кризисам.
Отношение внешнеторгового сальдо нетто-экспортеров и нетто-импортеров к мировому ВВП	Рост данного индикатора в долгосрочном периоде может характеризовать несбалансированность мировой экономики и ее подверженность кризису.
Долгосрочная динамика реальной процентной ставки по государственным обязательствам развитых стран	Сокращение реальной процентной ставки по сравнению с долгосрочным средним уровнем более чем на 50% отражает доступность капитала в международных финансовых центрах, что может способствовать «кредитному буму» и, как следствие, росту долговой нагрузки участников мирового финансового рынка, способствуя развитию кризиса на нем.
Отношение накопленного частного и государственного долга к ВВП в мире	Отношение объема долга к мировому ВВП, превышающее 1,5, свидетельствует о существенном кризисном потенциале мировой экономики и неустойчивости мирового финансового рынка.
Структура международного движения капитала	Объем портфельных инвестиций и краткосрочных кредитов характеризует спекулятивную составляющую финансового капитала. Превышение их доли в международном движении капитала значения 2/3 свидетельствует об увеличении системных рисков на мировом финансовом рынке.
Соотношение темпов роста объема операций с использованием отдельных финансовых инструментов и динамики мирового финансового рынка	Более чем пятикратное превышение темпа роста объема операций с использованием отдельных финансовых инструментов средней динамики мирового финансового рынка характеризует наличие «бума» и высокую вероятность кризиса в этом сегменте.

Источник: составлено автором.

Так, например, стохастический осциллятор темпа роста мирового ВВП является индикатором перегрева мировой экономики, значительного ускорения темпов роста мирового ВВП по сравнению со своим средним значением за долгосрочный период и, в совокупности с другими показателями, может служить инструментом прогнозирования мировых кризисов. Анализ данных за последние 20 лет (1990-2010 гг.) показывает, что превышение стохастическим осциллятором своего среднего значения (50,2%) является индикатором последующего снижения темпа роста мирового ВВП.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1

Расчет перечисленных выше индикаторов на 2011 г. не демонстрирует их существенного изменения по сравнению с докризисным периодом. Не произошло значительного снижения дисбалансов в мировой экономике и торговле. Структура международного движения капитала и темпы роста мирового финансового рынка относительно быстро восстановились (за исключением некоторых инструментов, таких как ипотечные ценные бумаги), а объем государственных долговых обязательств ведущих стран значительно увеличился в связи с антикризисной государственной поддержкой участников рынка. При отсутствии своевременных мер на национальном и межгосударственном уровнях подобная ситуация представляет потенциал для кризисных потрясений мирового финансового рынка в ближайшие годы.

В этой связи особенно актуальна разработка мер по предупреждению кризиса на мировом финансовом рынке. В их числе: совершенствование регулирования, усиление пруденциальных требований к участникам финансового рынка в условиях повышения неустойчивости мировой экономики, политика «дорогих денег», создание резервов, разработка и применение превентивных мер, исключающих или снижающих риск.

Основой предупреждения кризисов является контрциклическое регулирование на мировом финансовом рынке. При стабильном функционировании рынков преимущество следует отдавать рыночным методам регулирования на основе конкуренции, законов спроса и предложения. Когда имеются признаки нарушения устойчивости финансового рынка (перекредитование его участников, значительное снижение премии за риск и всплеск активности на фондовом рынке и рынке недвижимости), целесообразно вмешательство государственных органов с целью снижения рисков кризисных потрясений, в частности: увеличение процентных ставок, повышение требований к капиталу, уровню левериджа, риск-менеджменту и раскрытию информации участниками рынка. Следующим этапом развития системы регулирования мирового финансового рынка должно стать формирование межгосударственных механизмов контроля и надзора за системно значимыми трансграничными финансовыми институтами и обеспечение единых стандартов деятельности финансовых рынков. Формирование Совета по финансовой стабильности, участие государств в Программе оценки финансового сектора (FSAP) и международное сотрудничество между надзорными коллегиями и центральными банками способствуют сближению принципов регулирования в отдельных странах и повышению устойчивости мирового финансового рынка.

Вторая группа проблем, рассматриваемых в работе, связана с выявлением и анализом истоков современного кризиса на мировом финансовом рынке, его особенностей, форм проявления и экономических последствий.

В работе раскрыты воспроизводственные и специальные причины современного кризиса на мировом финансовом рынке. Обоснован вывод о том, что источник особенностей предкризисного развития мирового финансового рынка (таких как: неравномерное распределение капитала, избыток ликвидных средств, бурный рост долгового бремени субъектов экономики и расширение рынка производных инструментов) лежит в его отрыве от реального процесса общественного воспроизводства.

Главная особенность современного кризиса – его связь с мировым экономическим кризисом, подтверждением чему может служить тот факт, что признаки экономического спада в некоторых странах и перекосы в развитии мировой экономики наметились задолго до кризиса. В работе рассмотрены дисбалансы в экономике некоторых стран, в том числе между объемом национального сбережения и потребления. На основе развития модели технологического роста Р.Солоу и расширения ее детерминант на входящие и исходящие инвестиции (приток иностранных инвестиций и отток национального капитала) сделан вывод о корреляции между притоком иностранного капитала и сокращением уровня сбережений в экономике.

Так, в США в 1999-2009 гг. коэффициент корреляции между прямыми иностранными инвестициями в США и нормой валового потребления в следующем периоде составил 0,85 с учетом временного лага в один год. Во многих странах с большой долей иностранного капитала в инвестициях в последнее время наблюдается значительный рост потребления при перманентном снижении нормы сбережения (например, США, Великобритания, Испания), что ведет к увеличению диспропорций в мировой экономике и накоплению кризисного потенциала.

Тесная интеграция сегментов мирового финансового рынка, формирование нерегулируемой «теневой» банковской системы с активами, превышающими традиционную банковскую систему, активное использование инноваций и многоуровневых производных инструментов, а также разнообразие взаимосвязей между участниками рынка капиталов обусловили рост системных рисков, материализация которых привела к беспрецедентно быстрому распространению кризиса по сегментам и странам.

На основе системного анализа в диссертации составлена матрица проявлений кризиса на финансовом рынке на всех его сегментах и выявлены механизмы распространения кризисных потрясений, «кризисной инфекции». При рассмотрении особенности современного кризиса, проявившейся в

ускоренном распространении по всем его сегментам и странам, раскрыто новое явление на финансовом рынке – межсегментная трансмиссия кризисов. Так, например, кризис на фондовом сегменте проявляется на кредитном в форме снижения чистых активов его участников, падения стоимости кредитного обеспечения, роста неперспективных долгов и повышения риска неблагоприятного отбора заемщиков. Кризис на фондовом рынке находит отражение на валютном, сокращая спрос на валюту для покупки фондовых активов и усиливая волатильность валютных курсов в связи с бегством капитала с нестабильных фондовых рынков. Негативные проявления фондового кризиса на страховом рынке включают обесценение активов и резервных фондов страховых компаний, ухудшение экономической среды, рост рисков и снижение спроса на страховые услуги. В результате реализации данных механизмов происходит быстрое, практически одновременное, распространение кризиса между сегментами мирового финансового рынка, что объясняет быстроту и глобальный масштаб проявления его последствий.

Современный кризис затронул все страны, интегрированные в мировую экономику, однако неоднородно - с разной скоростью и силой воздействия. В ряде современных исследований (К. Рейнхарт и К. Рогофф, Р. Барро и Ж. Урсуа, К. Рейнхарт и Дж. Кальво, С. Сечетти, М. Келер и К. Аппер, Д.Фурсери и А. Муругане) выделены закономерности развития финансово-экономического кризиса в зависимости от показателей предкризисного развития экономики, в частности: темпа роста ВВП, состояния государственного бюджета, государственного долга, инфляции. В результате анализа последствий современного кризиса в работе обоснован вывод об ограниченности прогнозирования развития кризиса на основе отдельных показателей, и предложено рассматривать их во взаимосвязи на основе понятия финансовой устойчивости как совокупности макроэкономических, микроэкономических факторов и факторов финансового рынка, характеризующих способность страны противостоять кризисным потрясениям на мировом финансовом рынке.

Таблица 4 - Факторы, характеризующие степень финансовой устойчивости страны

Макроэкономические факторы	Микроэкономические факторы	Факторы, связанные с деятельностью финансового рынка
<ul style="list-style-type: none"> • динамика ВВП, • состояние платежного баланса, • условия внешней торговли, • продовольственная и энергетическая зависимость, • состояние государственного бюджета и структура государственного долга, • международные резервы, • динамика денежной массы, инфляция, • динамика реального валютного курса. 	<ul style="list-style-type: none"> • наличие производственного потенциала, • долговая нагрузка предприятий, • наличие собственных резервов, • обеспеченность оборотными средствами, • доверие к финансовым институтам, • корпоративная культура, • риск-менеджмент, • гибкость зарплат и цен. 	<ul style="list-style-type: none"> • финансовая инфраструктура, • соотношение внутренних и внешних процентных ставок, • масштаб и формы международного движения капитала, • капитализация и ликвидность банковской системы, • структура банковских активов, • доступ частного сектора к кредитованию, • динамика цен финансовых активов.

Источник: составлено автором

Рост мировой экономики в 2010 г. и восстановление некоторых показателей мирового финансового рынка уже к концу 2009 г. свидетельствуют о целесообразности активного государственного вмешательства в условиях кризиса. Однако продолжительность кризисных явлений, в частности: развитие долгового кризиса в странах еврозоны в 2010 г., опасения инвесторов по поводу состояния ведущей экономики мира и нестабильность на финансовых рынках в августе 2011 г., а также высокий уровень безработицы и социальной напряженности во многих развитых странах, определяют возможность дальнейших потрясений мирового финансового рынка в обозримом будущем.

Третья группа проблем связана с возможностью использования опыта антикризисного регулирования мирового финансового рынка в условиях современного кризиса для повышения устойчивости российского финансового рынка.

Беспрецедентность антикризисных мер в условиях современного кризиса обусловлена формированием нового явления - глобализации антикризисных мер, которая проявилась в их схожести, синхронности, взаимовлиянии и стремлении к координации действий между странами. Современный кризис продемонстрировал усиление не только региональных антикризисных мер на финансовом рынке (в их числе – региональные валютные своп-операции,

увеличение резервного валютного фонда в странах Азии, формирование антикризисного фонда странами ЕврАзЭС), но и ряд действий на глобальном уровне, предпринятых странами «Группы 20».

В диссертации рассмотрено взаимовлияние антикризисных мер в разных странах, формы и последствия национальных протекционистских и неопротекционистских мер (поддержка субъектов внешнеэкономической деятельности путем действий на валютном, кредитном, фондовом рынках). На этой основе обоснован вывод о двояком влиянии национальных антикризисных мер на другие страны и мировую экономику. Расчеты ОЭСР подчеркивают позитивные мультипликационные эффекты антикризисных программ в разных странах. Однако протекционистская антикризисная политика обычно приносит односторонние выгоды странам, которые ее применяют, в ущерб интересам других государств. Поскольку подобная ситуация представляет собой классическую некооперативную игру с ненулевой суммой¹⁰, целесообразно использование аппарата теории игр. Теоретико-игровой подход к оценке антикризисных мер демонстрирует, что наиболее благоприятное для всех участников мировой экономики равновесие (Парето-эффективное равновесие) наступает в случае согласования действий и реализации совместной стратегии глобального антикризисного регулирования, однако наличие двух равновесий Нэша¹¹ обуславливает неопределенность в предпочтениях стран.

В результате изучения современного кризиса на финансовом рынке в России выделены его особенности по сравнению с другими странами. Кризис проявился в России в падении ВВП на 7,9% и промышленного производства на 10,8% в 2009 г., сокращении положительного сальдо по текущим операциям платежного баланса практически в два раза (до 3,9% ВВП в 2009 г. в сравнении с 6,2% в 2008 г.), масштабном оттоке капитала (183 млрд. долл. в 2008-2009 гг.) и глубоком падении индексов фондового рынка (в целом, на 68%). Его глубина,

¹⁰ Игра с ненулевой суммой – игра, где выигрыш одной стороны не равен проигрышу другой (как в антагонистической игре), стороны имеют как противоположные, так и общие интересы.

¹¹ Равновесие Нэша – состояние игры, при котором изменение стратегии каким-либо участником в одностороннем порядке не приносит выгоды.

отличающая Россию от других стран БРИК, обусловлена недостатками топливно-сырьевой модели экономического развития и проблемами отечественного финансового рынка, основные из которых - недостаточная капитализация банков, преобладание спекулятивных операций, неэффективность кредитования реального сектора экономики и зависимость корпоративного сектора от внешних займов.

Антикризисная политика Правительства Российской Федерации в большей степени была направлена на смягчение последствий воздействия кризиса на экономику и население. Использование возможностей кризиса для становления инновационного характера российской экономики, в том числе разрешения отраслевых перекосов и экспортной зависимости, было весьма ограничено. Недостаток стратегических инфраструктурных проектов, в сравнении с практикой Китая, Австралии и многих других стран, выразился в медленном восстановлении российской экономики. Кроме того, помимо инвестиций в инфраструктуру около 2/3 стран ОЭСР увеличили инвестиции в образование и здравоохранение, и почти все из них – в экологически чистые технологии. В России средства, затраченные на стимулирование инновационного развития и воспроизводство социального капитала, были незначительны.

В работе обоснован вывод, что мероприятия по повышению устойчивости российского финансового рынка (совершенствование инфраструктуры и нормативной базы, обеспечивающей его функционирование, стимулирование привлечения долгосрочного иностранного капитала, роста капитализации банков и др.) должны сопровождаться решением глубинных проблем и модернизацией в национальной экономике.

В диссертации выделен важный аспект повышения стабильности мирового финансового рынка по линии снижения новых моральных и финансовых рисков, возникших в результате масштабных антикризисных мер. Расширение бюджетных дефицитов в развитых странах до 9% ВВП и наращивание государственного долга свыше 100% ВВП представляют угрозу будущему

экономическому росту. Понижение суверенного рейтинга США в августе 2011 г. служит сигналом изменения настроений инвесторов и постепенной переоценки рисков на финансовом рынке. Перспективы развития мировой экономики в 2012-2020 гг. будут определяться ростом реальных процентных ставок по государственным и частным заимствованиям, усилением регулирования мирового финансового рынка и мерами развитых стран по восстановлению бюджетной дисциплины и стабилизации государственного долга.

Результаты проведенного анализа свидетельствуют, что противоречия в мировой экономике, возникшие в ходе модификации процесса воспроизводства, не были полностью разрешены в условиях современного кризиса на мировом финансовом рынке, чем обусловлены продолжающиеся кризисные явления на нем. В связи с этим необходимы дальнейшие мероприятия по восстановлению устойчивого развития мирового финансового рынка, отвечающие выявленным особенностям современного кризиса – его глобальному характеру, возросшим системным рискам и взаимосвязи с глубинными проблемами в мировой экономике.

В **заключении** диссертации подведены итоги исследования, обобщены научно-практические выводы и предложения.

Основные публикации по теме диссертации

Монография:

1. Лепёшкина К.Н. Кризис на мировом финансовом рынке [текст] / К.Н. Лепёшкина // Монография. – М.:Инфра-М, 2011. – 160 с. (9,8 п.л.);

Статьи в журналах, определенных ВАК:

2. Лепёшкина К.Н. Проблемы преодоления кризиса на финансовом рынке: мировая и российская практика антикризисных мер [текст] / К.Н. Лепёшкина // Деньги и кредит. – М., 2010. – №2. – С. 26-31 (0,6 п. л.);

3. Лепёшкина К.Н. Особенности распространения кризисов на мировом финансовом рынке: системный подход [текст] / К.Н. Лепёшкина // Финансы и кредит. – М., 2011. – №6 (438). – С. 56-63 (0,9 п.л.);

4. Лепёшкина К.Н. Анализ причин современного кризиса на мировом финансовом рынке: воспроизводственный подход [текст] / К.Н. Лепёшкина // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – М., 2011. – №13 (55). – С. 45-53 (0,8 п.л.);

5. Лепёшкина К.Н. Сравнительный анализ последствий современного кризиса на мировом финансовом рынке [текст] / К.Н. Лепёшкина // Банковские услуги. – М., 2011. – №6. – С. 11-19 (0,7 п.л.);

Статьи в других научных изданиях и журналах:

6. Лепёшкина К.Н. Структурные инструменты как продукт инновационной деятельности на мировом финансовом рынке [текст] / К.Н. Лепёшкина // Внешнеэкономические аспекты инновационной стратегии развития российской экономики: Сборник статей/ Под ред. Н.В. Лукьяновича и С.Э. Цвирко. – М.:МАКС Пресс, 2008. – С. 144-153 (0,45 п.л.);

7. Лепёшкина К.Н. Анализ причин кризисов на финансовом рынке: теоретический аспект [текст] / К.Н. Лепёшкина // Параграф 1.6 Главы 1 коллективной монографии «Проблемы и перспективы международных валютно-кредитных и финансовых отношений». – М.: Финакадемия, 2010. – С. 54-62 (0,6 п.л.);

8. Лепёшкина К.Н. Пути повышения устойчивости к кризисам на мировом финансовом рынке [текст] / К.Н. Лепёшкина // Молодой ученый. – Чита, 2010. – №1-2 (13). – С. 221-224 (0,4 п.л.);

9. Лепёшкина К.Н. Особенности антикризисных мер в условиях современного кризиса на мировом финансовом рынке [текст] / К.Н. Лепёшкина // Экономика. Управление. Право. – М., 2011. – № 6 (18). – С.24-31 (0,7 п.л.);

10. Лепёшкина К.Н. Преодоление современного финансово-экономического кризиса в России: анализ в свете мировой практики антикризисных мер [текст] / К.Н. Лепёшкина // Молодой ученый. – Чита, 2011. – № 7. – С. 94-99 (0,6 п.л.).