

## Финансовые риски

УДК 336.717

### ФИНАНСОВЫЕ «ПУЗЫРИ» И МАССА РИСКА

**Ю. В. РОЖКОВ,**

*доктор экономических наук,  
профессор кафедры банковского дела*

*E-mail: zdnrf@mail.ru*

*Хабаровская государственная академия  
экономики и права*

**Л. П. ДРОЗДОВСКАЯ,**

*кандидат экономических наук,  
начальник отдела информатизации*

*E-mail: Dlp2903@mail.ru*

*Главное управление Банка России  
по Хабаровскому краю*

---

*В статье отмечается, что термин «пузырь» прочно вошел в лексикон экономической науки. Все чаще звучат идеи о «циклах пузырей», которые должны заменить или дополнить теории деловых циклов. Но пока у инвестора нет надежного механизма распознавания будущих пузырей. Для управления «циклами пузырей» нужны инструменты, одним из которых может стать показатель «масса риска», определяемый авторами как стоимостной показатель риска.*

**Ключевые слова:** *финансовые пузыри, кредитный риск, цикл.*

---

Причины и механизмы кризисов, регулярно потрясающих мир, разнообразны. Одной из таких причин являются «пузыри» различного типа. Финансовый «пузырь» на рынке ипотечных закладных в США запустил нынешний мировой экономический кризис. Хотя само существование «пузырей» (спекулятивных, рыночных, ценовых, финансовых и иных) практически уже не оспаривается никем, этот термин прочно вошел в лексикон экономической науки и уже не воспринимается как финансовый сленг, определение же факта наличия «пузырей» на любом рынке зачастую вызывает сложности. Кроме того, возникают вопросы: только ли разрушения являются последствиями

«пузырей»? Можно ли управлять «пузырями»? С помощью каких инструментов это делать, чтобы ослабить негативные последствия или извлечь из них пользу?

Если отойти от рассмотрения определения «пузыря» как экономического явления, можно сказать, что «пузырь» – ощущение. Экономисты начинают говорить о возможности «пузыря», когда тот или иной класс активов быстро дорожает. Но утверждать, что это именно «пузырь», со всей определенностью берутся лишь после того, как он лопнет.

Изучение любого явления требует четкого его определения (что оно собой представляет, какие несет последствия, возможные механизмы управления). Определение любого понятия есть логическая операция установления смысла, перечисления существенных признаков дефидента. Дать определение «пузырю» можно либо анализируя исторические события, т.е. эмпирическим путем, либо дескриптивно, описывая признаки и свойства «пузырей».

Первые описанные историками и экономистами «пузыри» – тюльпаномания XVII в. в Голландии и ажиотаж вокруг Южной морской компании в начале XVIII в. в Англии (сам термин

«пузырь» впервые появился при описании ценового взлета и падения акций Южной морской компании – South Sea Bubble, вообще «мыльными пузырями» – bubbles прозвали авантюристические и жульнические компании, собиравшие деньги граждан под обещания фантастических доходов). Главным признаком «пузыря» был назван взлет цен на какой-либо вид активов с последующим резким падением.

Известный специалист, исследующий кризисные явления финансовых рынков, Д. Сорнетте, например, считает, что «пузырь» есть «период времени, начавшийся с обозначенного минимума до внушительного максимума и характеризующийся длительным ростом цен с последующим крахом или значительным падением» [10]. Полагаем, что считать «пузыри» в днях или неделях не вполне корректно, хотя период времени существования пузыря является важным его параметром.

Сегодня все чаще ученые озвучивают идеи о замене теории деловых циклов «циклами пузырей», которые представляют собой надувание и схлопывание «пузырей» различного вида: на рынке недвижимости – ипотечный «пузырь», IT-технологий – «пузырь» доткомов (от англ. dot com) и др.

Авторы считают, что различия между циклами пузырей и деловыми циклами, несмотря на явное их подобие, все-таки имеются. Из теории циклов роста и спада известно, что циклы приводят к финансовым кризисам и рецессиям. Схлопывание «пузыря» любого вида также приводит к кризисам и рецессиям, но экономические циклы – это регулярные колебания уровня деловой активности от экономического бума до экономического спада с четырьмя четко различимыми фазами: пик, спад, дно и подъем. С общемировых позиций смена одного цикла деловой активности другим вызывается глубоким системным кризисом глобального масштаба. Движущие силы, изменяющие деловую активность, могут быть разными, как и виды кризисов. Главное, что оказаться вне цикла ни одна страна не может. Различается лишь период или время попадания страны в цикл. Для каждой страны характерен свой временной лаг вхождения в цикл.

Безусловно, «пузыри» тесно связаны с деловыми циклами. Явления эти имеют схожие последствия, несмотря на разницу в причинах, длительности и других параметрах. Размеры и последствия «пузырей» зависят от состояния финансовой системы и фазы длинноволновой динамики экономического развития. Но «пузыри» – элементы циклического развития экономики,

они характеризуют динамично изменяющуюся реальность. Именно термин «пузырь» для этого подходит больше всего. В каждый исторический период возникновение и рост «пузырей» связано с накоплением избыточного капитала и смещением направлений его вложения с производственной сферы в сторону финансовых рынков и спекуляций, что и называют «финансиализация».

Пузыри зачастую классифицируют по степени масштабности охвата рынков инвестиционных активов, говоря о макромании и микромании [12]. По мнению авторов, «пузыри» *фрактальны*: они состоят из множества частей, каждая из которых качественно подобна всему «пузырю» в целом (самоподобие является одним из основных свойств или качеств фрактала). Но каждый из «пузырей» в отдельности не похож на другие. Глобальные «пузыри» состоят из страновых, которые могут рождаться не одновременно во всех странах (тот временной лаг, о котором уже упоминалось).

Согласно качеству самоподобия «пузыри» подобны в различных параметрах: пространственных, временных, статистических. Во время раздувания спекулятивных «пузырей» каждый игрок мирового финансового рынка создает свой маленький «пузырь», который в конце концов разрывается. Пока мировая финансовая система справляется с этими разрывами, все идет обычным порядком. Но при увеличении числа игроков и объемов вбрасываемых финансовых ресурсов удары идут в разных направлениях. Возникает эффект синергии «пузырей», и они лопаются один за другим. Ярким примером синергии является ипотечный «пузырь», созданный в США. Последствия его схлопывания опустошают не только национальную экономику США, но и откликаются за их границами, так как в условиях естественной эволюционной глобализации, когда экономика одной страны связана с экономиками многих стран, кризисные явления в Соединенных Штатах отражаются на их экономическом положении. Иначе можно сказать, что лопнувший ипотечный пузырь в США вызвал детонацию [5], своего рода эпидемию «пузырей» по всему миру. Это, например, нефтяной «пузырь», который отразился на экономике нашей страны. Между тем высказывались мнения о нарастании негативных факторов, когда ипотечной рецессии и последующего кризиса еще не было. М. Алле (Нобелевская премия 1988 г.) в работе «Монетарные условия рыночной экономики» (1992 г.) предсказал: «Мировая экономика как целое опирается сегодня на гигантскую пирамиду долгов, которая находится

в весьма сложном равновесии. Генерируется перманентная потенциальная нестабильность и растущее разъединение между финансовой системой и реальной экономикой» [14].

Несомненно, существует немало факторов и признаков, предвещающих кризисы. В основном называют три таких фактора, хотя каждый кризис своеобразен.

*Во-первых*, инвестиционный перекося – вкладывание инвесторами слишком большого объема средств в один сектор экономики.

*Во-вторых*, мнимое, а не реальное богатство – трата инвесторами средств больше, чем они могут себе позволить.

*В-третьих*, финансовые институты выдают слишком много «плохих» кредитов, увеличивающих уровень просроченной задолженности.

Одной из важных причин кризисов последних лет является произошедшая информационная революция, которая затронула и финансы. Современное развитие информатизации позволяет строить длинные цепочки виртуальных сделок. По мнению авторов, можно назвать четвертый фактор «пузыря» – это асимметрия информации, получаемой экономическими агентами, которая присуща любому «пузырю». Данная асимметрия выливается в неодинаковую степень информированности агентов о динамике стоимости активов и других рыночных индикаторов. Например, если реальные факты, влияющие на стоимость ценных бумаг, известны небольшому кругу лиц – это предпосылка биржевого «пузыря». Во время финансовых кризисов, провоцируемых спекулятивной игрой акторов рынка, от потерь не застрахован ни один

из них, а выигрыш практически непредсказуем, ибо поведением любой системы можно управлять только когда она находится в состоянии динамического равновесия. При накоплении критической массы система скачкообразно переходит на новый уровень существования.

«Пузыри» по своей природе можно разбить на два больших вида:

- рациональные (лат. ratio – разум);
- спекулятивные или иррациональные (лат. irrationalis – неразумный, бессознательный).

Остальные виды пузырей являются разновидностями этих двух видов [2] (табл. 1).

Основа любого «пузыря», как уже отмечалось, – расхождение между рыночной ценой актива и ее фундаментальным значением. Иррациональность спекулятивных пузырей состоит в зависимости от «чувства толпы», внушающей инвестору, что купленный сейчас и пользующийся спросом дорогой актив можно продать еще дороже.

Рациональные «пузыри» соответствуют теории рационального поведения участников рынка, и сам термин «рациональный» используется, потому что наличие «пузыря» объясняется рациональными ожиданиями и постоянной ожидаемой доходностью. Самый простой рациональный «пузырь» – цена, равная дисконтированному математическому ожиданию будущей цены или расчет массы риска по конкретному активу.

Рациональные инвесторы используют только информацию, которая имеет реальное значение для процесса ценообразования. К такой информации относят сведения о макроэкономических показателях, процентных ставках и т. п. Один из самых

Таблица 1

Типы «пузырей»

Вид	Условия образования	Динамика
<i>Иррациональные</i> (зависимость между степенью уверенности инвесторов в продолжение роста и непосредственной динамикой цены на актив)	Ожидания инвестора дальнейшего роста цен на актив, не основанные на объективных изменениях показателей	Первоначальное повышение стоимости актива приводит к дальнейшему росту цен
<i>Рациональные</i> (содержат в себе скрытые цели и ожидания участников рынка)	Инвесторы предположительно знают о наличии «пузыря», но уверены в возможности реализовать актив до начала падения цены, повышение стоимости актива – плата за рост риска	Повышение вероятности схлопывания «пузыря» при цене актива, превышающей обоснованный уровень
<i>Комиссионные</i> (churning bubble)	Асимметрия информации между агентами и принципалами, зависимость вознаграждения менеджеров от количества проведенных спекулятивных сделок	Цены не отражают фундаментальные показатели компании-эмитента
<i>Внутренние</i> (intrinsic bubble) (подгруппа рациональных «пузырей»)	Зависимость цены компании от размера дивидендных выплат	Необоснованное повышение стоимости акций компании из-за увеличения размеров выплачиваемых дивидендов

важных видов экономической информации — цены, устанавливаемые на рынке, — реальные значения, по которым субъекты рынка оценивают предлагаемый продукт, услугу или актив. Используя полученную информацию, инвесторы выстраивают свою деятельность: планируют, строят прогнозы, предпринимают действия или отказываются от них, распределяют ресурсы. Обмен и продажа информации в кредитной сфере порождает взаимоотношения субъектов на информационно-кредитном рынке [7], который становится фактором управления поведением рациональных инвесторов и, следовательно, — управления рациональными «пузырями».

Появление «пузырей» — неизбежность, и экономика существовать без них уже не может. Об этом говорит и П. Кругман (Нобелевская премия 2008 г.) в книге «Возвращение великой депрессии?», ссылаясь на Р. Шиллера, автора книги «Иррациональное изобилие»: «...пузырь надувается вокруг любого актива — это разновидность естественной схемы Понци<sup>1</sup>» [4].

Чаще всего «пузыри» учеными рассматриваются как некие чрезвычайные события, а их сдувание — выброс, приводящий к сжиганию сверхнакоплений. В современном экономическом словаре, например, «пузырь» определяется как «обанкротившаяся или не имевшая успеха схема операций, неустойчивое, дутое предприятие» [1]. Но все чаще «пузырь» как экономический термин приобретает амбивалентность. Несомненно, у «пузырей» есть и иные функции, не только деструктивные. Авторам импонирует мнение о том, что «современные «пузыри» представляют собой не столько хаотичные сбои в работе механизма ценового равновесия, но, являясь продуктом системной и намеренной деятельности экономистов и политиков, служат им одним из ключевых драйверов социально-экономической динамики, используемых для перенаправления деловых циклов» [6]. Вся наша история — путь, состоящий из подъемов и спадов. И каждый кризис представляется современникам самым разрушительным и трагичным в сравнении с предыдущими потрясениями, но на самом деле — это часть очередного витка или цикла. В этом диалектика развития человечества: «счастливое» существование нового поколения создается за счет потерь предыдущего.

«Пузыри», наряду с явными негативными, имеют и определенные положительные последствия:

<sup>1</sup> Ч. Понци в 1919–1920 гг. создал в США финансовую пирамиду, которая потом была названа в его честь. Российский вариант схемы Понци — пирамида MMM.

1) каждый «пузырь» оставляет после себя новые правила или инфраструктуру, например, обновление правил ведения биржевой игры или направления развития новых технологий. Примером является проект энергетической программы Барака Обамы, представленной им в разгар нынешнего кризиса. Согласно этому документу производство энергии из альтернативных источников должно удвоиться в США в течение трех лет. А к 2025 г. ветер, вода, солнце и биомасса станут обеспечивать четверть необходимой стране энергии [15];

2) облегченный доступ к финансовым ресурсам и низкие процентные ставки, лежащие в основе всех «пузырей», одновременно являются и основой реального экономического роста: за финансовыми потрясениями следует падение спроса и вытеснение с рынка слабых производителей, неконкурентных технологий. Все это в конечном итоге ведет к новому качественному витку развития общества. Запускаются инновационные процессы, происходит переключение капитала на финансирование инноваций и венчурных проектов. Инновационная деятельность, массовые инвестиции в основной капитал — главная движущая сила цикличности экономики;

3) сдуваясь, «пузырь» может реализовать новые планы и надежды инвесторов. Двойственная природа характерна для кризисов, появляющихся после ликвидации «пузырей». Широкое распространение инноваций вызывает подъем производства, а следующий за ним спад (депрессия) — адаптацию хозяйственной жизни к новым экономическим условиям;

4) «пузырь» способен выполнить функцию абсорбента денежной массы, обеспечивая государству возможность продолжения эмиссии в безинфляционном режиме.

Все эти положительные результаты действия пузырей возможны при условии управления их генерацией и сдуванием. Прав Дж. Сорос, говоря, что если предотвратить образование пузырей практически невозможно, то должна быть возможность удерживать их в терпимых пределах [9]. Согласно его воззрениям, вписывающимся в теорию рыночной рефлексии, каждый «пузырь» состоит из двух элементов: первый — реальная доминирующая тенденция, второй — ее ошибочная интерпретация.

При управлении «пузырями», как при управлении любым сложным процессом, неизбежны риски: bubble-risk (риск пузыря) — отдельный или особый вид риска. Совершенно очевидно, что любой «пузырь» когда-нибудь прекращает свое существование —

схлопывается. Диагностика после его схлопывания в практическом плане не столь интересна. Важнее было бы определить «пузырь» заранее.

Если принять теорию управления циклами «пузырей», то следует определить ключевые параметры для bubble-risk:

– во-первых, временной параметр, который должен ответить на вопрос – когда наступит критическая масса «пузыря»;

– во-вторых, параметры и/или механизмы подсчета критической массы для каждого типа «пузырей» (иначе говоря, каковы фазы зрелости «пузыря» данного типа);

– в-третьих, методы сдувания «пузырей».

Одним из инструментов измерения или мониторинга bubble-risk может стать инструмент, который авторы назвали «масса риска», или по аналогии с показателем «Value-at-Risk» (VaR), «Massa-at-Risk» (MaR), понимая под этим величину, существующую и в динамике, и в статике, и отражающую стоимостную величину риска [8].

Риск сам по себе – статическое понятие. Масса риска – еще и динамическое, т.е. синтетическое, поскольку существует и в динамике, и в статике.

«Пузырь» – процесс динамический, bubble-risk является характеристикой этого процесса на всех стадиях (зарождение, достижение критической массы, разрыв). Масса риска – количественный инструмент определения или расчета bubble-risk в конкретный момент времени, определения точки бифуркации (а возможно, и множества критических точек, порождая полифуркацию), где происходят необратимые качественные изменения структуры рынка – перколяция системы, за которыми неизбежно следует кризис.

В то же время MaR – расчетный показатель, твердая денежная величина или мера, которую можно зримо представить и спрогнозировать (просчитать), и которой в отличие от категорий «вероятность риска» и «возможность риска» можно управлять при помощи системы индикаторов.

Любой «пузырь» есть дисбаланс распределения какого-либо ресурса. Разные уровни экономики – разные балансирующие индикаторы. На макроэкономическом уровне ими могут быть торговый и/или платежный баланс стран, дефицит бюджета, внешний долг и другие индикаторы. Используемые сейчас макроэкономические показатели (иначе их можно назвать индикаторы) не всегда несут информацию о реальном состоянии экономики страны (например, прогнозы динамики изменения ВВП). Сам по себе показатель ВВП не позволяет

судить об изменении качества жизни населения. Его необходимо сравнивать с темпами роста цен на все виды товаров, услуг и пр.

Рассчитывая массу риска, можно построить динамическую модель макроэкономического равновесия, работающую по принципу установки критических значений индикаторов. Учитывая, что индикаторы для критической массы риска все-таки имеют вероятностный характер, при неполном наборе статистических данных определить их с достаточной степенью корректности трудно. Но индикаторы можно устанавливать и законодательно: например, отношение ВВП к госдолгу не должно превышать определенного значения. Целью должен стать ответ на вопрос – какие смещения в структуре и распределении ресурсов дает или даст «пузырь» за время своего существования, и каковы возможные последствия его разрыва. Так, уменьшение массы денег в одном секторе рынка (отрасли) и переводение в другой сектор (диверсификация кредита) есть не что иное как снижение массы риска для одного сектора с переводением ее в другой сектор (или финансовый инструмент).

Приведем пример. Недавно один из крупнейших казахстанских банков ВТА продемонстрировал возможность решения возникших финансовых проблем. Он завершил реструктуризацию посредством уценки стоимости своих долговых обязательств, что позволило снизить тяжесть долгового бремени (т.е. уменьшив его массу риска) с 12,2 млрд долл. до 4,4 млрд, переложив убытки на своих западных кредиторов (ABN Amro, Commerzbank, Standard Chartered и другие) [11]. Таким образом, масса риска, накопленная банком ВТА, была перенесена на его партнеров.

MaR – стоимостный показатель оценки риска, выраженный в денежной форме в любой момент времени на основе фактических и планируемых вложений и будущих доходов. Масса риска всегда состоит из двух частей – реальной и виртуальной.

На финансовом микроуровне (например, уровне конкретной кредитной организации) разного вида риски существуют всегда как некий статический потенциал. Это неотъемлемая часть банковского бизнеса. С точки зрения динамического процесса риски кредитной организации не возникают как «пузыри» (не рассматриваются случаи, когда организация умышленно выстраивает финансовую пирамиду).

Рассмотрим MaR на примере кредитного риска. На уровне кредитной организации кредитный риск обычно рассчитывается по каждой выданной или выдаваемой ссуде. При этом зачастую не

Таблица 2

Расчет массы кредитного риска (MaR) банковского сектора, млрд руб. [12]

Дата	Реальная часть MaR		Виртуальная часть MaR: проценты		Масса риска	Доля виртуальной части в общей массе риска, %
	Объем кредитов, депозитов и прочих размещенных средств	Резерв на возможные потери	Будущие	Просроченные		
01.07.2008	17 320,3	610,9	1 954,6	6,3	19 892,1	9,9
01.10.2008	19 530,6	669,4	2 610,9	8,3	22 317,8	11,7
01.01.2009	19 884,8	898,5	3 188,0	15,5	23 986,8	13,4
01.04.2009	20 561,3	1 137,8	3 009,6	32,5	24 741,2	12,3
01.07.2009	19 879,1	1 370,8	2 790,5	44,8	24 085,2	11,8
01.10.2009	20 178,1	1 614,9	2 734,0	52,7	24 579,7	11,3
01.01.2010	19 847,2	1 820,6	2 635,9	51,3	24 355,0	11,0
01.04.2010	19 726,6	1 894,3	2 218,7	53,3	23 892,9	9,5
01.05.2010	19 801,4	1 910,5	2 107,6	54,6	23 874,1	9,1

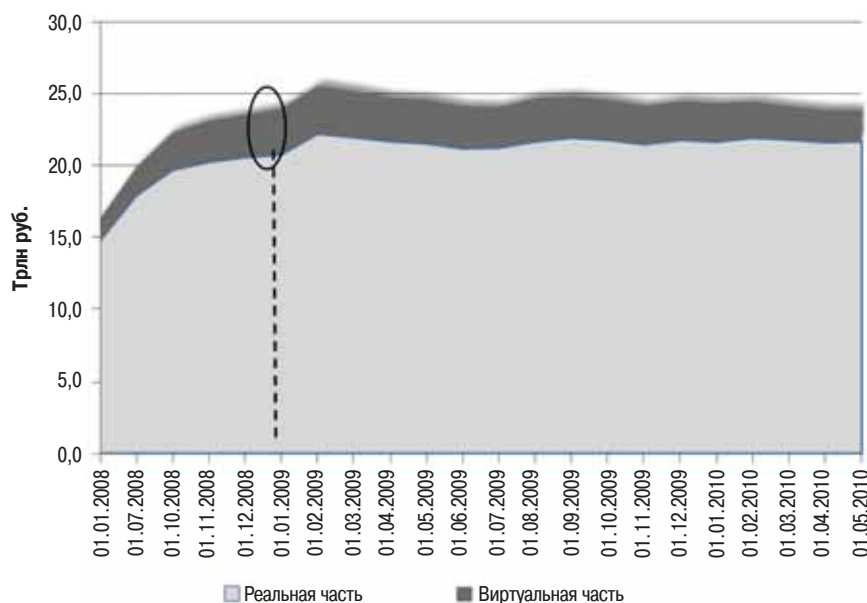


Рис. 1. Расчет массы кредитного риска в банковском секторе РФ в 2008–2010 гг., трлн руб.

учитываются надувающиеся кредитные «пузыри» по стране или в рамках сферы вложения (как произошло с ипотечными кредитами в США). На уровне кредитной организации можно рассчитать массу риска по каждой операции и просчитать момент образования критической массы именно для этой кредитной организации, для каждого конкретного вида услуг или операций.

Особую актуальность расчет массы риска может играть при крупных инвестиционных проектах. Массу риска при этом рассчитывают как для банка, так и для инвестора. В расчет массы риска для кредитной организации входит реальная часть в виде суммы выдаваемого кредита (затраты банка) и виртуальная – в виде суммы за пользование кредитом (проценты, сборы и пр.). Кроме того, в

расчет массы риска включаются резервы по ссуде согласно нормативам Банка России, страховые суммы и пр. Такая методика была применена при участии авторов в Новосибирске для расчета реального инвестиционного проекта [3]. Полученные данные показали, что если бы в период действия проекта в банке проводился мониторинг массы риска, то можно было заметить наличие периода, когда масса риска превысила расчетную величину. Для кредитной организации это могло стать дополнительным сигналом о необходимости уделить особое внимание ходу проекта, изменив, например, условия кредитования или залога.

При переходе от микроуровня (уровня кредитной организации) на уровень сектора экономики с учетом совокупности масс риска микроуровня появляется возможность спрогнозировать жизненный цикл «пузыря».

На уровне страны масса кредитного риска по банковскому сектору может включать:

- 1) реальную часть:
  - задолженность по кредиту;
  - сумму резервов на возможные потери по кредитам, депозитам и прочим размещенным средствам согласно нормативам Банка России;
- 2) виртуальную часть:
  - сумму будущих процентов (можно рассчитывать на основе усредненных процентных ставок);
  - сумму просроченных процентов (табл. 2, рис. 1).

Безусловно, этот расчет упрощенный, так как не учитывает разные сроки предоставления кредита (авторы приняли, что все кредиты выдаются на год), но даже он отражает суть показателя. Масса кредитного риска достигает пика 01.01.2009. Соотношение виртуальной части к общей массе в этот период самое большое, что соответствует кризисным явлениям в кредитовании в нашей стране, росту просроченной задолженности.

Сопоставляя массу кредитного риска в процентном или ином значении с ВВП, денежными агрегатами, можно получить оригинальные аналитические индикаторы.

Сейчас, когда, по мнению экономистов, острая фаза кризиса уже позади, критической оценке подвергаются методы расчета рисков. В частности, методы, использующие VaR. Value at Risk (VaR) – стоимостная мера риска. Это выраженная в денежных единицах оценка величины, которую не превысят ожидаемые в течение данного периода времени потери с заданной вероятностью.

Одна из основных проблем при использовании VaR состоит в предположении нормальности распределений факторов риска и итоговой стоимости портфеля. Методики расчета зачастую не учитывают возможность реализации событий маловероятных, но серьезных по последствиям. В итоге рассчитанные значения не всегда верны, ибо зависят от большого количества предположений и исходных данных, релевантность которых не всегда удовлетворительна. Кроме того, для каждого компонента портфеля необходимо иметь большой массив данных. В результате для финансовых инструментов, с которыми проводятся небольшие объемы операций на рынке, тяжело собрать необходимую информацию или постоянно отслеживать их рыночную стоимость. Получается, что если исходные данные собрать невозможно или они подвергаются сомнению, то использовать расчет для предотвращения нежелательных финансовых последствий нельзя. Кроме того, VaR-расчеты, построенные даже на многолетней статистике, но периода стабильности, практически полностью теряют предсказательную силу при кризисе.

В отличие от VaR масса риска напрямую не зависит от вероятности наступления события. От вероятности наступления события зависит только виртуальная часть MaR, которая рассчитывается для каждого субъекта по-разному. Реальная же часть MaR рассчитывается исходя из реальных (фактических и планируемых) вложений, величина их известна заранее и от вероятности свершения

риска не зависит. На изменение реальной части MaR может влиять виртуальная часть (например, в случае отношения «кредитор-инвестор» реальная часть MaR кредитора в виде основного долга по кредиту зависит от виртуальной части MaR в виде прибыли инвестора, из которой он будет погашать долг. Но в то же время сумма основного долга по кредиту известна сразу и она не может быть больше первоначального значения).

Например, кредитный «пузырь» – это не только сумма или масса кредитов, выданных заемщикам, вместе с просроченной задолженностью, будущими процентами и т. п., это и средства, обращающиеся на рынке ценных бумаг, так как любая отсрочка платежа влечет за собой кредитные отношения.

Авторы полагают, что масса риска более объективно может учесть риски в банковской системе. В частности, разрешить разногласия в понятиях «просроченная задолженность» и «плохая ссуда» («плохой актив»). В российской банковской системе это разные категории и измеряются они по-разному: просроченной задолженностью считается только то, что не заплатили по долгам. По международным правилам под плохие активы в случае неуплаты подпадает все тело кредита. При мониторинге массы риска любая неуплата влияет на состояние реальной и виртуальной частей MaR (масса риска в случае неуплаты возрастает за счет роста виртуальной части).

По мнению авторов, поскольку значение VaR можно посчитать только для рисков, измеряемых количественно, то встроив (или учитывая) в расчет портфеля MaR, получим более точную оценку рисков. И если, вычисляя величину VaR, эксперты утверждают, что уверены на  $X\%$  (с вероятностью  $X\%$ ), что потери не превысят величины  $Y$  в течение следующих  $N$  дней, то, рассчитав MaR, можно будет сказать: известна стоимость риска в заданный период.

Масса риска присутствует всегда, при любой финансовой операции. Возрастание массы риска не обязательно влечет за собой образование «пузыря» какого-либо вида. Эти две категории сосуществуют в относительном единстве, доходящем до их перехода друг в друга, как философские категории «содержание» и «форма». «Пузырь» является формой, а масса риска содержанием. В отношении «масса риска–пузырь» масса риска представляет подвижную, динамичную сторону процесса, а «пузырь» есть форма выражения, система финансовых связей. Возникновение в ходе жизненного цикла «пузыря» несоответствия содержания и формы

(масса риска, превысившая критическое значение — конечная стадия «пузыря») в конечном итоге разрешается «схлопыванием» текущего «пузыря» (потеря старой формы) и возникновением новой формы, т.е. нового «пузыря», адекватного динамично изменяющейся массе риска. Практически полную аналогию изменения формы и содержания можно наблюдать, вернувшись к рассуждениям о фрактальности «пузырей»: если рассматривать однотипные «пузыри» на разных уровнях экономики, соединяя «микропузыри». Они тут же найдут точки соприкосновения и деформируются, преобразуются в более масштабный «пузырь».

У финансовых «пузырей» наблюдается триединство их составляющих:

- актив, вокруг которого формируется (надувается) «пузырь» — центр «пузыря»;
- сегмент рынка — пространство внутри «пузыря» или тело «пузыря»;
- оболочка, роль которой выполняет масса риска.

Внутри любого «пузыря» есть другие «пузыри», меньшие по размеру. Количество ограничено лишь текущими знаниями о них. Да и рассматриваемый в данный момент конкретный «пузырь» может находиться внутри другого «пузыря», являться центром внешнего «пузыря». Тело «пузыря» не пропадает при схлопывании, а соединяется с окружающим его пространством. Актив, вокруг которого сформировался и лопнул «пузырь», сам по себе остается на рынке, но пропадает как центр «пузыря» до следующего витка образования «пузыря» вокруг этого актива.

Виртуальная часть MaR для каждого сектора финансового рынка (а значит, и типа «пузыря») вычисляется особым образом. Для кредитно-вкладного рынка — это планируемый доход от вкладываемых средств или выдаваемых кредитов, для рынка ценных бумаг — планируемая стоимость ценных бумаг. Кроме того, виртуальная часть MaR зависит и от вида риска.

На глобальном уровне массу риска можно использовать как инструмент для статистической демонстрации характера финансовых «пузырей» и их критической массы.

Согласно имеющейся статистике, можно предположить, что в России в настоящее время потенциально готовы надуться несколько видов «пузырей»: излишней ликвидности, фондовый, финансовый. Причем надувание одного может перерасти в другой — они связаны между собой, они существуют за счет друг друга, критическая масса риска перетекает из одного в другой.

Сегодня на рынке складывается парадоксальная ситуация. По данным Банка России, кредитные организации накопили порядка 2 трлн руб. излишней ликвидности (рис. 2).

Банки, имея излишнюю ликвидность, не кредитуют потому, что спроса на кредиты на текущих условиях и по такой цене нет (темпы удешевления кредитных ресурсов банков отстают от динамики снижения ставок Банком России). Бизнес не берет кредиты еще и потому, что не видит в ближайшей перспективе роста спроса на свою продукцию, поэтому не расширяет сбыт и не модернизирует производство.

Такой ситуации способствовала и политика государства, оказывавшего селективную помощь крупным банкам в части предоставления капитала и ликвидности. Большинство банков оказалось без государственной поддержки, что вынудило их создавать значительный запас ликвидных активов в ущерб развитию кредитования. Кроме того, к накоплению излишней ликвидности привели высокие темпы привлечения средств населения на рублевые депозиты, наблюдающиеся с февраля 2009 г. Важно то, что для банков — это пока дорогие пассивы, так как взяты в период высоких ставок по депозитам. Эти средства сейчас необходимо отрабатывать, увеличивая объемы кредитования, но темпы роста кредитования пока не высоки.

У ситуации с низкой кредитной активностью банков наряду с наращиванием излишней ликвидности за счет роста депозитов есть другая сторона. Если банки не будут наращивать выдачу займов,

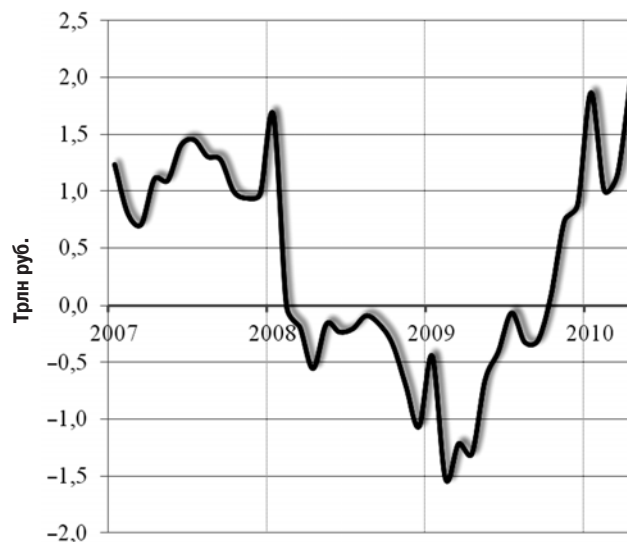


Рис. 2. Остаток привлеченных средств в кредитных организациях после размещения в 2007–2010 гг., трлн руб. [16]



Таблица 3

Резервы Российской Федерации, внешний долг и ввоз/вывоз капитала в 2008–2010 гг., млрд долл. [16, 17]

Период	Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором	Международные резервы России	Совокупный объем средств Резервного фонда РФ	Резервы	Внешний долг
I квартал 2008	-24,4	512,6	130,5	643,1	477,4
II квартал 2008	40	569	130,3	699,3	524,8
III квартал 2008	-19,3	556,8	141	697,8	540,5
IV квартал 2008	-130,3	426,3	137,1	563,4	480,5
I квартал 2009	-35,2	383,8	121,1	504,9	447,5
II квартал 2009	3,3	412,5	94,5	507	468,3
III квартал 2009	-34,1	413,4	76,4	489,8	477,8
IV квартал 2009	8,7	439,5	60,5	500	471,6
I квартал 2010	-14,7	447,4	52,9	500,3	469,9

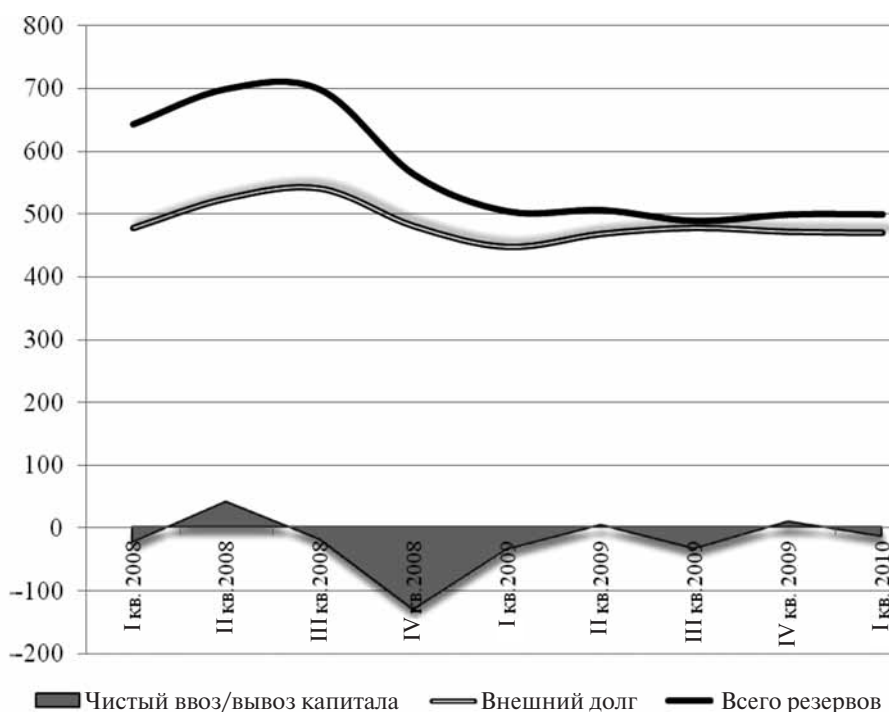


Рис. 3. Резервы Российской Федерации, внешний долг и ввоз/вывоз капитала в 2008–2010 гг., млрд долл.

стабильно снижаются, а акции и облигации имеют существенно меньшие объемы, чем кредитование, либо приносят меньший доход (облигации Банка России, например). И такая тенденция наблюдается не только в нашей стране. Несмотря на принимаемые властями меры, европейские банки также вместо кредитования экономики размещают почти рекордные суммы денежных средств на депозитах ЕЦБ, составляющие ныне 305 млрд евро [13].

Отдельным вопросом является состав и размер резервных фондов государства. То, что резервы необходимы, неоспоримо. Но как они влияют на состояние финансового рынка страны, могут ли стать фактором раздувания

то для них не будет смысла привлекать вклады под высокие ставки. Нужно быть готовыми к тому, что банковские депозиты не принесут реального дохода вкладчикам, если сделать поправку на инфляцию, т. е. получится отрицательная доходность по депозитам населения. В этом случае изменится расчет виртуальной части массы риска для вкладчиков и увеличится реальная часть из-за потери вклада на разницу между процентом по депозиту и процентом инфляции.

В этих условиях банки обращаются к альтернативным видам получения дохода – таким как акции, корпоративные облигации, валютно-обменные операции за счет получаемых иностранных активов. Но иностранные активы в последнее время

«пузырей»? Для резервов ведь тоже можно подсчитать массу риска. Как показывает опыт нашего государства, наличие высокого уровня резервов не влияет на вывоз капитала. В период кризиса совокупный государственный и частный долг оказался примерно равным сумме резервов (табл. 3, рис. 3). При этом проценты по долгам выплачивались зарубежным банкам по ставкам, большим доходности ценных бумаг, в которых хранились резервы.

Угроза возникновения новой волны мирового финансового кризиса реальна, ведь радикально в мировом финансовом устройстве почти ничего не изменилось – различаются только источники накопления денежной массы и раздувания финансового «пузыря». При первой волне кризиса

таким источником был рост рынка ценных бумаг, вернее бурное развитие сложных инструментов, таких как деривативы, обмены обязательств по неплатежеспособности кредитов и т.д. Эти инструменты первоначально были созданы для того, чтобы помочь управлять рисками. Но они же могут использоваться еще и для создания пузырей (когда речь идет о вторых или третьих производных, инвестор не в состоянии оценить риски, требуются все новые расчеты массы риска). При второй волне кризиса источником могут стать финансовые вливания в банковскую систему центральными банками и правительствами согласно антикризисным программам. Наблюдаемая стагнация в кредитной сфере влечет за собой уменьшение производства и возникновение разрыва между финансовым сектором и реальной экономикой, формируя новые пузыри. При этом остается нерешенным вопрос проблемных активов. Банки провели работу по масштабной реструктуризации задолженности. Но до сих пор нет точных оценок того, какая часть реструктурированных ссуд в будущем станет проблемной, т.е. сейчас тяжесть «плохих» активов носит фьючерсный характер. Это в дальнейшем может послужить причиной очередной дестабилизации финансовой системы страны.

В современных условиях мировой «финансализации» сосуществование с «пузырями» – обыденность. Финансовые рынки склонны создавать «пузыри», которые представляют собой не столько хаотичные сбои в работе механизмов рынка, сколько результат системной и намеренной деятельности финансистов и политиков. «Пузыри» позволяют не только корректировать деловые циклы, но и использовать (перенаправлять) изменчивые финансовые потоки [3, 6].

Следовательно, органы регулирования должны взять на себя ответственность за то, чтобы не позволять «пузырям» слишком раздуваться – аудировать процесс. А для этого им нужен инструмент аудита, которым и может стать масса риска как один из ключевых параметров для bubble-risk: и временная характеристика, и механизм расчета критической массы.

«Пузыри», несомненно, есть неотъемлемый атрибут современной экономики. Поэтому теория управления пузырями должна стать наукой с отдельной отраслью знаний – теорией управления массой риска.

Список литературы

1. Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азраиляна. М.: Институт новой экономики. 2007. 1479 с.
2. Дробышевский С. М., Наркевич С. С., Пикулина Е. С., Полевой Д. И. Анализ возможности возникновения «пузыря» на российском рынке недвижимости. М.: ИЭПП. 2009. 136 с.
3. Дроздовская Л. П., Демчук И. Н. Масса риска как показатель, применяемый при расчетах инвестиционных проектов // Вестник Хабаровской государственной академии экономики и права. 2010. № 4. С 30–36.
4. Кругман П. Возвращение великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата. М.: Эксмо. 2009. 336 с.
5. Латынина Ю. Итоги года. Теория экономической относительности. URL: <http://ej.ru/?a=note&id=8717>.
6. Липницкий Д. Эпоха бесконечных «пузырей». URL: [http://strateger.net/epocha-beskonechnix-puzirej-I\\_denis-lipnickij](http://strateger.net/epocha-beskonechnix-puzirej-I_denis-lipnickij).
7. Рожков Ю. В., Дроздовская Л. П. Информационно-кредитный рынок: формирование и регулирование // Банковское дело. 2008. № 7. С. 51–55.
8. Рожков Ю. В., Дроздовская Л. П. О массе риска как инструменте банковского риск-менеджмента // Банковское дело. 2010. № 7. С. 43–48.
9. Сорос Дж. Исправить регулирование: теория рыночного равновесия неверна. URL: <http://www.america.gov/st/econrussian/2009/June/20090714152104naneerg6.390017e-02.html>.
10. Сорнетте Д. Как предсказывать крахи финансовых рынков. Критические события в комплексных финансовых системах. М. 2003. 394 с.
11. Тет Г. Уроки реструктуризации казахского банка // Financial Times. 2010.
12. Чиркова Е. Анатомия финансового пузыря. URL: <http://www.elenachirkova.com/contents-85-85-85.html>.
13. Энрич Д. Положение европейских банков // The Wall Street Journal. 2010.
14. URL: <http://www.ecsocman.edu.ru/text/16207846>.
15. URL: <http://www.rbcdaily.ru/2009/01/20/tek/398043>.
16. URL: <http://www.cbr.ru>.
17. URL: <http://www1.minfin.ru/ru/reservefund/statistics/volume/index.php?id4=5796>.