

## Причины системного кризиса мировой резервной валюты

*Данилевич О. А., соискатель БГЭУ,  
науч. рук. Лукьянова И. А., канд. экон. наук, доцент*

В современном финансовом мире функцию мировых денег выполняет доллар США. Чтобы иметь статус глобальной резервной валюты, национальная валюта государства должна быть стабильной и абсолютно ликвидной. Стремительное развитие экономики Соединенных Штатов Америки в XX в. обусловило доминирующее положение доллара, который получил статус мировой резервной валюты в результате того, что США вышли из двух мировых войн в качестве крупнейшего кредитора. История, особенно экономическая, никогда не повторяется, но часто рифмуется. Страна, которая производит эмиссию мировой резервной валюты, может некоторое время позволить себе иметь торговые дефициты и при этом не волноваться о растущем долге. Однако постоянные торговые дефициты разрушают индустриальную основу этой страны. Спустя три четверти века ситуация изменилась коренным образом и США из крупнейшего глобального кредитора превратились в крупнейшего глобального должника [1].

Действия Федеральной Резервной Системы США по урегулированию кризиса 2008 г. привели к надуванию еще большего пузыря к началу 2020 г., что не могло не отразиться на устойчивости глобальной финансовой системы, которая дала трещину, обозначив начало парадигматического сдвига, который Международный Валютный Фонд назвал в октябре 2020 г. новым «Бреттон-Вудским моментом».

Для того, чтобы понимать причины глобального финансового кризиса 2020 г., необходимо понимать особенности функционирования международной системы «евродолларов», механизмы распределения финансовых потоков через многоуровневые производные финансовые инструменты и секьюритизированные активы; инструменты современного финансового инжиниринга; экономические законы, объясняющие текущий мировой финансовый кризис, а также изменения в мировых финансовых системах, возникающие в результате сдвига парадигм.

### **Доллар США как единица обязательств Федеральной Резервной Системы США**

В ответ на ряд финансовых кризисов в конце XIX – начале XX в. в Соединенных Штатах Америки возникла потребность в инструменте регулирования финансового рынка, в результате чего 23 декабря 1913 г. Конгресс США принял «Закон о Федеральном Резерве» (далее – «Federal Reserve Act»). На основе этого закона была создана Федеральная Резервная Система США

(далее – «Федеральный Резерв», «ФРС»), которая по настоящее время является национальным центральным банком и независимым органом в правительстве США, принимающим решения о денежно-кредитной политике государства, осуществляющим контроль системных рисков на финансовых рынках и обеспечивающим стабильность финансовой системы США в целом.

Для того, чтобы понять причину создания в начале XX в. национального центрального банка в США, необходимо рассмотреть теорию ликвидности на примере истории развития чеканных денег в Голландии. К началу XVII в. в Голландии в обращении находилось более тысячи различных типов монет, в том числе монет иностранных государств, и каждая конкретная монета одного и того же типа немного отличалась по износу. Это создавало проблему для торговцев, так как им приходилось взвешивать не только товар, но и монеты, которые предлагались покупателями в качестве оплаты. Для решения этой проблемы в 1609 г. был учрежден муниципальный Банк Амстердама. Функция банка была проста. Он принимал слитковые монеты на депозит, взвешивал и анализировал их, а затем вносил монеты на счета торговцев в соответствии с реальным содержанием в них металла, а не в соответствии с их номинальной стоимостью. Взамен слитковых монет Банк Амстердама выдавал торговцам банковские векселя в качестве подтверждения наличия реальных денег в хранилище банка. Такие векселя стали прообразом современных чековых книжек. Деньги в виде записей на чековых книжках оказались более ликвидными, потому что были единообразными и в любой момент могли быть легко выкуплены за слитки. Дополнительная ликвидность позволила векселям Банка Амстердама торговаться с премией к ценам на слитки, что позволило получать прибыль, взимая плату за свои услуги. Торговцы предпочитали банковские деньги не потому, что это было выгодно, поскольку банк взимал комиссию за выдачу векселей, а потому, что бумажные деньги были более ликвидными. Спрэд между спросом и предложением был небольшим, и торговля с помощью такого инструмента влекла за собой меньшие операционные издержки. С появлением бумажных векселей появилась необходимость банковского учета. Банк Амстердама учитывал физические депозиты в золоте или серебре как активы, а свои векселя как обязательства. Его единственной функцией, было повышение ликвидности, а не создание кредита. Пока рыночная стоимость металла совпадала с номинальной стоимостью банковских векселей, такие векселя не могли обесцениться. Адам Смит писал о Банке Амстердама: «Нет лучшего основания для доверия к банку, чем тот факт, что каждому гульдену, обращающемуся в качестве банковских денег, соответствует гульден в золоте или серебре, находящийся в хранилищах банка» [2].

Во времена классического золотого стандарта банки выпускали векселя не только взамен слитков, но и взамен краткосрочных коммерческих счетов-

фактур, выпущенных при условии погашения за золото, известных как коммерческие векселя. Коммерческие векселя кардинально отличались от современных ипотек. Сроки погашения таких векселей не превышали 90 дней с момента их выдачи, они могли быть выпущены только после совершения коммерческой сделки, при этом единственным риском оставался расчетный. Векселя были почти неуязвимы для кредитного риска, будучи подкрепленными счетами за потребительские товары, близкими к потреблению, а их короткие сроки означали, что они почти не имели риска изменения процентных ставок. Таким образом, банки, которые монетизировали такие счета-фактуры, добавляли в систему ликвидность, а не кредит. Учредители Федеральной Резервной Системы США признавали это различие между коммерческими векселями и ипотекой, то есть между кредитованием торговли и вложением в инвестиции. Первоначальный устав ФРС позволял банку монетизировать векселя, чеки и коммерческие векселя, возникающие в результате реальных коммерческих сделок, и только со сроком погашения не более 90 дней на момент дисконтирования, но при этом исключал монетизацию векселей, чеков и коммерческих векселей, финансирующих инвестиции, а также выпущенные с целью владения или торговли акциями, облигациями или другими инвестиционными ценными бумагами. Другими словами, Федеральный Резерв США был создан для повышения ликвидности без добавления кредита, что и является исторически надлежащей функцией банка.

Доллар США как номинальная единица мировой резервной валюты создавался в виде банковского векселя, то есть он представляет собой обязательства Федеральной Резервной Системы США перед держателем этого векселя. На момент создания ФРС его резервы состояли из золота и высоколиквидных долговых активов. Так, в конце июня 1917 г. консолидированные активы ФРС состояли на 62% из золота, серебра и их сертификатов, на 22% – из краткосрочных коммерческих векселей и на 6% – из муниципальных, государственных облигаций и облигаций Казначейства США (оставшаяся часть в размере 10% составляла различные суммы, причитающиеся от других учреждений ФРС, и векселя, находящиеся в обращении) [3]. При таком составе активов Федерального Резерва его обязательства (доллар США) ни при каких обстоятельствах не могли уменьшиться в стоимости, поскольку практически не имели кредитного риска или риска изменения процентных ставок. Те, кто держал на руках доллары, могли в любое время потребовать, чтобы Федеральная Резервная Система выкупила их за золото, но при этом мало кто это делал, поскольку доллар был более ликвидным, чем золото, и при этом имел твердую основу.

Во время очередного финансового кризиса в 30-х гг. XX в. в США цены на активы упали по отношению к реальным деньгам (золоту) в результате ликвидации убыточных инвестиций, что привело к финансовому краху

и Великой Депрессии. Президент США Франклин Делано Рузвельт, находящийся в должности с 1933 по 1945 гг., своим декретом от 5 апреля 1933 г. под угрозой административного и уголовного наказания обязал граждан США сдать до 1 мая 1933 г. имеющееся у них золото государству по курсу \$20,67 за тройскую унцию золота. Основной причиной принятия такого декрета была необходимость соблюдения минимального процентного соотношения золота к другим активам ФРС. Этот минимум в размере 40% был установлен Законом о Федеральном Резерве 1913 г. (далее – «Federal Reserve Act of 1913») [4]. Вскоре с принятием 30 января 1934 г. Закона о Золотом Резерве (далее – «Gold Reserve Act») доллар США был девальвирован до \$35 за Тройскую унцию, а полученный в результате девальвации доход был положен в основу Валютного Стабилизационного Фонда Министерства Финансов США (далее – «Exchange Stabilization Fund»). Несмотря на такие непопулярные меры, население США отнеслось к изъятию золота с пониманием, поскольку доллар, обеспеченный золотом и коммерческими векселями, сохранял относительно постоянную ценность по отношению к золоту. Поскольку в то время преобладала теория австрийской школы экономики, экономисты понимали, что это не доллар стал «слишком сильным» в 1930-х гг., а это цены на активы были слишком высокими в 1920-х гг., что привело к их неминуемой коррекции в конце кредитного цикла. Но затем наступил век Джона Мейнарда Кейнса и доминирования кейнсианской модели экономики, и Федеральный Резерв приступил к выполнению своей новой миссии – финансированию правительства США.

#### **Бреттон-Вудская система международных денежных отношений**

В 1944 г. в результате принятия Бреттон-Вудского соглашения представителями 44 государств-участников антигитлеровской коалиции была создана новая международная система организации денежных отношений и торговых расчетов, которая должна была решить ряд проблем военного периода, таких как протекционизм, девальвация национальных валют, нестабильность обменных курсов, а также обеспечить основы денежно-кредитной финансовой стабильности, способствующей глобальному послевоенному экономическому росту и развитию международной торговли. Новая Бреттон-Вудская система основывалась на долларе США как мировой резервной валюте, при этом доллар США должен был быть свободно конвертирован в золото по цене \$35 за Тройскую унцию. Наряду с жесткой привязкой доллара США к золоту, Бреттон-Вудская система вводила ряд мер по контролю за движением мирового капитала.

Представители Советского Союза также принимали участие в этой конференции, при этом СССР. подписал соглашение, но так и не ратифицировал его, усмотрев в нем угрозу для своей финансовой независимости. В результате Бреттон-Вудского соглашения возникли такие организации,

как Международный банк реконструкции и развития (далее – МБРР) и Международный валютный фонд (далее – МВФ). Национальная валюта США, на тот момент свободно конвертируемая в золото, стала базой валютных паритетов и одновременно мировыми деньгами. До Бреттон-Вудской системы мировыми деньгами было золото, при этом в середине XX в. США принадлежало почти 70% его мирового запаса.

Для того, чтобы Бреттон-Вудская система реально заработала, понадобилось почти 15 лет, и процесс адаптации происходил чрезвычайно сложно. Причиной тому была как нехватка долларов США, так и неэффективность самого МВФ, который не обладал инструментами решения послевоенного восстановления стран, пострадавших в результате Второй мировой войны. В результате неэффективности работы МВФ, задачи, поставленные перед Бреттон-Вудской системой, были решены в ходе реализации плана Маршалла и предоставления прямой финансовой помощи Соединенными Штатами, включая англо-американский займ 1945 г. На практике финансовые ресурсы США заменили финансовые ресурсы МВФ, которые были недостаточны для обеспечения глобальной ликвидности. Разница между ростом международных резервов, необходимых для финансирования роста реального производства и торговли и предотвращения дефляции, и недостаточным ростом мировых запасов монетарного золота в значительной мере компенсировалась увеличением официальных резервов в долларах США.

По мере того, как Бреттон-Вудская система превращалась в золотовалютный стандарт на базе доллара США, стали возвращаться прежние предвоенные проблемы классического обменного золотого стандарта: проблемы корректировки курсов национальных валют, проблемы со стабильностью резервной валюты и проблемы ликвидности. Для решения возникших проблем в 1961 г. был создан международный синдикат центральных банков западных стран в составе Федерального резервного банка Нью-Йорка, центральных банков Великобритании, ФРГ, Франции, Италии, Бельгии, Нидерландов, Швейцарии, получивший название Золотого Пула и проводивший свои операции в Лондоне. Золотой Пул ставил перед собой цель добиться стабилизации рыночной цены золота на лондонской бирже на уровне, близкой к официальной цене – 35 долларов США за тройскую унцию. Официальным агентом Золотого Пула являлся Банк Англии, который в течение календарного месяца за счет своих собственных средств осуществлял операции по покупке-продаже золота от имени участников Пула. В конце месяца подводился итог операций. При дефиците со стороны стран-участников недостаток золота, согласно установленным квотам, возмещался центральным банком этой страны в пользу Банка Англии, при профиците, наоборот, Банк Англии распределял купленный металл между участниками, согласно квотам. Золотой Пул как механизм регулирования международного золотого стандарта просуществовал

с 1961 г. по 1968 г. В 1967 г. В результате экономического кризиса в Великобритании произошла девальвация фунта стерлингов, который на тот момент наряду с долларом США все еще имел статус мировой резервной валюты. Золотые биржи охватила паника и в том же 1967 г. от участия в операциях Золотого Пула отказалась Франция, потребовав при этом конвертации имеющихся у нее долларов США в золото по фиксированному курсу. В 1968 г. остальные участники Золотого Пула на экстренном совещании приняли решение прекратить операции на лондонском рынке золота. Распад Золотого Пула создал двухуровневую рыночную систему, которая предусматривала, согласно Бреттон-Вудскому соглашению, фиксированный обменный стандарт в размере 35 долларов за тройскую унцию, а также разрешала операции с металлом на открытом рынке. Это породило ситуацию, получившую название «золотого окна», при которой некоторые участники рынка конвертировали валютные резервы в золото по фиксированному курсу, а затем продавали золото на рынке по более высоким ценам. Такая ситуация спровоцировала быстрое падение реальной стоимости доллара и привела к тому, что золотой запас США упал до самого низкого уровня в пределах 1938 г. На фоне ускорения инфляции в мае 1971 г. Соединенные Штаты Америки в лице действующего президента Ричарда Никсона, вынуждены были в одностороннем порядке отменить прямую конвертируемость доллара США в золото. С отказом от фиксированного курса доллара к золоту в 1971 г. США фактически объявили дефолт в рамках Бреттон-Вудской системы. Несмотря на то, что такие организации, как Международный банк реконструкции и развития (далее – МБРР) и Международный валютный фонд (далее – МВФ) продолжают существовать на сегодняшний день, Бреттон-Вудская система в том виде, в которой она задумывалась, прекратила свое существование в 1971 г. Функцию мировых денег стали выполнять доллары США, которые представляют собой обязательства Федеральной Резервной Системы, которые, в свою очередь, основаны на государственном долге США [5].

### **Система евродолларов как глобальная резервная валюта**

Спустя 3 года после создания Бреттон-Вудской системы, 5 июня 1947 г., выступая с речью в Гарвардском университете США, Джордж Маршалл, отставной генерал, занимавший пост Госсекретаря США в администрации президента Гарри Трумэна, изложил программу помощи в восстановлении разрушенной войной Европы, которая впоследствии получила название «план Маршалла». Маршалл предложил дать Европе астрономическую по тем временам помощь в размере 17 миллиардов долларов США [6]. Впоследствии была создана особая комиссия по экономической помощи, которая работала с правительствами европейских стран, определяя размеры помощи каждой конкретной стране. В период с 1948 по 1952 гг. помощь США получили 18 стран: Австрия, Бельгия, Великобритания, Западная Германия,

Греция, Дания, Ирландия, Исландия, Италия, Люксембург, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Свободная территория Триест, Турция, Франция, Швеция и Швейцария. По этому плану СССР и восточноевропейские страны помощи не получали, а Финляндия отказалась от нее сама. Американская помощь по плану Маршалла поступала в Европу в различных формах: в виде безвозмездного дара в долларах, безвозмездного снабжения товарами и продовольствием, но, в основном, в форме кредитов.

Для осуществления плана Маршалла кредиты, деноминированные в долларах США, отражались в виде записи на счетах, открытых в европейских филиалах американских банков, а затем и в самих европейских банках. Финансирование плана Маршалла положило основу международной системе «евродолларов». Евродоллары получили такое название изначально потому, что так стали называть депозиты в долларах США на счетах клиентов европейских банков в 50-х годах XX века [7]. Евродоллары не имеют ничего общего с евро (EURO), которая является официальной валютой Евросоюза. В развитие системы евродолларов внесли свою лепту такие государства, как СССР и Китай, которые в период холодной войны предпочитали хранить доллары США за пределами США, например, в Канаде, во избежание рисков конфискации своих активов. Президент США Ричард Никсон, следуя доктрине «вьетнамизации» для завершения крайне непопулярной в Соединенных Штатах войны во Вьетнаме, и, не желая использовать для финансовой поддержки этой доктрины французские банки, разрешил открывать филиалы американских банков во Вьетнаме и выдавать через них кредиты в долларах США, в результате чего система евродолларов получила распространение и в Азиатско-Тихоокеанском регионе.

В настоящее время евродолларами называют обязательства банков по депозитам, а также выданные кредиты, деноминированные в долларах США в банках, находящихся за пределами банковской системы США. Чтобы не путать с валютой Еврозоны, евродоллары называют также «оффшорными» долларами (далее – offshore dollars). Необходимо понимать, что система евродолларов без преувеличения является самым крупным источником глобального финансирования, поскольку это большой нерегулируемый финансовый рынок с сотнями тысяч участников по всему миру. По оценкам Банка Международных Расчетов (далее – «BIS», «Bank for International Settlements»), более 90% международной торговли финансируется через рынок евродолларов. Так, по завершению 2019 года общий объем кредитов, выданных за пределами США клиентам банков составил \$12,2 триллиона долларов США [8]. По сути, существуют два рынка: один – это национальная финансовая система США с долларом США в виде национальной валюты, и другой – это международная система евродолларов, и оба эти рынка формально деноминированы в долларах США. Однако возможностью предоставлять фактиче-

скую долларовую ликвидность на оба эти рынка обладают всего две организации – Федеральная Резервная Система США и Казначейство США. При этом внутренний национальный рынок долларов США жестко регулируется, а международный рынок евродолларов централизованно не регулируется никак и никак.

Время от времени в системе евродолларов возникает острая нехватка ликвидности, сопровождаемая резким спросом на доллары США. Естественно, что этот спрос выплескивается на национальный финансовый рынок США, где происходит очередной финансовый кризис. Причина этих кризисов кроется в самой конструкции современной финансовой системы, в которой функцию денег выполняет кредит (долг). Построенная на финансовых активах в виде долгов, выданных под залог, глобальная финансовая система должна постоянно расширяться, чтобы иметь возможность предоставлять новые кредиты заемщикам. Если расширения не происходит, то возникает сокращение предложения кредитных денег в экономике, неплатежи по проблемным кредитам вызывают каскадный эффект неплатежей по цепочке поставок у других заемщиков, что неизбежно приводит к угрозе коллапса всей системы. Помимо этого в финансовой системе, которая вынуждена постоянно расширяться, существуют проблемы нехватки физического залога при постоянно растущей потребности в кредитах. Для решения этой проблемы в 70-х гг. XX в. в США был изобретен инструмент финансового инжиниринга, позволивший виртуализировать ограниченный физический залог. Этот инструмент получил название «секьюритизация».

### **Секьюритизация как инструмент современного финансового инжиниринга**

Секьюритизация – это процесс преобразования кредитного актива или группы активов в ценные бумаги посредством финансового инжиниринга и последующая продажа таких ценных бумаг инвесторам.

Секьюритизация активов на рынке ипотек работает следующим образом. Первый шаг в цепочке секьюритизации начинается с получения кредита в коммерческих банках потенциальными владельцами под залог покупаемых домов или другой недвижимости. Залогодатели подписывают ипотечные векселя (требования к выплатам по долгам), которые являются активами для банков-кредиторов. Эти активы сопряжены с явным риском. Заемщик может не выплатить кредит, поэтому банки стремятся продать такие векселя на рынке. Продавать единичные векселя экономически невыгодно, и это не уменьшает их риски. Что приводит ко второму звену в цепочке: отдельные ипотечные кредиты объединяются в ипотечный пул, который находится в доверительном управлении как залог для ипотечных ценных бумаг (далее – Mortgage Backed Securities, MBS). Таким образом создается новая степень защиты от риска, поскольку уже сам пул ипотек, часто состоящий

из нескольких сотен тысяч и более индивидуальных контрактов, становится новым залогом для инвестиционных банков. Объединяя ипотеки в пулы и превращая кредитные обязательства в ценные бумаги в процессе секьюритизации, банки продают MBS инвесторам и не несут ответственности в случае, если клиент не имеет возможности платить по ипотеке. MBS могут быть выпущены сторонней финансовой компанией, такой как крупный инвестиционный банк или тем же самым банком, который изначально выдал ипотеку, а также такими государственными агрегаторами на рынке ипотек США, как Fannie Mae или Freddie Mac. Инвестиционный банк при этом становится посредником между клиентом, покупающим недвижимость, и инвестором, который финансирует эту покупку. MBS могут быть в дальнейшем проданы участникам вторичного ипотечного рынка в виде залоговых ипотечных обязательств (далее – Collateralized mortgage obligations, CMO), а также их разновидности залоговых долговых обязательств (далее – Collateralized Debt obligations, CDO), которые представляют собой инструменты финансового инжиниринга следующего уровня, поскольку разбивают ипотечный пул на несколько разных частей, называемых траншами.

Каждому из траншей рейтинговые агентства присваивают собственный рейтинг надежности, который, как правило, значительно превышает рейтинги индивидуальных ипотек, лежащих в основе каждого CDO. Транши могут быть структурированы любым способом, который сочтет целесообразным эмитент, что позволяет адаптировать одни и те же MBS внутри CDO для различных профилей допустимого риска. При этом рейтинговые агентства могут присваивать секьюритизированным активам кредитные рейтинги значительно выше, чем рейтинги входящих в их состав финансовых инструментов. В ипотечные ценные бумаги (MBS) с высоким кредитным рейтингом инвестируют обычно пенсионные фонды, в то время как хедж-фонды ищут более высокую доходность, инвестируя в фонды с низким кредитным рейтингом. В любом случае инвесторы получают пропорциональную сумму платежей по ипотечному кредиту в качестве инвестиционного дохода, который является последним звеном в цепочке секьюритизации.

Рынок CMO и CDO чрезвычайно велик, предоставляя значительный объем ликвидности проблемной группе ипотечных кредитов, которые в противном случае были бы весьма неликвидны сами по себе. В процессе секьюритизации происходит виртуализация физического залога, который становится абстрактной величиной в составе сотен тысяч ипотечных договоров, формирующих новый вид залога – секьюритизированный актив. Считается, что секьюритизация уменьшает риск дефолта для инвесторов подобно тому, как работает стандартная диверсификация портфеля. В реальности риск дефолта по долгам внутри многоуровневых секьюритизированных активов многократно увеличивается по мере того, как ухудшается платежеспособность

залогодателя по ипотеке либо уменьшается стоимость самого залога. Это может произойти как в результате экономического спада внутри страны, так и под влиянием внешних факторов. Что и произошло в 2008–2009 гг. на рынке субстандартного кредитования, когда в результате резкого кризиса ликвидности в системе евродолларов ряд европейских и американских банков оказались на грани банкротства. Федеральной Резервной Системе пришлось пойти на беспрецедентные по тем временам меры поддержки финансового сектора США, развернув многочисленные программы рекапитализации кредитного и фондового рынков, которые получили название «количественного смягчения» (далее – Quantitative Easing, QE). В конце 2008 г. в рамках программы QE ФРС купила и разместила у себя на балансе 1,7 триллиона долларов США в результате покупки токсичных активов у банков. За первым QE последуют 600 миллиардов долларов США для QE2, затем кредитная программа «Операция Твист» (далее – Operation Twist), затем 1,6 триллиона долларов США для QE3. К марту 2009 г. Федеральная резервная система нарастила обязательства купить или гарантировать покупку активов на сумму 7,8 триллионов долларов США, в результате чего к 2010 г. удалось рекапитализировать банковскую систему.

Начиная с 2010 года рынок СМО и CDO стал сокращаться, но при этом стал стремительно набирать обороты новый вид финансового инжиниринга, на этот раз на рынке корпоративных кредитов, получивший название залоговых кредитных обязательств (далее – Collateralized loan obligation, CLO). CLO – это секьюритизированные активы, реинкарнация печально известных залоговых долговых облигаций (CDO), ставших причиной бума субстандартной ипотеки, и последовавшего за ним кризиса. CLO, в отличие от CDO, обеспечены не ипотечными закладными, а пулом корпоративных кредитов самого разного качества. Так же, как и в случае с CDO с помощью CLO посредством финансового инжиниринга инвестиционные банки превращает «мусорные» кредиты с рейтингами BB, B и CCC в облигации с инвестиционными рейтингами AAA и BBB. Процесс секьюритизации остается таким же и работает тем же образом, как в случае выпуска CDO, увеличивая, а не уменьшая кредитные риски на каждой следующей ступени виртуализации залога.

Чтобы представлять себе текущую проблему на кредитных и фондовых рынках США, следует отметить, что 2020 г. ознаменовался появлением новейшего вида секьюритизированных активов, фактически структурированных долгов четвертого уровня, которые получили название Collateralized Loan Obligation Exchange Traded Funds (далее – CLOETFs). CLO ETFs – это биржевые фонды (ETF), состоящие из залоговых кредитных обязательств (CLO), которые в свою очередь состоят из кредитов корпоративных долговых обязательств (облигаций) инвестиционного уровня, поскольку их риск распределяется между различными траншами. Первая из этих ценных бумага-

«мутантов» была создана «инженерами» WallStreet в сентябре 2020 г. и получила название AAF First Priority CLO Bond ETF. Она торгуется на фондовом рынке США под тикером AAA, очевидно подразумевая, что этот биржевой фонд инвестирует только в ценные бумаги с рейтингом AAA [9]. 19 октября 2020 инвестиционной компанией Janus Henderson была выпущена еще одна ценная бумага, представляющая биржевой фонд CLO ETF, который инвестирует средства своих клиентов в залоговые кредитные обязательства (CLO) с рейтингом не меньше, чем AAA. При этом, если CLO имеет рейтинг AAA, это не означает, что базовые кредиты тоже имеют рейтинг AAA. Фактически это часто субинвестиционные категории или «мусорные» облигации с рейтингом BB или ниже. Так, например, внутри биржевого фонда, который называется Janus Henderson AAA CLO ETF, на 10-й позиции находится CLO, который называется Magnetite XIX Ltd и имеет рейтинг AAA, при этом базовым залогом в этом CLO являются корпоративные облигации с рейтингами BB, B, вплоть до CCC [10]. Как и во время кризиса субстандартного ипотечного рынка в 2008–2009 гг., рейтинговые компании играют ту же роль в надувании текущего кредитного пузыря на рынке корпоративных долгов. В октябре 2020 г. Массачусетский технологический институт совместно с Техаским университетом провел исследование кредитного риска, заложенного в структуре CLO. Обнаружилось, что в период с марта по апрель 2020 г. рейтинговые агентства S&P и Moody's существенно снизили рейтинги примерно 25% от общего числа залоговых инструментов, входящих в структуру CLO, при этом рейтинги соответствующих траншей CLO снизились всего на 2% [11]. Индивидуальные корпоративные облигации американских компаний с рейтингом ниже BBB чрезвычайно неликвидны, но, будучи упакованы в CLO, а затем в ETF, предлагаются широкому кругу инвесторов, которые теперь могут покупать и продавать их на своем смартфоне. Таким образом, в текущем кризисе финансовой системы США, как и во время Великой Рецессии 2008–2009 гг., наблюдается взрывной рост несоответствия активов пассивам и ухудшение кредитного качества залога, которое маскируется секьюритизацией.

### **Кризис 2019 г. на рынке РЕПО в США как индикатор глобального финансового кризиса 2020 г.**

Постараемся проанализировать причину, по которой очередной кредитный пузырь стал надуваться именно на рынке корпоративных долгов. В 2009 г. ФРС закачала требуемую ликвидность в банковскую систему через QE и другие программы, при этом высокие процентные ставки все еще оставляли Федеральному Резерву пространство для маневра: банкам удалось остановить массовый дефолт на рынке ипотечных кредитов и стабилизировать рынок. Падение процентных ставок вскоре вернуло цены активов на тот уровень, который отвечал изначальным прогнозам, смоделированным

банками, и даже выше этих прогнозов, но вовсе не на тот уровень, где цены на активы устанавливал бы свободный рынок.

Одновременно с программами «количественного смягчения» (QE), проводимыми Федеральной Резервной Системой США, действующая тогда администрация Президента Обамы в экстренном порядке приняла «Закон о восстановлении экономики и реинвестициях» (далее – The American Recovery and Reinvestment Act of 2009, ARRA), согласно которому наряду с другими неотложными мерами экономического стимулирования американским корпорациям в 2009 и 2013 гг. были предоставлены значительные налоговые льготы. Корпорации США стали выпускать долговые обязательства и за счет привлеченных средств скупать свои акции, таким образом уменьшая предложение акций на рынке и увеличивая цену за акцию. Руководители корпораций были заинтересованы в обратном выкупе акций (далее – share buyback), поскольку в виде дополнительной оплаты труда получали опционы на акции собственных компаний. Цены на акции на фондовом рынке гарантированно росли в результате обратного выкупа этих же акций, и руководство компаний получало доход от продажи опционов. Акционеры компаний тоже были довольны, поскольку стоимость их инвестиций на бумаге росла, хотя в реальности акционеры меняли капитал на долги. Благодаря государственному финансовому стимулированию и низким процентным ставкам компании получали большую прибыль, а поскольку платежи по процентам составляли небольшую долю от общего количества денежных потоков, то создавать еще больше долгов не было проблемой. Инвестиционные банки секьюритизировали долги корпораций, превращая их в CLO, которые затем продавали инвесторам на вторичном рынке.

Инвесторами выступали крупные пенсионные фонды, в том числе пенсионные фонды штатов – Иллинойс, Калифорния, Нью-Джерси и ряда других. В условиях низких процентных ставок, в том числе по казначейским обязательствам США, у пенсионных фондов не было возможности генерировать достаточную доходность, чтобы выполнить обещания по пенсионным контрактам, которые они подписали с правительственным сектором, где получателями пенсионных выплат являются пожарные, учителя, работники государственных учреждений и т.д. Во многих штатах за период с 2011 по 2019 гг. были увеличены местные налоги, доходы от которых стали вкладывать в государственные и местные пенсионные фонды. Средства, собранные государственными и местными пенсионными фондами, в целях получения дополнительной доходности были использованы для покупки корпоративных долгов компаний. Тех самых корпораций, которые выкупали свои собственные акции на рынке за счет заемных средств. И какое-то время этот механизм работал, пока не начались системные изменения, связанные с демографическими изменениями в США.

Поколение бэби-бумеров, рожденных в период с 1946 по 1964 гг., по достижении пенсионного возраста в 67 лет, стало массово выходить на пенсию, начиная с 2013 г., и продавать свои вложения на фондовом рынке. По сути, вся пенсионная система США начала распродавать свои портфельные инвестиции из-за выхода на пенсию бэби-бумеров (молодое поколение США обременено долгами за обучение и не имеет значительных свободных денег для инвестиций), а единственными покупателями на рынке акций оставались сами корпорации-эмитенты, которым для обратного выкупа своих акций приходилось привлекать все больше и больше долгов. При этом процентные ставки стали расти. Начиная с 2015 г., ФРС стал проводить политику количественного сжатия, Quantitative Tightening (далее – QT), планомерно повышая процентные ставки в течение следующих трех лет, выведя их на уровень 2,5% годовых в 2018 г. В это время общая экономическая ситуация стала ухудшаться и кредитный цикл из стадии бума устремился в стадию кредитного сжатия. Компании-эмитенты стали получать меньший доход, их денежные потоки стали сокращаться, поэтому рейтинговые агентства стали снижать кредитные рейтинги.

Как только рейтинги компаний-эмитентов ухудшились, они потеряли доступ к свободным ресурсам пенсионных фондов. Пенсионным фондам США законодательно запрещено инвестировать свои средства в активы с рейтингом ниже BBB, то есть в активы с рейтингом мусорных облигаций. Активами для пенсионных фондов выступали залоговые кредитные обязательства (CLO) – секьюритизированные ценные бумаги, в основе которых лежали долги корпораций. Потеряв доступ к пенсионным фондам с гигантским пулом ликвидности, начиная с 2018 г. корпорации вынуждены были выходить в поисках кредитных средств на гораздо меньший по объему рынок, участники которого могут инвестировать в более рискованные активы, а именно рынок РЕПО. Заемщиками на рынке РЕПО, как правило, являются брокеры-дилеры, хедж-фонды, ипотечные и другие инвестфонды, которым нужны краткосрочные деньги для финансирования долгосрочного долга (например, ипотечный инвестфонд может использовать 3-месячные кредиты репо для финансирования 7-летних траншей секьюритизированных ипотечных контрактов). Кредиторами РЕПО являются такие организации, как банки и фонды денежного рынка, которые предоставляют инвесторам и вкладчикам проценты по вложенным средствам. В качестве залога на рынке РЕПО заемщики предлагают кредиторам казначейские обязательства, ипотечные ценные бумаги (MBS) и залоговые кредитные обязательства (CLO) с рейтингом не менее AAA. Залоговые инструменты с рейтингом менее AAA, но не менее BBB могут приниматься со значительным дисконтом. Регуляторный механизм ФРС работает таким образом, что процентные ставки на рынке РЕПО устанавливаются в пределах ставки рефинансирования (на тот момент 2%

годовых) и не могут значительно повышаться. 16 сентября 2019 г. ставка по овернайт кредитам, выдаваемым под залог ценных бумаг, на рынке РЕПО показала прирост в 7% над ставкой ФРС и достигла отметки почти в 10% годовых, что сигнализировало о серьезном кризисе.

Наступление подобного «репокалипсиса» вынудило ФРС немедленно провести интервенцию и снизить процентную ставку до 6.94% годовых, что до по сей день является максимально рекордным значением за всю историю существования рынка РЕПО с США. Причин для возникновения кризиса было несколько: очередной кризис ликвидности на рынке «евродолларов», отток наличных средств, связанный с платежами в бюджет, а также нежелание банков-кредиторов расставаться с ограниченной наличностью, сужая ее под залог секьюритизированных ценных бумаг с повышенным риском. В сентябре 2019 г., чтобы восстановить контроль над процентными ставками, ФРС в течение двух недель купил активов на сумму 181 миллиард долларов, резко увеличив соответствующие статьи баланса. Это программа была названо регулятором «расширением ликвидности» (далее – Liquidity Easing, LE) и представляла собой займы, предоставляемые непосредственно в банковскую систему. С сентября 2019 г. LE стала основным механизмом финансирования рынка жилья и государства. Регуляторы утверждали, что это была временная мера, однако ФРС так и не смогла завершить эту программу кредитования и в результате осталась основным кредитором на этом рынке.

К концу февраля 2020 г. статья баланса ФРС по выкупленным активам на рынке РЕПО составляла уже 143 миллиарда долларов, а общий размер его баланса увеличился с 3,76 трлн долларов в начале сентября до 4,16 трлн долларов к концу февраля 2020 г. Другими словами, системный кризис на кредитном рынке США возник задолго до того, как по глобальному финансовому рынку нанесла удар эпидемия коронавируса.

### **Антикризисные меры Федеральной Системы США как инструмент дефляции**

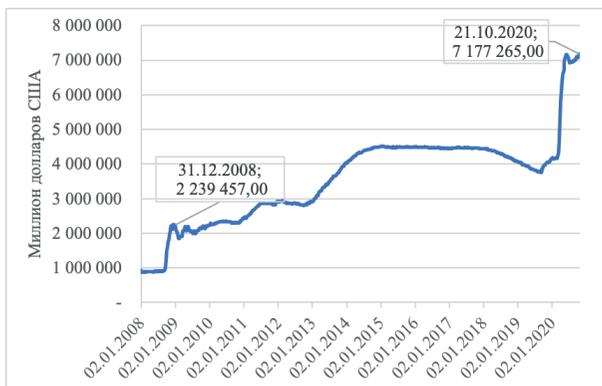
Распространение в мире и в США вируса COVID-19 и последовавший за этим карантин для населения, стал для ФРС прекрасным оправданием того, что им и так пришлось бы сделать: рекапитализировать финансовый рынок. И без всяких колебаний ФРС приступил к делу, руководствуясь инструкцией, разработанной еще во время кризиса 2008 г. 3 и 4 марта 2020 г. ФРС снизил процентные ставки рефинансирования и снизил требования к размеру капиталов банков. Затем с 15 по 23 марта 2020 г. ФРС. снизил ставку по федеральным фондам до 0%; восстановил программы финансирования, существовавшие в 2008 г., открыл линии SWAP кредитования для иностранных центральных банков. В дополнение к этим программам ФРС гарантировал банковские депозитные сертификаты, учредил Фонд финансирования коммерческих бумаг непосредственно у эмитентов и Фонд финансирования

муниципальных долгов административных единиц США со сроком погашения не более двенадцати месяцев, а также открыл кредитную линию для поддержки эмитентов ценных бумаг с рейтингом ВВВ, самым низким инвестиционным уровнем, на одну ступень выше «мусорных» заемщиков. Несмотря на такие беспрецедентные меры, к марту 2020 г. индекс Доу Джонс сократился на 27% и ФРС вынужден был объявить о программе неограниченного количественного смягчения (далее – unlimited QE2), то есть о покупке рыночных активов без ограничений.

Следует отметить, что в то время как кредитные программы по разрешению ипотечного кризиса 2008 г. разрабатывались и осуществлялись в течение восемнадцати месяцев (с сентября 2007 г. по март 2009 г.), перечисленные выше программы 2020 г. были развернуты всего за восемь дней. Никто не ожидал, что в мире начнется эпидемия коронавируса, но, очевидно, у ФРС уже был разработан план действий на случай непредвиденных обстоятельств.

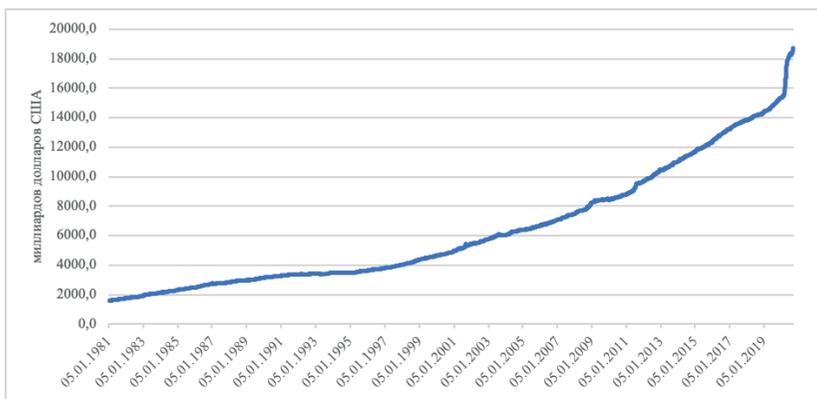
Наравне с действиями центрального банка Конгресс принял законопроект о стимулировании экономики на сумму в 2 трлн долларов США – «Закон о помощи, поддержке и экономической безопасности при коронавирусе» (далее – Закон CARES). Закон CARES включает безвозмездные выплаты в размере 1200 долларов США на каждого взрослого и 500 долларов на ребенка (до определенного уровня дохода), 350 миллиардов долларов в виде займов малым предприятиям (списываемые при условии, что они будут использованы для выплаты заработной платы) и 500 млрд долларов в виде займов крупным корпорациям. После распределения помощи по отраслям у Казначейства осталось 454 млрд долларов для кредитования крупных предприятий. И, в отличие от кредитов малым предприятиям, Казначейство и ФРС объединили свои усилия с целью распределения суммы в десять раз большей чем эта, через специальные инвестиционные механизмы (далее – Special Purpose Vehicle, SPV). ФРС выделил до 4,5 трлн долларов, при условии, что фонды Казначейства спишут первые 10% убытков, а остальная часть будет покрыта за счет эмиссии ФРС. Фактически один доллар потенциальных потерь, поглощенный Казначейством, обеспечивает поддержку кредитов на десять долларов.

Необходимо понимать, что Федеральная Резервная Система создавалась в 1913 г. для решения двух основных задач: оказание финансовой помощи правительству США в финансировании государственного долга и для борьбы с инфляцией, которая была большой проблемой в начале XX в. Согласно «Закону о Федеральном Резерве», центральный банк США может создавать эмиссию, но не может тратить деньги, так как этой функцией обладает только Казначейство США. ФРС осуществляет регулирование денежной массы путем снижения и повышения процентных ставок, сокращения и увеличения обязательных резервов банков на счетах в ФРС, а также путем покупки и продажи казначейских обязательств и облигаций США, а также секьюритизированных активов на рынке РЕПО.



**Рисунок 1.** – Общее количество активов на счетах Федерального Резерва.  
*Источник:* [12]

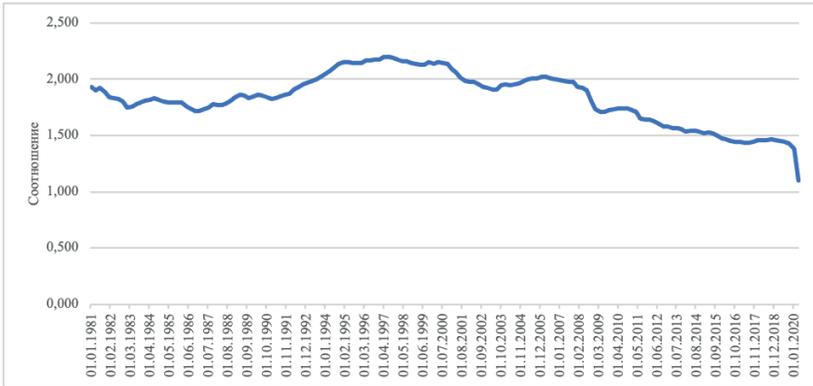
На рисунке 1 изображен график роста активов на счетах Федерального Резерва за период с января 2008 г. по октябрь 2020 г. Во время кризиса суб-стандартного кредитования в 2008 г. выкупил на рынке проблемные активы на сумму порядка 2,2 трлн долларов США, а в октябре 2020 г. сумма его активов исчислялась уже 7,1 трлн долларов США. Данный график коррелирует с графиком общей стоимости показателя M2 – денежной массы США за период с января 1981 г. по октябрь 2020 г., изображенном на рисунке 2.



**Рисунок 2.** – Общая стоимость показателя M2 – денежной массы в США.  
*Источник:* [13]

На рисунке 3 представлен график соотношения ВВП к показателю M2 денежной массы, что представляет собой скорость обращения денежной

массы за период с января 1981 г. по октябрь 2020 г. Из этого графика видно, что несмотря на увеличение M2 наряду с ростом активов на балансе ФРС, скорость обращения денежной массы после 2008 г. планомерно снижалась, что свидетельствует о замедлении экономики США и о дефляции.



**Рисунок 3.** – Соотношение ВВП / M2. *Источник:* [14]

Само по себе увеличение активов на балансе ФРС не является инструментом создания инфляции. Инфляцию могут создать только банки, выдавая кредиты субъектам экономических отношений. В условиях низких процентных ставок банки не могут увеличивать кредитование, поскольку низкие процентные ставки свидетельствуют о неблагоприятных условиях в экономике, в частности, о том, что субъекты хозяйствования испытывают трудности и не готовы наращивать долги, по которым не в состоянии платить проценты. В условиях пандемии и массового карантина банки вынуждены были не только ужесточить условия кредитования для новых заемщиков, но и свернуть уже существующие программы кредитования для текущих заемщиков, так как в условиях глобальной пандемии многие компании или разорились, или проходят через процедуру банкротства. Поэтому антикризисные меры, принимаемые Федеральной Резервной Системы США, оказывают не инфляционное, а дефляционное давление на кредитные рынки. ФРС может создать эмиссию, но не может заставить банки выдавать кредиты. Повысить процентные ставки центральный банк не может, так это вызовет окончательный коллапс экономики. При этом система евродолларов по-прежнему испытывает острую нехватку резервной валюты для обеспечения долларовой ликвидности за пределами США. В этих условиях доллар США не может упасть в цене по отношению к другим валютам, потому что в системе евродолларов на него есть постоянный спрос. В случае, если в «Закон о Федеральном Резерве» будут внесены изменения, позволяющие ФРС

не только проводить эмиссию денег, но и тратить их, а также если Конгресс США предпримет ряд фискальных мер, направленных на предложение денег населению, минуя коммерческие банки, например, через систему цифровых валют центральных банков, тогда следует ожидать резкого изменения экономической ситуации в США в сторону гиперинфляции.

### **Ловушка ликвидности**

В кейнсианской экономической теории под «ловушкой ликвидности» (далее – liquidity trap) понимается ситуация, создавшаяся на кредитном рынке после того, как процентная ставка упала до такого уровня, при котором участники рынка предпочитают наличность, а не финансовые инструменты с предельно низкой процентной ставкой. Предпочтение ликвидности становится практически абсолютным на рынке финансовых активов. «Ловушка ликвидности» возникает тогда, когда физические лица и бизнесы начинают накапливать наличность, опасаясь дефляции, недостаточного совокупного спроса на товары и услуги или катастрофических событий, таких как война или пандемия. «Ловушка ликвидности» характеризуется процентными ставками, близкими к нулю, а также изменениями в денежной массе, которые не могут трансформироваться в изменение уровня цен, иными словами, при наращивании денежной массы не происходит инфляция.

Рассмотрим внимательно, как устроен механизм «количественного смягчения» (QE), который ФРС использует для регулирования процентных ставок на рынке РЕПО с сентября 2019 г. Механизм «количественного смягчения» представляет собой обмен (swap), при котором ФРС, центральный банк США, обменивает банковские резервы коммерческих банков, находящиеся на резервных счетах в центральном банке, на резервные активы. При этом происходит снижение процентных ставок по долговым обязательствам ФРС, что и является основной целью программ «количественного смягчения» (QE). Для того, чтобы продолжать программы «количественного смягчения» (QE), Федеральной Резервной Системе США необходим постоянный приток средств на резервных счетах коммерческих банков в центральном банке (ФРС). Постоянный приток средств на резервных счетах банков возможен только при постоянном притоке депозитов на счета вкладчиков в коммерческих банках. За счет увеличения банковских депозитов происходит увеличение обязательных резервов на счетах банков в ФРС. В результате жестких карантинных мер, принятых в США в связи с объявленной пандемией COVID-19, резко ограничивших расходы домохозяйств, денежная масса на текущих счетах вкладчиков выросла до 2 трлн долларов США в 2020 г. Поскольку коммерческие банки обязаны платить проценты по вкладам, у них обычно есть два способа, которыми можно заработать средства на уплату процентов вкладчикам. Первый и традиционный способ – это выдать кредиты заемщикам. В условиях пандемии и экономического коллапса

этот способ работать не может, так как в неблагоприятных экономических условиях банки не могут кредитовать заемщиков, поскольку последние не могут в таких условиях гарантировать оплату процентов и возврат кредитов. Второй способ заработать деньги для выплаты процентов по вкладам – это покупка коммерческими банками на первичных аукционах ценных бумаг Казначейства США и долгосрочных облигаций ФРС с процентным доходом. За счет получения процентного дохода выплачивается минимальный процент по вкладам и текущим счетам физических и юридических лиц. За счет увеличения денежной массы на вкладах в коммерческих банках происходит не только увеличение резервов на счетах банков в ФРС, но возникают дополнительные свободные ресурсы у банков для покупки государственного долга США. Далее в результате операций на рынке РЕПО центральный банк США в рамках механизма «количественного смягчения» (QE) обменивает имеющиеся на его балансе резервы коммерческих банков на резервные активы, осуществляя покупку казначейских обязательств и долгосрочных облигаций ФРС. В результате внутренней проводки по счетам коммерческих банков на балансе центрального банка, у банков увеличиваются резервные активы за счет снижения обязательных резервов по привлеченным вкладам. При этом, вопреки расхожему мнению, операции ФРС в рамках механизма «количественного смягчения» (QE) приводят не к увеличению, а к уменьшению ликвидности, так как возникающая при этом дополнительная эмиссия денег остается на балансе центрального банка и не поступает в реальную экономику. Более того, для поддержания низких процентных ставок, позволяющих обслуживать беспрецедентный долг США, Федеральная Резервная Система вынуждена продолжать программу «количественного смягчения» (QE) в течение неопределенного времени. Для чего коммерческим банкам необходимо если не наращивать, то хотя бы не снижать уровень существующих резервов под вклады населения. Именно поэтому в рамках программы фискального стимулирования экономики Конгресс США принял Закон CARES на сумму в \$2 триллиона долларов, при администрации Президента Дональда Трампа в 2020 г., а также новый пакет стимулирования экономики на \$1,9 трлн долларов «План спасения Америки» (далее – Закон American Rescue Plan) при администрации Президента Джоозефа Байдена. В условиях карантинных мер и ограничений данные фискальные меры стимулирования экономики обеспечивают ФРС необходимыми резервами для продолжения программы «количественного смягчения» (QE) с целью удержания процентных ставок на минимальном уровне.

Если уровень вкладов населения в коммерческих банках начнет снижаться, то уровень резервов коммерческих банков упадет до такой степени, что механизм «количественного смягчения» перестанет работать, в результате чего перестанет работать механизм сдерживания роста процентных ставок.

При резком увеличении процентных ставок США не смогут обслуживать внешний долг, что, в свою очередь, приведет к фактическому дефолту по государственному долгу.

Таким образом, следует признать тот факт, что действия ФРС привели финансовую систему США в «ловушку ликвидности», выбраться из которой с помощью существующих механизмов регулирования финансового рынка не представляется возможным. Деньги, которые в 2020 и 2021 гг. уже поступили в финансовую систему, не будут использоваться для создания новых активов и производственных мощностей: цель этих фискальных программ – позволить ФРС оплачивать текущий долг США.

### **Заключение**

В современной мировой денежной фиатной системе функцию денег выполняет кредит (долг). Подкрепленный далеко не золотом и краткосрочными коммерческими векселями, как 100 лет назад, доллар США опирается на государственный долг США и секьюритизированные активы, в основе которых лежат акции убыточных компаний. Растущий спрос на резервную валюту в международной системе евродолларов и антикризисные меры Федеральной Резервной Системы, ведущие к уменьшению предложения долларов в этой системе, могут вызвать кратковременный рост доллара США по отношению к другим национальным валютам, но в долгосрочной и даже среднесрочной перспективе могут привести к девальвации и потере статуса резервной валюты.

Несмотря на то, что последствия пандемии COVID-19 для мировой экономики сопоставимы с последствиями второй мировой войны XX в., коронавирус не является основной причиной кризиса, он является булавкой, проткнувшей мировую кредитный пузырь. В основе глобального финансового кризиса 2020–2021 гг. лежит кредитный риск, так как финансовая система находится в состоянии, близком к системному дефолту. Ликвидация активов, падение стоимости залогов в сочетании с резким сокращением экономической активности из-за пандемии коронавируса означает, что многие заемщики (правительства, корпорации и частные лица), оставшиеся без доходов и обремененные долгами, столкнутся с неизбежным дефолтом. Банкротство заемщиков повлечет за собой банкротство банковской системы и разрушение существующих механизмов и инструментов мировой финансовой системы.

Международная система евродолларов в условиях карантинных мер в рамках пандемии COVID-19 испытывает острую нехватку резервной валюты для обеспечения долларовой ликвидности за пределами США. В этих условиях доллар США не может упасть в цене по отношению к другим валютам, потому что в системе евродолларов на него есть постоянный спрос. При этом антикризисные меры Федеральной Резервной Системы США, направленные на поддержание ликвидности в долларовой зоне, в реальности

приводят к снижению ликвидности, так необходимой для преодоления кризиса мировой резервной валюты. Программы ФРС по осуществлению «количественного смягчения» (QE) с целью удержания процентных ставок на минимальном уровне, а также фискальные стимулы правительства США не приводят к желаемому выходу из кризиса, а усугубляют его, создавая «ловушку ликвидности» и дефляцию в долларовой зоне.

В создавшихся условиях острая нехватка доллара США в системе евродолларов неминуемо приведет к девальвации национальных валют по отношению к «сильному» доллару США, что в свою очередь заставит страны-участники мировой экономики постепенно отказываться от использования доллара США как мировой резервной валюты. Очевидно, что речь идет о сдвиге парадигм, который происходит в системе международных денег и национальных валют в условиях непрерывно растущего государственного долга США.

В качестве мер по предотвращению системного коллапса на первый план выходят совместные действия центральных банков ведущих стран мира по созданию новой глобальной финансовой системы. В условиях кардинальной смены парадигм от государств, корпораций и физических лиц потребуются совместные усилия по выработке мер, необходимых для выхода из кризиса. В своем обращении к общественности 15 октября 2020 г. исполнительный директор Всемирного банка Кристалина Георгиева назвала это событие новым Бреттон-Вудским моментом.

### Литература

1. U.S. Debt Clock in real time [Electronic resource] / US Debt Clock.org. – Mode of access: <https://www.usdebtclock.org/>. – Date of access: 22.03.2021.
2. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Adam Smith – 1904 [Electronic resource] / MetaLibri. Page 368–375. – Mode of access: [https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA\\_WealthNations\\_p.pdf](https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_WealthNations_p.pdf). – Date of access: 22.03.2021.
3. Federal Reserve Bulletin. Issued by the Federal Reserve Board at Washington. July 1, 1917, page 573–574 [Electronic resource] / Government Printing Office. Washington, 1917. – Mode of access: [https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/1910s/frb\\_071917.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/FRB/1910s/frb_071917.pdf). – Date of access: 22.03.2021.
4. Federal Reserve Act of 1913. United States Congress [Electronic resource] / FRASER. Discover Economic History/Federal Reserve – December 23, 1913. – Mode of access: <https://fraser.stlouisfed.org/title/federal-reserve-act-975>. – Date of access: 22.03.2021.
5. The Gold Pool (1961–1968) and the Fall of the Bretton Woods System. Lessons from Central Bank Cooperation. Michael Bordo, Eric Monnet, Alain Naef [Electronic resource] / NBER Working Paper Series. Working Paper 24016, November 2017. National Bureau of Economic Research. 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA, 02138. – Mode of access: [https://economics.ucdavis.edu/events/papers/copy2\\_of\\_417Bordo.pdf](https://economics.ucdavis.edu/events/papers/copy2_of_417Bordo.pdf). – Date of access: 22.03.2021.

6. Плащинский, А. А. План Маршалла во внешней политике США / А. А. Плащинский / ред. И. Т. Касавина. – М. Альфа-М, 2012. – С. 5–12.

7. The Euro-Dollar Market: An Interpretation. Alexander K. Swoboda [Electronic resource] / Essays in International Finance, No 64, February 1968. International Finance Section. Department of Economics, Princeton University, Princeton, New Jersey. – Mode of access: <https://ies.princeton.edu/pdf/E64.pdf>. – Date of access: 22.03.2021.

8. BIS global liquidity indicators at end-December 2019 [Electronic resource] / Bank for International Settlements/Statistics – 27 April 2020. – Mode of access: <https://www.bis.org/statistics/gli2004.htm>. – Date of access: 22.03.2021.

9. First ETF Tracking \$700 Billion CLO-Market Starts Trading. Catherine Greifeld [Electronic resource] / Bloomberg. September 09, 2020. – Mode of access: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-09-09/first-etf-tracking-the-700-billion-clo-market-starts-trading>. – Date of access: 22.03.2021.

10. JAAA, AAA CLO ETF. Janus Henderson Investors [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.janushenderson.com/en-us/advisor/product/jaaa-aaa-clo-etf/>. – Date of access: 22.03.2021.

11. Griffin, John M and Nickerson, Jordan. Are CLO Collateral and Tranche Ratings Disconnected? [Electronic resource] / SSRN. October 08, 2020. – Mode of access: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3707557](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3707557). – Date of access: 22.03.2021.

12. Assets: Total Assets: Total Assets (Less Eliminations from Consolidation). FRED [Electronic resource]. – Mode of access: <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>. – Date of access: 22.10.2020.

13. M2 Money Stock. Federal Reserve Bank of St. Louis [Electronic resource] FRED. Economic data. St. Louis Fed. – Mode of access: <https://fred.stlouisfed.org/series/M2>. – Date of access: 22.10.2020.

14. Velocity of M2 Money Stock. Federal Reserve Bank of St. Louis [Electronic resource] FRED. Economic data. St. Louis Fed. – Mode of access: <https://fred.stlouisfed.org/series/M2>. – Date of access: 22.10.2020.

## **Взаимозависимость методологии (принципов) и методов оценки финансово-экономического положения предприятия**

*Дроб М. С., студ. VI к. БГУ,  
науч. рук. проф. Боровская Е. А., канд. экон. наук, доцент*

В условиях современной рыночной экономики каждое предприятие ставит перед собой цель не только получения прибыли, но и формирования конкурентоспособности и лидирующих позиций на рынке. Однако для того, чтобы быть конкурентоспособным, необходимо проводить финансово-