

Валерия Корнивская

ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ В ГЛОБАЛИЗИРОВАННОМ МИРЕ

Рассмотрены существующие теоретические концепции глобальной ликвидности. На этой основе сделан вывод, что они отражают эволюцию взглядов на существенные факторы, влияющие на международное взаимодействие экономических субъектов. Доказано, что в условиях растущей неопределённости подходы к расчёту глобальной ликвидности должны базироваться на её свойстве обеспечивать непрерывность расчётов экономических субъектов при любых условиях. При этом для определения составляющих глобальной ликвидности использована теория Дж.М. Кейнса о предпочтении ликвидности. Проанализированы растущие противоречия функционирования мирового экономического пространства из-за увеличения разрыва между квазиликвидными активами и глобальной ликвидностью. Охарактеризован профицит ликвидности, представляющий собой избыток ликвидности, который позволяет финансовым учреждениям выходить за пределы установленных нормативов, регламентов или стандартных показателей деятельности, расширяя при этом возможности получения дохода за счёт оптимизации портфеля, но трансформируя экономическое назначение финансовых посредников и фактически создавая квазиликвидность. Показан институционально-структурный фактор развития профицита ликвидности.

Выяснено влияние секьюритизации на развитие профицита ликвидности и доказано, что она представляет собой переформатирование преимущественно иерархических отношений, построенных на личной ответственности должника перед кредитором, в доминантно сетевые отношения, при которых ответственность приобретает псевдоколлективный характер в разветвлённой системе взаимосвязей многих посредников, а затем в процессе обращения ценных бумаг постепенно нивелируется.

Ключевые слова: финансовый посредник, профицит ликвидности, глобальная ликвидность, секьюритизация.

Ликвидность – это прежде всего способность актива быть превращённым в деньги в кратчайшие сроки и с минимальным дисконтом или быть использованным в той же форме для погашения обязательств субъекта экономических отношений. Ликвидность актива зависит как от эндогенных факторов – условий его эмиссии, так и от экзогенных – краткосрочных и долгосрочных трендов движения финансовых рынков, которые в совокупности обуславливают соотношение рисков и доходов от владения финансовым активом и, таким образом, его ликвидность. Ликвидность актива влияет на ликвидность финансового учреждения, который им владеет, финансового рынка, на котором он обращается. В то же время, наоборот, финансовое учре-

Корнивская Валерия Олеговна (vkornivska@ukr.net) канд. экон. наук; докторант ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины".

© В.Корнивская, 2018

ISSN 1811-3133. Экономическая теория. 2018. № 3: 83–98

ждение (финансовый посредник) обеспечивает ликвидность финансового инструмента путём андеррайтинга, операций купли-продажи и т. п.

По подходу Дж.М. Кейнса, все активы имеют определённую степень ликвидности, наиболее ликвидными являются деньги, поэтому в "Общей теории занятости, процента и денег" ликвидность является синонимом денег (Кейнс, 1993).

Исторически первые финансовые посредники предоставляли физически необходимую ликвидность (деньги) для проведения операции, дальше развитие финансового посредничества связано с созданием новых платёжных средств и их обращением и использованием в операциях заменителей денег (векселей, акций, ценных бумаг государственного долга, банковских билетов), чтобы проводимые операции были максимально быстрыми и эффективными. Иначе говоря, финансовое посредничество обеспечивало ликвидность как непосредственно её предоставляя и создавая новые формы ликвидности, так и способствуя максимальной скорости проведения операций.

Логико-исторический процесс развития деятельности финансовых посредников, направленной на обеспечение ликвидности операций, отразился в современной теоретической трактовке понятия ликвидности: оно предусматривает, во-первых, характеристику способности активов быстро обмениваться на наиболее ликвидный актив (обычно деньги), во-вторых, совокупность ликвидных активов, обращающихся на финансовых рынках.

Операционная активность финансового посредника заключается в обеспечении ликвидности: сопоставлении собственной ликвидности и ликвидности клиентов / контрагентов в условиях рисков информационной асимметрии. Предоставляя ипотечный кредит, банк обеспечивает ликвидностью своего клиента, уменьшая при этом свою собственную ликвидность путём передачи клиенту финансовых ресурсов и формирования резервов под активные операции кредитования. Выпустив ипотечную облигацию, базовым активом по которой стали ранее предоставленные ипотечные кредиты, банк увеличил собственную ликвидность, ведь получил определённую часть средств до погашения ипотечного кредита, фондовое пространство получило новый финансовый инструмент – ипотечную облигацию, таким образом объёмы ликвидности фондового рынка выросли. Обеспечение ликвидности брокерами фондового пространства реализуется через другие механизмы, но они, по сути, также обеспечивают ликвидность фондовых активов путём их купли-продажи, увеличивают или уменьшают ликвидность рынка, путем увеличения или уменьшения количества и объёмов проведённых операций.

Деятельность финансового посредника по обеспечению ликвидности зависит от совокупности объективных факторов, которые обуславливают спрос и предложение на финансовых рынках и денежном рынке, – от качества предлагаемых активов и от имеющихся финансовых ресурсов. Спрос на финансовые инструменты ограничивается дефицитом финансовых ресурсов – то есть дефицитом ликвидности. Предложение финансовых инструментов связано с неполной информацией об их качестве, которая представляет собой часть информационной асимметрии, с которой "работают" финансовые посредники, – дефицит информации.

Мотивация операционной активности финансового посредника – максимизация прибыли деятельности. Она коррелирует с общеэкономическими эффектами функционирования финансового посредничества как такового: переносом рисков экономической системы на отдельных субъектов – финансовых посредников, снятием неопределённости движения финансовых ресурсов в экономических системах.

Таким образом, деятельность финансового посредника представляет собой управление рисками и обеспечение ликвидности (в условиях дефицита информации и ликвидности) и направлена на реализацию мотивации собственной операционной активности, которая заключается в максимизации прибыли деятельности на фоне *общеэкономического эффекта функционирования финансового посредничества*.

В условиях глобализации и либерализации финансовые посредники, исторически настроенные на обеспечение ликвидности любым способом – от прямого предоставления до создания новой ликвидности, завладели неограниченной для продуцирования новой ликвидности средой операционной активности. Либерализация мировых финансовых рынков, противоречивые процессы государственного регулирования финансовых отношений в условиях преодоления нормативных ограничений финансовыми посредниками на фоне наполнения глобального финансового пространства ликвидностью и снижение процентных ставок активизировали глобальную циркуляцию ликвидности.

При глобальной ликвидности условия функционирования финансового посредничества начали трансформироваться, существенно изменяя мотивации и функции финансовых посредников и экономические эффекты их операционной активности.

Отправными точками развития этого процесса являются два события: создание и отмена Бреттон-Вудской системы валютных курсов. Её внедрение обусловило формирование чётких взаимных обязательств центральных банков стран "золотого пула" по поддержке курса золота, что означало формирование существенных взаимозависимостей в мировой финансовой системе (*Ейхенгрин*, 2017). Отмена "золотого стандарта" открыла дорогу неограниченному созданию ликвидности на взаимосвязанных финансовых рынках, а затем на глобальном финансовом рынке: "... возможность создавать деньги, несмотря на запасы ценных металлов, породила беспрецедентный рост денежной массы, а с ним и безумный, невиданный ранее рост кредитования. Если измерять ликвидность отношением "широких денег" к валовому внутреннему продукту страны, тенденция наглядна: с 1970-х годов показатель неуклонно рос – в случае развитых экономик с 0,7 перед закрытием золотого "окна" до более 1 в 2005 г." (*Фергюсон*, 2016).

Так, данные Всемирного банка показывают, что за период 1960–2016 гг. (рисунок) в Великобритании показатель широких денег увеличился с 40 до 144% ВВП, в США – с 60 до 90% ВВП, в Бразилии – с 24 до 100% ВВП, в Индии – с 22 до 78% ВВП в 2015 г. В Китае с 1977 г. до 2016 г. показатель вырос с 26 до 208% ВВП. В России в 1993–2016 гг. показатель изменился с 23 до 59% ВВП. (Интересно, что в Украине с 1992 г. по 2016 колебательные тенденции привели к уменьшению показателя с 50 до 46% ВВП)¹. Мировой показатель

¹ Официальный сайт Всемирного банка // <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS?view=chart>

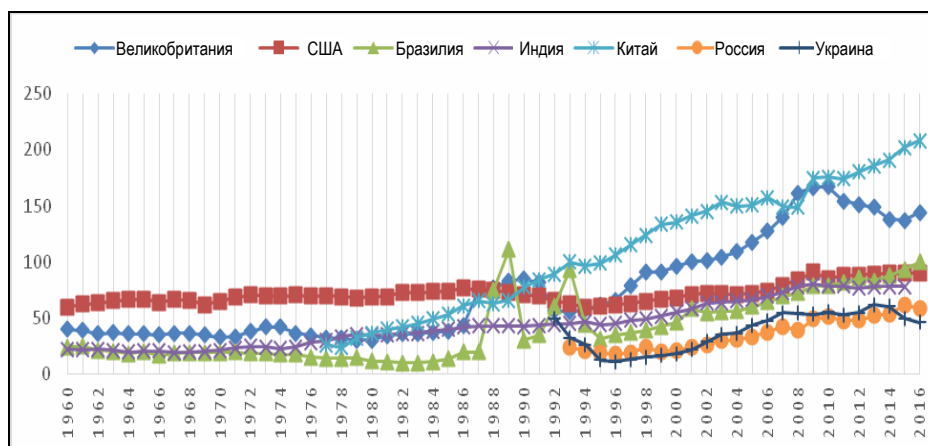


Рисунок. Показатели широких денег 1960–2016 гг., % ВВП

Источник: официальный сайт Всемирного банка. URL: <http://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS>

отношения широких денег к ВВП составил в 1960 году 50,438%, в 2015 г. он находился на уровне 122,685%².

Эти явления стали признаками формирования нового феномена в экономической практике и теории – *глобальной ликвидности*, логико-исторический смысл которой отражает эволюцию доминантных факторов, которые обуславливали и обеспечивали воспроизводство и взаимодействие рыночных субъектов в мировом экономическом пространстве на различных этапах развития глобализационных тенденций.

Исследования глобальной ликвидности берут своё начало в 70-х годах XX в. и связаны с работами Джона Уильямсона, который сосредоточился на анализе международной ликвидности. Он ввёл термин "международная ликвидность", что является синонимом термина "международные резервы", предполагая, что это – абсолютное значение активов монетарных властей страны, которые могут быть непосредственно или путём конвертации использованы для поддержания курса национальной валюты и покрыть дефицит платёжного баланса. В этот же период проводились исследования, демонстрирующие международную ликвидность как способность страны финансировать дефицит платёжного баланса (*Williamson*).

Международную ликвидность можно назвать первым модусом феномена глобальной ликвидности, который связан с существованием Бреттон-Вудской системы валютных курсов, функционировавшей с 1944 по 1973 год. Эта система возникла как результат геополитического и геоэкономического деления мира на ядро и периферию. "У ядра есть избыточная привилегия выпускать валюту, которая используется как международные резервы, и тенденция жить не по средствам. Периферийная экономика, которой далеко до ядра, нацелена на экспортно ориентированный рост, основанный на поддержке заниженного курса своей валюты, следствием чего становится масштабное аккумулирование ею низкодоходных международных резервов, которые выпущены центральной экономикой и номинированы в её валюте" (*Ейхенгрин*, 2017).

² Широкие деньги (по методологии Всемирного банка) – сумма валюты вне банков; депозиты до востребования; банковские и дорожные чеки; другие ценные бумаги, такие как депозитные сертификаты и коммерческие бумаги.

Данная концепция дала начало пониманию глобальной ликвидности как важного механизма перераспределения экономической власти в глобальном пространстве, которое в современных условиях реализуется в том числе через трансграничный кредит, предоставляемый странами мирового центра странам периферии. Такие подходы развили Э. Черутти и др. (*Cerutti Eugenio, Claessens Stijn, and Ratnovski Lev, 2014*), С. Эйкмер, Л. Гамбакорта, В. Гофман (*Eickmeier Sandra, Gambacorta Leonardo and Hofmann Boris, 2013*).

Активизация развития глобального рынка повлияла на трансформацию представлений о глобальной ликвидности. Движение ликвидности в глобальной экономике значительно сложнее, чем траектория, которая связывает между собой ядро и периферию, а отношения США и других стран – это лишь часть сложных процессов перераспределения финансовых ресурсов в глобальной системе координат (*Caruana, 2012*).

Современные концепции глобальной ликвидности рассматривают её и как общую лёгкость финансирования на международных финансовых рынках, и как определённое свойство активов быть конвертируемыми в средство платежа, и как лёгкость этой конвертации, и как совокупную величину высоколиквидных активов (*Domanski, Fender, McGuire, 2011*).

С. Чен, Ф. Лиу и др. (*Chen, Liu, Maechler, Marsh, Saksonovs, Hyun Song Shin, 2012*) считают, что ликвидность является суммой доступного финансирования для осуществления внутренних и трансграничных покупок активов; она демонстрирует как способность и готовность *сторон* участвовать в финансовых операциях, в том числе и в посредничестве, так же, как и способность *финансовых рынков* поглощать временные колебания спроса и предложения на определённые активы.

А. Кузнецов в структуре глобальной ликвидности выделяет денежную базу (1% глобальной ликвидности, 9% мирового ВВП), "широкие деньги" (10% глобальной ликвидности, 122% мирового ВВП), секьюритизированный долг (11% глобальной ликвидности, 138% мирового ВВП) и деривативы (78% глобальной ликвидности, 964% мирового ВВП) (*Кузнецов, 2010*).

Комитет по глобальной финансовой системе (Committee on the Global Financial System) считает, что глобальная частная ликвидность должна измеряться международными составляющими ликвидности и включает трансграничные кредитные и портфельные потоки в иностранной валюте. В отличие от методологий, которые для определения глобальной ликвидности используют монетарные агрегаты, эта методология подчёркивает международный характер взаимодействия (*Landau, 2013*).

Согласно концепции Ж.-П. Ландау (Банк Франции) (*Landau, 2013*), глобальную ликвидность составляют два обособленных, но плотно взаимосвязанных компонента: официальная ликвидность и частная ликвидность. Официальная ликвидность представляет собой международные резервы стран. Циркуляция глобальной официальной ликвидности означает движение резервов между странами, в кризисных условиях он происходил в процессе открытия своп-линий между центральными банками. Наличие частной ликвидности является ключевым фактором наращивания взаимозависимости в мировой финансовой системе. Циркуляция частной ликвидности на международном уровне обеспечивается через трансграничные и кросс-валютные опе-

рации банков и других финансовых учреждений (например, инвестиционных фондов) (Benoît Cœuré, 2013).

При определении объёмов глобальной ликвидности Банком международных расчётов используются следующие показатели: совокупные банковские международные требования, банковские требования к частному нефинансовому сектору, общий кредит с распределением в валютах. Кредит частному нефинансовому сектору – это главный показатель эффективности финансового посредничества в глобальном финансовом пространстве³.

Статистика Банка международных расчётов (БМР), представляющая глобальную ликвидность⁴, фактически состоит из двух показателей в разрезе валют (доллар, евро, иена): кредит в иностранной валюте, долговые ценные бумаги. В операциях, используемых для расчёта глобальной ликвидности, контрагентами выступают банковские учреждения и небанковские заёмщики, иначе говоря, глобальная ликвидность в этом случае характеризуется кредитованием небанковских заёмщиков за пределами национальных границ. Например, заёмщики вне зоны евро по состоянию на конец 2017 года кредитов в евро получили на сумму 1, 253 трлн евро, было эмитировано долговых ценных бумаг на сумму 1,696 трлн евро⁵. Иностраных кредитов в долларах на конец 2017 года насчитывалось 5,46 трлн долл., долговых ценных бумаг – 5,791 трлн долл.⁶ Иностранные кредиты в иене в 2017 году составили 23,8 трлн иен, долговые ценные бумаги – 24,7 трлн иен⁷. Таким образом, в 2017 году глобальная ликвидность, рассчитанная по методике БМР, составляла примерно 15 трлн долл.

Подходы к оценке глобальной ликвидности показывают эволюцию взглядов на доминантные факторы движения финансовых ресурсов в глобальной экономической среде. Когда международное экономическое взаимодействие было построено преимущественно на торговых и инвестиционных взаимосвязях, то рассчитывали международную ликвидность⁸, которая обеспечивала платёжные балансы стран.

Активизация влияния стран мирового центра на страны периферии путём кредитной экспансии обусловила необходимость расчёта глобальной ликвидности через трансграничный кредит и долговые обязательства – методика БМР⁹.

Развитие либерализационных процессов, эмиссия инновационных финансовых продуктов, по объёмам превышающих мировой ВВП, включение нетрадиционных механизмов перераспределения финансо-

³ About global liquidity indicators//https://www.bis.org/statistics/about_gli_stats.htm?m=6%7C333%7C689

⁴ Statistical release: BIS global liquidity indicators at end-December 2017. URL: www.bis.org/statistics/gli1804.pdf

⁵ Total credit to non-bank borrowers by currency of denomination : Euro. URL: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/e2?m=EUR>

⁶ Total credit to non-bank borrowers by currency of denomination : US dollar. URL: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/e2?m=USD>

⁷ Total credit to non-bank borrowers by currency of denomination : JP yen. URL: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/e2?m=JPY>

⁸ По методологии МВФ, международная ликвидность (*International liquidity*) рассчитывается как разница между совокупными резервами и золотом. См. Официальная статистика МВФ. URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4&sld=1408206455231>

⁹ About global liquidity indicators//https://www.bis.org/statistics/about_gli_stats.htm?m=6%7C333%7C689

вых ресурсов обусловило расширение компонентов глобальной ликвидности и включение в её состав деривативов (Кузнецов, 2010).

В то же время во всём мире всё чаще наблюдаются прецеденты деглобализации, уменьшение объёмов трансграничного кредитования и замедление международной экономической активности. Если современные тенденции будут продолжаться, то целесообразным представляется пересмотр методик оценки глобальной ликвидности. В этой связи нужны более универсальные подходы.

О чём сегодня свидетельствует глобальная циркуляция ликвидности? Она доказывает, что в условиях финансовой либерализации и открытости национальные финансовые пространства тесно связаны, при этом существуют трансмиссионные механизмы передачи информации о внутренних условиях развития стран мировым финансовым рынкам и операторам, что влияет на перемещение финансовых потоков в пространстве и времени. Условия глобальной циркуляции ликвидности значительно усложняют управляемость монетарных сред отдельных стран.

Взаимодействие в глобальном финансовом пространстве характеризуется высоким уровнем комплементарности финансовых институтов и реального сектора, негативным эффектом чего является усиление влияния глобальных диспропорций на национальные государства через кредитные каналы и канал стоимости активов, что приводит к уменьшению управляемости эндогенных денежно-кредитных и финансовых сред национальными органами регулирования. Всё это усиливает неопределённость и рост рисков глобальной дестабилизации.

Если рассматривать глобальную ликвидность под этим углом зрения, то на нынешнем этапе высокой степени финансовой интеграции и открытости национальных экономик к глобальным тенденциям и дисбалансам *в её расчёт должны включаться активы, которые предоставляют возможность их держателям действовать наиболее эффективно и оперативно в условиях нестабильности;* активы должны быть ликвидными в кризисных условиях. Отвечать таким условиям может только сама ликвидность, то есть деньги.

Для определения глобальной ликвидности мы использовали теорию Дж.М. Кейнса (Кейнс, 1993) о предпочтении ликвидности. Предпочтение ликвидности, или спрос на деньги, обусловлено мотивами экономических агентов, среди которых Кейнс выделял мотив, связанный с доходом, коммерческий мотив, мотив предосторожности и спекулятивный мотив. В современных условиях изменения расстановки сил в глобальной экономической среде, общей политической дестабилизации наиболее влиятельным мотивом является мотив предосторожности. Он отражает взаимосвязь между неопределённостью и спросом на деньги. Кейнс писал: "Дополнительное основание для сохранения наличности заключается в том, чтобы обеспечить резерв для всякого рода случайностей, требующих неожиданных расходов..." (Кейнс, 1993. С. 376).

Потребность в ликвидности отражает общий уровень неопределённости системы. Явление глобальной ликвидности показывает уровень неопределённости в глобальной экономике. Непосредственным проявлением этой неопределённости является профицит ликвидности, примером которого является избыточная ликвидность банковской си-

стемы (рассчитывается как разница между остатками средств банков на корсчетах в центральных банках и обязательными резервами).

О растущей неопределённости глобального экономического пространства свидетельствуют растущие объёмы наличности в самых крупных корпорациях мира (см. таблицу). Из 25 компаний – мировых лидеров по использованию наличности – самое большое количество сосредоточено в США. Лидером является Microsoft, его запасы наличности и её эквивалентов в 2017 году составили 113,2 млрд долл., с 2016 года показатель вырос на 16,8 млрд долл. Наличность составляет приблизительно 58% совокупных активов компании. Следующую ступеньку занимает Apple, объёмы наличности, которыми владеет компания, выросли с 2016 по 2017 год с 25,6 млрд долл. до 67,2 млрд долл. (20% активов компании). Moody's оценивает общую сумму денежных средств и их эквивалентов (включая долгосрочные бумаги, подлежащие обращению) на балансе американских компаний в размере 1,9 трлн долл. США, что на 9,2% больше, чем в 2016 году. В Европе, на Ближнем Востоке и в Африке объёмы наличности выросли до семилетнего максимума и составляют 974 млрд евро (1,1 трлн долл.). Секторами, которые наиболее активно используют наличность и её эквиваленты, является энергетика, автомобильная промышленность, телекоммуникации и коммунальные услуги. Мотивации глобальных корпораций объясняются сегодня ростом глобальных геополитических рисков, недавним кризисом и актуальными кризисными ожиданиями (Obiols, 2017).

В современных условиях критерием включения активов в глобальную ликвидность является возможность их использования в качестве средства обеспечения собственных обязательств в условиях растущей неопределённости. Поэтому в данный показатель мы будем включать наличность, которая единственная обеспечивает непрерывность рыночных взаимодействий на уровне национального хозяйства при любых условиях, и международную ликвидность, которая необходима для обеспечения эффективных межстрановых экономических связей. Исходя из этих позиций, глобальная ликвидность состоит из 7,7 трлн долл. имеющейся в глобальном экономическом пространстве наличности¹⁰ и международной ликвидности в размере 24,505 трлн долл.¹¹. Таким образом, по состоянию на 2017 год глобальная ликвидность составляла 32,205 трлн долл. – приблизительно 40% мирового ВВП. Глобальная ликвидность, рассчитанная таким образом, имеет наименьший риск и доходность, это ликвидность первого уровня, базовая глобальная ликвидность. Она отвечает за устойчивость в условиях нестабильности. Сегодня держателями активов максимальной устойчивости являются государства и глобальные корпорации, например, корпорациям Соединённых Штатов принадлежит 1,9 трлн наличности (Andrew Chang, David Tesher, Geoffrey Wilson, Leonard Grimando, Arthur Wong and Faheem Khan), что составляет 25 % всего мирового запаса наличности, 6 % глобальной ликвидности.

¹⁰ Согласно данным глобального отчёта о наличности (The 2018 World Cash Report), её объёмы составляют 9,6 % мирового ВВП, который в 2017 году был на уровне 80,684 трлн долл. См.: The 2018 World Cash Report. URL: <http://www.g4scashreport.com/-/media/g4s/cash-report/files/2018-world-cash-report---english.ashx>

¹¹ International Monetary Fund. URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4&sid=1408206455231>

По мере роста рисков и доходности активов можно структурировать другие уровни глобальной ликвидности. Второй уровень глобальной ликвидности включает активы, циркуляция которых гарантируется государством: государственные долговые ценные бумаги. В то же время "даже самые безопасные ценные бумаги, которые могут быть легко реализованными, если они не являются деньгами, несут с собой для их держателей определённый риск и потери, от чего свободны деньги" (Хикс, 1993. С. 366).

Таблица

**Компании – лидеры по использованию наличности
и её эквивалентов в 2017 году**

Место	Название компании	Страна	Отрасль	Наличность, млрд долл.	Совокупные активы, млрд долл.
1	Microsoft	США	Технологии	113,239	193,468
2	Apple	США	Технологии	67,155	321,686
3	Oracle (1)	США	Технологии	66,078	134,991
4	Cisco systems	США	Технологии	65,756	121,652
5.	Toyota motor (2)	Япония	Автомобильная	48,68	421,092
6	General electric	США	Электротехническое машиностроение	48,129	365,183
7	Johnson & johnson	США	Потребительские товары	41,907	141,208
8	Samsung electronics	Южная Корея	Потребительская электроника	29,602	217,086
9	Total	Франция	Нефтяная, газовая	29,145	230,978
10	Amazon	США	Торговля	25,981	83,402
11	General motors	США	Автомобильная	24,801	221,69
12	BP	Великобритания	Нефтяная, газовая	23,528	263,316
13	Coca-cola	США	Пищевая	22,516	87,27
14	Daimler	Германия	Автомобильная	21,745	256,134
15	Hon hai precision industry	Тайвань	Потребительская электроника	20,041	80,257
16	Taiwan semi-conductor	Тайвань	Технологии	19,572	58,41
17	Honda motor	Япония	Автомобильная	18,795	169,193
18	Abbott laboratories	США	Фармацевтическая	18,775	52,666
19	Qualcomm	США	Телекоммуникации	18,648	52,359
20	Vodafone	Великобритания	Телекоммуникации	18,623	192,62
21	Sony	США	Потребительская электроника	17,953	157,613
22	Pfizer	США	Фармацевтическая	17,85	171,615
23	Intel	США	Технологии	17,099	113,327
24	Hyundai motor	Южная Корея	Автомобильная	16,849	148,08
25	Hewlett packard	США	Технологии	16,347	79,629

Источник: Maria Obiols. 2017 Global Cash 25. Companies keep increasing their stashes of cash. Which companies were richest in 2017? URL: <https://www.gfmag.com/magazine/september-2017/cash-piles-keep-growing>

Учитывая процентную политику мировых центральных банков и общий низкий уровень ставок в мире, обуславливающих невысокую доходность операций кредитования, принимая во внимание статус центральных банков как кредиторов последней инстанции, которые определённым образом гарантируют кредитный процесс, в следующий уровень глобальной ликвидности можно включать также кредиты.

Следует принимать во внимание, что условия растущей неопределённости ограничивают активы, которые могут быть включёнными в состав глобальной ликвидности: субъекты должны быть максимально свободными в их быстром использовании для удовлетворения собственных финансовых потребностей.

С феноменом глобальной ликвидности тесно связан профицит ликвидности, который привёл к росту рисков в связи с несоответствием между размерами активов, которые считались ликвидными, но фактически были ограниченно ликвидными, и глобальной ликвидностью. Пространство ликвидных активов постоянно расширялось из-за активизации банковских структур в фондовом пространстве и квазифондовом пространстве, где происходило обращение секьюритизационных ценных бумаг; из-за регуляторных нововведений в фондовом пространстве, которые привели к росту объёмов операций как классических фондовых инструментов, так и деривативов. Возник существенный излишек ликвидности – профицит. В пределах национальной экономики он представляет собой институциональный и структурный феномен. Ликвидность обслуживает экономические процессы в финансовых системах с определённой структурой: преимущественно банковской или фондовой. Например, если европейская континентальная модель предусматривает банковскую доминанту, то достаточность ликвидности в экономике проявляется через активный кредитный процесс. Проявлением профицита ликвидности является активизация банковских учреждений не только на кредитном рынке, но и на фондовом, о чём свидетельствует рост уровня капитализации рынка акций. Следовательно, в европейском финансовом пространстве отражением профицита ликвидности были возрастающие объёмы капитализации рынка акций, которые практически во всех странах начинались в момент достижения уровня монетизации 60% ВВП (Корнивская, 2014).

Европейский профицит ликвидности развивался в условиях либерализации движения капитала и был связан с: а) ростом кредитования; б) увеличением традиционных фондовых операций в условиях введения бездокументарного обращения ценных бумаг, что значительно стимулировало их выпуск и объёмы операций. Далее кредитная мультипликация обусловила падение процентных ставок и – по кругу: рост кредитования, рост фондовых операций, и в этих условиях начали развиваться глубинные изменения мотиваций финансовых посредников, которые становились, с одной стороны, более склонными к рискам, поскольку традиционный банкинг уже не приносил необходимых прибылей, а с другой – банки разрабатывали всё больше инноваций для минимизации рисков и роста собственной ликвидности, в том числе путём секьюритизации.

В 1957 году Х. Мински писал: "В условиях недостатка резервов финансовые учреждения удовлетворяют "инвестиционный" спрос фирм на деньги путём инноваций", – в 1980-е финансовые инновации интере-

совали банки уже не с целью удовлетворения спроса клиентов, а в большей степени – для своих собственных нужд, для увеличения ликвидности, для роста объёмов кредитных операций и наращивания бонусов. Исторически первая задача финансового посредника как осмоторительно управляющего рисками, в условиях профицита ликвидности значительно трансформировалась – он стал торговцем риска.

Профицит ликвидности в американской экономике был спровоцирован отменой фиксированной ставки комиссионного вознаграждения трейдеров Нью-Йоркской фондовой биржи в 1975 году; статистически он может быть охарактеризован как рост объёмов операций в фондовом пространстве и увеличение показателя капитализации. Сначала фиксированная ставка комиссионных находилась на уровне 0,3 долл. США за акцию, независимо от объёмов операций, проведённых трейдерами. После отмены фиксированной ставки она начала снижаться до 4 центов за акцию, что заставило трейдеров увеличить объёмы проводимых операций для получения больших доходов. Эти процессы повлияли на рост объёмов торгов на Нью-Йоркской бирже: с 15 млн акций в день в 1970 году до 80 млн акций в день в 1980 году и до 3,3 млрд акций в 2004 году (Богл, 2011. С. 223–228).

На банковском рынке США профициту ликвидности значительно способствовали процессы секьюритизации – превращение неликвидных активов в ликвидные путём эмиссии ценных бумаг¹². Секьюритизация способствовала функциональной трансформации банковских финансовых посредников. Развитие процессов секьюритизации активов привело к изменению финансово-институционального статуса банка как такового: с финансового посредника, который, организуя депозитно-кредитный процесс, трансформирует ликвидность от субъектов с профицитом бюджета к субъектам с его дефицитом, при этом принимая на себя риски, он превратился в субъекта, снимающего рискованные активы со своего баланса и передающего их финансовой системе в целом, нивелируя персонифицированную ответственность.

Секьюритизация стала наиболее активной сетевой формой, которая проросла в гармонизированные иерархически-сетевые отношения банковской системы начиная с 70-х годов XX века и перестроила кредитные отношения в контексте ответственности, ослабляя и упрощая их первоначальную иерархичность.

Кредит имеет иерархическую природу, в этих отношениях должник подчинён кредитору, что выражается в обязанностях вернуть определённую сумму в указанное время и в личной ответственности, которая оптимизирует информационную асимметрию: кредитор и должник лично знают друг друга и все базовые условия договора. Деятельность финансовых посредников обогащает преимущественно иерархический кредит сетевыми формами взаимодействия финансистов и их клиентов. Процессы формирования и развития первых торговых и посреднических сообществ свидетельствуют об их сетевом характере. В то же время доминантным отношением всей разветвлённой системы циркуляции ликвидности от посредника к клиентам и

¹² В общем виде секьюритизация представляет собой процесс, посредством которого индивидуальные банковские кредиты и другие финансовые активы формируются в пулы и становятся базовым активом, на его основе эмитируются ценные бумаги и продаются на вторичном рынке. Доход от активов, лежащих в основе ценных бумаг, передаётся владельцам ценных бумаг. См.: Jobst Andreas. What Is Securitization? Finance & Development September 2008. P. 48-49.

наоборот оставался кредит как базовая иерархическая форма взаимосвязи экономических агентов. Секьюритизация трансформировала устоявшиеся гармонизированные иерархически-сетевые системы взаимодействия на финансовых рынках в сторону сетевой доминанты путём разбалансировки ответственности.

Активное использование секьюритизации в кредитном процессе обусловило развитие существенных дисбалансов в среде финансового посредничества в связи с тем, что природа секьюритизации специфична – в условиях отсутствия чёткого регулирования она становится механизмом распределения ответственности на финансовых рынках до её полного нивелирования. С одной стороны, развивая секьюритизацию, банки выполняли свою классическую функцию трансформации финансовых требований, если бы не одно "но". В цепи ответственности финансовый посредник всегда остаётся полноценным звеном, тогда как в условиях секьюритизации он выполняет только функцию агента по выплате по кредитам, которые были в операции базовым активом. Экономические субъекты заинтересованы в финансовом посреднике только потому, что он, предоставляя ликвидность, принимает на себя риски информационной асимметрии. Оборот ликвидности обеспечивается ответственностью: центробанка, который эмитировал её, финансового посредника, предоставившего её в экономическую систему путём кредитно-инвестиционного процесса. Наличие посредника в отношениях объясняется его ответственностью.

Ответственность финансового посредника реализуется в процессе трансформации финансовых требований, умелого управления ими путём распределения денежных потоков во времени и пространстве таким образом, чтобы, удовлетворяя требованиям ликвидности и платежеспособности, добиваться максимально возможной эффективности в условиях определённого риска. Условия секьюритизации кардинально меняют формат банковской деятельности, поскольку появляется возможность превращать неликвидные активы в ликвидные путём эмиссии соответствующих ценных бумаг. Поэтому основной задачей финансового посредника становится не менеджмент для достижения необходимых показателей ликвидности, а их искусственное формирование в процессе секьюритизации: неликвидные кредитные активы формируются в пулы, передаются специальной компании, которая является эмитентом ценных бумаг, списываются с баланса банка, улучшая показатели ликвидности, и становятся базой для эмиссии ценных бумаг, которые значительно ликвиднее базового актива, положенного в их основу. Таким образом, не существующая до секьюритизации ликвидность возникает как минимум дважды: в банковской системе, которая "избавилась" от кредитов, и на финансовом рынке, получившем финансовый актив. Банки при этом из основных держателей неликвидных активов (например, долгосрочных кредитов) становились их основными распространителями. Но это ликвидность, которая не обеспечена ответственностью.

Принимая во внимание то, что секьюритизация – это механизм трансформации неликвидных активов в ликвидные путём эмиссии ценных бумаг, базовым активом которых являются кредиты, можно сделать вывод, что фактически – это переформатирование преимущественно иерархических отношений, построенных на личной ответственности должника перед кредитором, в доминантно сетевые отношения, при которых ответственность приобретает псевдоколлективный характер

в разветвлённой системе взаимосвязей многих посредников, а затем в процессе обращения ценных бумаг постепенно нивелируется. Эта ситуация размытой ответственности, возникающей в процессе секьюритизации, была ярко описана У. Энгдалем в его известной работе "Финансовое цунами".

В долговых отношениях всегда ответственен лично эмитент, его ответственность сконцентрирована именно на нём, что делает эти отношения преимущественно иерархическими: получение кредита сопровождается эмиссией долговой расписки, на основе которой должник должен вернуть определённую сумму в определённое время; эмиссия облигации обязывает эмитента выплачивать доход, а потом её погасить; подписание векселя определяет, что по его предъявлению наступает момент уплаты суммы, указанной на векселе. Сетевые формы не предусматривают долгосрочной ответственности эмитента: простые акции обращаются не для того, чтобы их предъявить, а чтобы реализовать спекулятивный интерес держателя. Инновационные финансовые продукты не предусматривают, что ответственность сконцентрирована на каком-то финансовом институте, они задуманы именно для того, чтобы разделить ответственность. Финансовое посредничество исторически развивается к распределению ответственности среди многих институтов (банков – страховых компаний – компаний по управлению активами и т.д.). Но все эти отношения и институты составляли гармоничную структуру и взаимодействовали с чётко определённой, финансово очерченной ответственностью. Когда же иерархические отношения подменяются сетевыми, как в процессе секьюритизации (кредит заменяется эмиссией ценных бумаг), начинается разбалансировка.

Профицит ликвидности значительно трансформировал устоявшиеся механизмы взаимодействия, особенно это проявилось в период глобального финансово-экономического кризиса из-за реакции финансовых посредников на мероприятия по количественному смягчению. С 2008 года центральные банки активно эмитировали официальную ликвидность для преодоления последствий мирового финансового кризиса. Данные МВФ свидетельствуют, что совокупная валюта балансов центральных банков США, Великобритании, Японии и ЕЦБ выросла с 20 трлн долл. США в 2008 году до 25 трлн долл. США в 2009 году, сегодня этот показатель равен примерно 38 трлн долл. США¹³.

В еврозоне показатель увеличился с 2005 по 2017 год с 1,1 трлн долл. до примерно 10 трлн долл. Но при этом, положительная экономическая динамика, которую наблюдали с 2009 по 2010 год (до долгового кризиса), показывала не восстановление нормального функционирования всей экономики, а лишь временное финансово-банковское улучшение вследствие эффективной денежно-кредитной политики ЕЦБ и определённого кредита доверия на финансовых рынках.

Предоставление центральными банками больших объёмов ликвидности не имело долгосрочных положительных экономических эффектов, поскольку коммерческие банки ориентировались на краткосрочные временные горизонты: с помощью средств кризисного рефинансирования открывались новые филиалы (*Megan Murphy*, 2011), уплачивались бонусы высшему менеджменту, но не проводились мероприятия антикризисной политики. Расширенная государственная

¹³ Global Financial Stability Report: A Bumpy Road Ahead / International Monetary Fund. April 2018. URL: <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/04/02/Global-Financial-Stability-Report-April-2018#Chapter%20One>

поддержка банковских учреждений в условиях их ориентации на собственную краткосрочную операционную активность приводила к усилению давления на бюджет дважды: как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. В условиях кризиса регуляторная связь между государством и финансовыми институтами стала слабой, а реализованная политика количественного смягчения имела противоречивые результаты. Эмитированная в период кризиса ликвидность в большей степени влияла на рост финансовой глубины мировой экономики, чем на процессы восстановления в реальном секторе экономики.

Профицит ликвидности стал отражением того, что в рамках существующей институциональной структуры мировое финансовое пространство, возможно, уже достигло предела своей эффективности. И в целом возможно, что это свидетельствует если не об исчерпанности действующей институциональной системы западного образца, то о её существенном переформатировании.

Выводы

Профицит ликвидности представляет собой избыток ликвидности, который позволяет финансовым учреждениям, или заставляет их в условиях усиления неопределённости, выходить за пределы установленных нормативов, регламентов или стандартных показателей деятельности, расширяя при этом возможности получения дохода за счёт оптимизации портфеля, но трансформируя экономическое назначение финансовых посредников. Институционально-структурным фактором профицита ликвидности является активизация базовой функции финансовых посредников по обеспечению ликвидности, которая становится доминирующей по отношению к другим функциям; при этом деятельность финансовых институтов может быть сосредоточена на нетрадиционных для данного вида посредничества операциях, результатом чего становится рост ликвидности финансовых инструментов и рост объёмов финансовых ресурсов в мировом экономическом пространстве, но эти активы имеют свойство квазиликвидности.

Для того чтобы показать не формальную, а фактическую величину ликвидных финансовых активов в мировом финансовом пространстве, уместно использовать подход Дж.М. Кейнса к предпочтению ликвидности на основе мотива предосторожности, который является базовым в условиях роста глобальной неопределённости.

Систематизируя основные теоретические подходы к анализу глобальной ликвидности, следует признать, что это понятие эволюционирует в процессе развития доминирующих факторов, обуславливающих взаимодействие экономических субъектов в мировом экономическом пространстве на различных этапах развития глобализации.

На современном этапе растущей неопределённости глобальной ликвидностью можно считать активы, позволяющие субъектам поддерживать экономические связи как в национальном, так и в глобальном пространстве операционной активности, несмотря на возможную дестабилизацию, поэтому в расчёт глобальной ликвидности должны быть включены международная ликвидность и наличные, доминантными держателями которых являются государства и корпорации, от которых зависит потенциал устойчивости всей глобальной экономики. При этом финансовые посредники, обладая квазиликвидностью, наоборот, создают значительный потенциал дестабилизации как результат трансформационных процессов в системе глобального капитализма.

Литература

- Богл Д.К. (2011). Битва за душу капитализма. Москва: Изд-во Института Гайдара. С. 223–228.
- Кейнс Дж.М. (1993). Избранные произведения. Москва: Экономика.
- Корнівська В. (2014). Європейський фінансовий простір у контексті монетизації. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. С. 34–42.
- Кузнецов О.В. (2010). Англосаксонська модель глобального капіталізму. Київ: Освіта України. 494 с.
- Фергюсон Н. (2016). Восхождение денег. Москва: Издательство АСТ: CORPUS. С. 75.
- Хикс Дж.Р. (1993). Стоимость и капитал. Москва. Издательская группа "Прогресс". С. 366
- Эйхенгрин Б. (2017). Глобальные дисбалансы и уроки Бреттон-Вудса. Москва: Институт Гайдара.
- Andrew Chang, David Teshar, Geoffrey Wilson, Leonard Grimando, Arthur Wong and Faheem Khan. Reaches \$1.9 Trillion But Rising Debt and Tax Reform Pose Risk. URL: <https://www.spglobal.com/our-insights/US-Corporate-Cash-Reaches-19-Trillion-But-Rising-Debt-and-Tax-Reform-Pose-Risk.html>
- Benoît, Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB. Global liquidity and risk appetite: a re-interpretation of the recent crises. Speech at the BIS- ECB Workshop on Global liquidity and its international repercussions. Frankfurt am Main, 6 February 2012. URL: <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120206.en.htm>.
- Caruana Jaime. International Monetary Policy Interactions: Challenges and Prospects. CEMLA-SEACEN Conference. Punta del Este, Uruguay. 2012. Nov. 16
- Cerutti Eugenio, Claessens Stijn, and Ratnovski Lev. Global Liquidity and Drivers of Cross-Border Bank Flows. *IMF Working Paper*. 2014. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Global-Liquidity-and-Drivers-of-Cross-Border-Bank-Flows-41511> (26.09.2017).
- Chen, S., Liu, Ph., Maechler, A. et al. Hyun Song Shin. Exploring the Dynamics of Global Liquidity. *IMF Working Paper*. 2012. No. WP/12/246. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12246.pdf>
- Domanski Dietrich, Fender Ingo, McGuire Patrick. Assessing global liquidity. *BIS Quarterly Review*. 2011. December. Retrieved from: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1112g.pdf
- Eickmeier Sandra, Gambacorta Leonardo and Hofmann Boris. Understanding Global Liquidity. *BIS Working Papers*. No 402. URL: <https://www.bis.org/publ/work402.pdf>
- Gieve John. Coping with financial distress in a more markets-oriented environment. URL: <http://www.bis.org/events/brunnen07/gieveremarks.pdf>
- Landau J.-P. (2013) Global Liquidity: Public and Private. URL: <http://www.jeanpierrelandau.com/wp-content/uploads/2013/05/Jackson-Hole-Print.pdf>
- Maria Obiols. (2017). Global Cash 25. Companies keep increasing their stashes of cash. Which companies were richest in 2017? URL: <https://www.gfmag.com/magazine/september-2017/cash-piles-keep-growing>
- Megan Murphy. Search for new approach to banking has begun. URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/ee49b518-d96b-11e0-b52f-00144feabdc0.html#axzz1XSplO2DL>
- Williamson John. International liquidity: are the supply and composition appropriate? URL: www.bos.frb.org/economic/conf28/conf28d.pdf

Поступление в редакцию 10.09.2018

LIQUIDITY SURPLUS IN A GLOBALIZED WORLD

Valeriia Kornivskaia

Author affiliation : PhD in Economics, Doctorate, Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine .Email: vkornivska@ukr.net

The article deals with the existing theoretical concepts of global liquidity. On this basis, the author concludes that they reflect the evolution of views on the essential factors affecting the international interaction of economic actors. It is proved that in the conditions of growing uncertainty, the approaches to the calculation of global liquidity should be based on its properties to ensure, for economic entities, uninterrupted calculations under all conditions. In this case, to determine the components of global liquidity, the author uses the J.M. Keynes' liquidity prefer-

ence theory. The article analyzes the growing contradictions in the functioning of the world economic space caused by the widening gap between quasi-liquid assets and global liquidity. A liquidity surplus is described which represents a surplus of liquidity that allows financial institutions to go beyond the established limits, regulations or standard performance indicators, while expanding the ability to generate income by optimizing the portfolio, but transforming the economic purpose of financial intermediaries and actually creating quasi-liquidity. The institutional and structural development factor of the liquidity surplus is shown. The influence of securitization on the development of the liquidity surplus is clarified and it is proved that it largely represents a reformatting of hierarchical relations based on individual responsibility of the debtor before the creditor, into dominant network relations, in which responsibility becomes pseudo-collective in the branched system of interconnections of many intermediaries, and then, in the process of securities circulation, gradually disappears.

Key words: financial intermediary, liquidity surplus, global liquidity, securitization.

JEL: E 44.

References

- Bogl, D.K. (2011). The battle for the soul of capitalism. Moscow: Izd-vo Instituta Gajdara [in Russian].
- Keynes, J.M. (1993). Selected works. Moscow: Jekonomika [in Russian].
- Kornivska, V. (2014). European financial space in the context of monetization. *Visnyk Instytutu ekonomiky ta prohnozuvannia – Journal of the Institute of Economics and Forecasting*, 34-42 [in Ukrainian].
- Kuznecov, O.V. (2010). Anglo-Saxon model of global capitalism. Kyiv: Osvita Ukrainy [in Ukrainian].
- Ferguson, N. (2016). Climbing money. Moscow: Izdatelstvo AST: CORPUS [in Russian].
- Hicks, J.R. (1993). Cost and capital. Moscow: Izdatelskaja gruppa Progress [in Russian].
- Jejhengrin, B. (2017). Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. Moscow: Izd-vo Instituta Gajdara [in Russian].
- Andrew Chang, David Teshar, Geoffrey Wilson, Leonard Grimando, Arthur Wong and Faheem Khan. Reaches \$1.9 Trillion But Rising Debt and Tax Reform Pose Risk. Retrieved from <https://www.spglobal.com/our-insights/US-Corporate-Cash-Reaches-19-Trillion-But-Rising-Debt-and-Tax-Reform-Pose-Risk.html>
- Benoît, Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB. Global liquidity and risk appetite: a re-interpretation of the recent crises. Speech at the BIS- ECB Workshop on Global liquidity and its international repercussions. Frankfurt am Main, 6 February 2012. Retrieved from <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120206.en.htm>
- Caruana Jaime. (2012, Nov. 16). International Monetary Policy Interactions: Challenges and Prospects. CEMLA-SEACEN Conference. Punta del Este, Uruguay.
- Cerutti, Eugenio, Claessens, Stijn, and Ratnovski, Lev. (2014). Global Liquidity and Drivers of Cross-Border Bank Flows. *IMF Working Paper*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Global-Liquidity-and-Drivers-of-Cross-Border-Bank-Flows-41511>
- Chen, S., Liu, Ph., Maechler, A. et al. (2012). Hyun Song Shin. Exploring the Dynamics of Global Liquidity. *IMF Working Paper*. No. WP/12/246. Retrieved from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12246.pdf>
- Domanski, Dietrich, Fender, Ingo, McGuire, Patrick. (2011, December). Assessing global liquidity. *BIS Quarterly Review*. Retrieved from http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1112g.pdf
- Eickmeier, Sandra, Gambacorta, Leonardo, and Hofmann, Boris. Understanding Global Liquidity. *BIS Working Papers*. No 402. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/work402.pdf>
- Gieve, John. Coping with financial distress in a more markets-oriented environment. Retrieved from <http://www.bis.org/events/brunnen07/gieveremarks.pdf>
- Landau, J.-P. (2013). Global Liquidity: Public and Private. Retrieved from <http://www.jeanpierrelandau.com/wp-content/uploads/2013/05/Jackson-Hole-Print.pdf>
- Obiols, Maria. (2017). Global Cash 25. Companies keep increasing their stashes of cash. Which companies were richest in 2017? Retrieved from <https://www.gfmag.com/magazine/september-2017/cash-piles-keep-growing>



Murphy, Megan. Search for new approach to banking has begun. Retrieved from <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/ee49b518-d96b-11e0-b52f-00144feabdc0.html#axzz1XSpIO2DL>

Williamson, John. International liquidity: are the supply and composition appropriate?
Retrieved from www.bos.frb.org/economic/conf28/ conf28d.pdf