

**МОНЕТАРНЫЕ И ФИСКАЛЬНЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ВРЕХИТ И ПЕРСПЕКТИВЫ ФУНТА СТЕРЛИНГОВ СКВОЗЬ ИСТОРИЧЕСКИЕ АНАЛОГИИ УПРАВЛЯЕМЫХ ДИСПРОПОРЦИЙ****Сергей Владимирович АНУРЕЕВ**

доктор экономических наук, профессор департамента общественных финансов,  
 Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,  
 приглашенный преподаватель магистерских программ экономического факультета,  
 Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова,  
 Москва, Российская Федерация  
 anureev@bk.ru

**История статьи:**

Принята 23.11.2016  
 Принята в доработанном  
 виде 15.12.2016  
 Одобрена 16.12.2016  
 Доступна онлайн 15.02.2017

УДК 336.01

JEL: N24, P44

**Ключевые слова:**

государственный долг,  
 дефицит, счет текущих  
 операций, денежный  
 агрегат, квазидефолт

**Аннотация**

**Тема.** Статья посвящена монетарным и фискальным предпосылкам выхода Британии из Евросоюза (Brexit) и перспективам фунта стерлингов.

**Цели.** Показать на основе анализа статистики значительные монетарные и фискальные диспропорции в Великобритании после 2008 г., а также подготовку Британского казначейства и Банка Англии к турбулентности Brexit. Выявить трудности устранения этих диспропорций классическими мерами монетарной и фискальной политики.

**Методология.** Применен метод сравнительного исторического анализа. Представлена ретроспектива похожих знаменитых кейсов существенных изменений курсов резервных валют на фоне ярких политических событий для устранения диспропорций и выкупа бумаг. Кроме того, использован метод экономического моделирования.

**Результаты.** Отмечено, что за политической нетипичностью прячутся фундаментальные предпосылки девальвации фунта и выкупа падающих в цене британских бумаг. Построена экономическая модель, позволяющая проанализировать типичные действия по устранению диспропорций в комбинации с управляемыми политическими потрясениями и согласованными действиями центробанков различных стран. Показаны преимущества нетипичных действий на стыке финансов и политики на примере сценариев финансовой системы Британии после Brexit.

**Выводы.** В краткосрочной перспективе вероятны негативные прогнозы – продолжение политической и валютной турбулентности, стагнации курса фунта и стоимости активов в фунтах. Вполне предсказуемо нарастание устойчивости политической системы Британии к вызовам Brexit, а также объемов валютных интервенций и выкупа активов в фунтах. В итоге это должно породить последующий среднесрочный устойчивый экономический рост, а также увеличение стоимости активов в фунтах и самого курса британской валюты.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

**Введение**

Самым волатильным макропоказателем Британии является обменный курс фунта стерлингов (далее – фунт), особенно на фоне его резервного статуса. Именно значительные волны изменения курса в диапазоне 2,1–1,3 долл. США за фунт в течение одного экономического цикла кумулятивно выражают диспропорции в фискальной и монетарной сферах Британии. Эти волны показаны на рис. 1.

Финансовый кризис в 2008 г. Великобритания встретила с одними из лучших показателей

среди крупных европейских стран (см. данные статистики<sup>1</sup> в табл. 1). Так, за 2007 г. государственный долг составлял всего 38% валового внутреннего продукта (ВВП), бюджетный дефицит был меньше 1% ВВП. Дефицит текущего счета платежного баланса составлял 2,4% ВВП, или 0,5% иностранных активов Британии. Иностранные активы Британии в 5,2 раза превышали ВВП (на пике в 2008 г. показатель был кратным 6 ВВП) и по сравнению с зарубежными обязательствами

<sup>1</sup> Здесь и далее – макростатистика из британского аналога Росстата. URL: <https://www.ons.gov.uk/economy>

были немногим меньше или даже больше в 2008 г.

Прирост иностранных активов и обязательств за предкризисный 2007 г. составил 62% ВВП, что отражало уверенность инвесторов в хороших перспективах британской финансовой системы. Тогда за фунт давали больше двух долларов, что было историческим максимумом с 1980-х гг.

Кризис 2008 г. и последовавшие бюджетные решения обернулись рекордным ростом государственного долга (разве что Испания из всех стран G20 наращивала его столь же быстро). Если в 2007 г. бюджетный дефицит составлял 13 млрд фунтов, то в 2009 и 2010 гг. он приближался к 100 млрд.

Начиная с 2011 г. бюджетный дефицит последовательно снижался на 10–15 млрд фунтов ежегодно, наиболее успешно – до 44 млрд фунтов в 2015 г. (все же этот успех в 3,5 раза больше образцового 2007 г.). Результатом агрессивной бюджетной политики стал рост государственного долга за 2008–2015 гг. без малого в 3 раза в фунтах и в 2,3 раза относительно ВВП (с достижением 85% по этому показателю).

Еще одна диспропорция – сальдо текущего счета – находилась в анализируемые годы в противофазе с фискальной несоразмерностью. В 2007 г. сальдо было 38 млрд фунтов (в 3,4 раза больше низкого бюджетного дефицита), затем оно хронически росло и достигло 100 млрд фунтов, или 5,4% ВВП в 2015 г., увеличившись в абсолютной величине в 3 раза и относительно ВВП – в 2,5 раза.

Впрочем, на фоне 9–10 трлн фунтов иностранных активов и обязательств Британии сальдо 2015 г. в 100 млрд фунтов составляет всего 1% и вполне может быть управляемым. Однакостораживают тенденция роста сальдо и, главное, стагнация иностранных активов и обязательств, которые не только не достигли рекорда 2008 г., но и упали в 2015 г. на уровень границы между 2009 и 2010 гг.

Рекордный рост сальдо во многом обеспечила именно бюджетная консолидация, которая ударила по привлекательности Великобритании

для состоятельных инвесторов. Самым важным в комбинации двух диспропорций стала антиофшорная компания, особенно в условиях доминирования финансового сектора Британии в структуре ВВП и международном разделении труда, наличия известнейших офшорных юрисдикций и схем для нерезидентов. Другими мерами были повышение налогов на богатых резидентов и иностранных владельцев британской недвижимости. Более того, эти факторы проявили себя тенденцией задолго до референдумов по Шотландии и Евросоюзу.

### **Значительный делеверидж и накопление резервных активов Великобритании**

Наиболее показательным для делевериджа является иностранная инвестиционная позиция Британии. В стабильном 2007 г. ее иностранные активы и обязательства колебались около 8 трлн фунтов, или пяти ВВП. В иностранных активах и обязательствах значительная компонента выражена в других, помимо фунта, резервных валютах.

На фоне резкой (на треть) девальвации фунта к доллару во время кризиса 2008 г. иностранные активы и обязательства Британии подскочили до 11,2 трлн фунтов, или 7,2 ВВП. Затем вплоть до раскрытого в статистике конца 2015 г. они колебались вокруг 10 трлн фунтов, несмотря на некоторый рост экономики и сохранявшийся низкий валютный курс. В конце 2015 г. иностранная инвестиционная позиция Британии была кратна 5,3 ВВП, что явно контрастирует с пиковым соотношением в 7,2. Такой явный делеверидж особенно важен на фоне финансово-банковской специализации Британии в мировом разделении труда.

Еще одним значимым показателем делевериджа является сокращение совокупных активов английских банков с 4,2 трлн фунтов в 2010 г. до 3,4 трлн фунтов в 2015 г. (на четверть). Вновь следует подчеркнуть фон в виде умеренного роста экономики и цен, важности банковской системы для британской экономики и значительных объемов программы количественного смягчения Банка Англии.

Активы существенно падали за два коротких интервала времени в 2010 и 2014 гг., когда свергывались кризисная бюджетная помощь банкам и выкуп бумаг в рамках количественного смягчения. Падение активов банков связано также с ужесточением надзорных требований Банка Англии по качеству активов и достаточности капиталов и проведением жестких стресс-тестов.

Делеверидж и бегство от риска подчеркиваются ростом международных резервов и агрегатом M1. В конце 2007 г. британское правительство и Банк Англии располагали 98 млрд долл. активов (25 млрд долл. чистых активов), а в конце 2015 г. активов было уже на 133 млрд долл. и чистых активов – на 39 млрд долл.

Условные резервные активы экономических субъектов (таким параметром можно считать денежный агрегат M1) выросли с конца 2007 г. по конец 2015 г. с 0,82 до 1,51 трлн фунтов. Рост обоих показателей контрастирует со слабым ростом ВВП, сокращением британской международной инвестиционной позиции и совокупных активов английских банков.

Типичным объяснением роста резервных активов является отсутствие перспективных объектов инвестирования. Все же более правильным следует считать нарастание ожиданий потрясений, а величина резервов указывает, что эти потрясения могут превысить уровень 2008 г.

Хор голосов в предсказание новых экономических неурядиц был заметно сильнее доводов сторонников «мягкой посадки» британской экономики при том или ином исходе референдумов по Шотландии и Евросоюзу. Как минимум следует указать, что Банк Англии сознательно копил резервы под референдумы, а многие крупнейшие банки и спекулянты предвещали одномоментное падение фунта на 20%<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Rachel Middleton. EU referendum: Bank of England builds \$98bn Brexit war chest to defend the pound. URL: <http://www.ibtimes.co.uk/eu-referendum-bank-england-builds-98bn-brexit-war-chest-defend-pound-1542482>

## Фискальные и монетарные программы поддержки экономики Великобритании

Первейшую роль в резком росте бюджетного дефицита и последовавшем его умеренном сокращении сыграла помощь банкам. Эти меры включали в себя докапитализацию из бюджета, а также бюджетные гарантии по долгам банков, кредиты рефинансирования.

Общий объем поддержки в 2008–2009 финансовом году составил 500 млрд фунтов, что сопоставимо с общими бюджетными расходами в размере 618 млрд фунтов<sup>3</sup>. С 2011 г. указанные три канала поддержки банков были заменены на покупку Банком Англии казначейских облигаций (gilts) в рамках британской версии программы количественного смягчения. Общий объем программы достиг 375 млрд фунтов к концу 2015 г., финансируясь в основном за счет резервных и корреспондентских счетов банков<sup>4</sup>.

Британский финансово-банковский сектор хотя и доминирует с 8% в структуре ВВП, но все же чрезмерно велик и представляет собой системную угрозу. Этому вопросу британское казначейство (аналог Минфина России) даже уделило специальный раздел в одном из программных докладов<sup>5</sup>.

Ситуация была наглядно показана на графике с осями активов финансового сектора и бюджетного дефицита в отношении к ВВП по европейским странам. Британия, по данным за 2010 г. (примерно 600 и 9% ВВП соответственно), лидировала с явным отрывом, особенно от других крупных стран.

Механизм докапитализации банков, или количественного смягчения, теоретически понятен, но больше вопросов касательно времени денежных инъекций и их финансового результата для государства.

<sup>3</sup> Rescue plan for UK banks unveiled. URL: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7658277.stm>

<sup>4</sup> Balance Sheet and Weekly Report. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/balancesheet/default.aspx>

<sup>5</sup> UK Financial Strategy to OECD Senior Budget Officials. URL: <https://www.oecd.org/gov/budgeting/48137728.pdf>

В поиске ответов были сопоставлены многие макроэкономические и монетарные показатели Британии: темпы прироста ВВП, дефицит бюджета и платежного баланса, динамика валютного курса, спреда и цены казначейских облигаций, индексы акций, денежные агрегаты M1 и M4.

Исходя из анонсов и отчетов Банка Англии, ключевыми факторами для раундов были чрезмерный рост процентных ставок (рост доходности облигаций и падение их рыночных цен), а также угроза дефляции (возможность денежной эмиссии без разгона инфляции). Значимыми факторами в отчетах аналитиков были угроза стагнации экономики, нарастание бюджетного и платежного дефицитов, кумулятивно следующее из этих опасений падение обменного курса фунта.

На основе анализа указанных показателей следует отметить прямую корреляцию объемов количественного смягчения с агрегатом M1 и объемом государственного долга, обратные корреляции по совокупным активам банков и международной инвестиционной позиции<sup>6</sup>.

Безналичные компоненты M1 в значительной пропорции хранятся коммерческими банками на счетах в Банке Англии, как минимум фондируя программу количественного смягчения с учетом структуры баланса Банка Англии.

Корреляция между объемами количественного смягчения и казначейскими облигациями очевидна, поскольку это две стороны одной монеты, то есть фонд и его инвестиции. Два показателя с обратной корреляцией указывают на сокращение числа иностранных клиентов британских банков, каковое отчасти и вынужден замещать Банк Англии.

Вряд ли можно говорить о бегстве инвесторов от риска, поскольку казначейские облигации

<sup>6</sup> Графически корреляция лучше всего смотрится на сайте по указанной далее ссылке, где представлены сотни разных статистических показателей с возможностью их графического комбинирования (см. график в начале статьи сайта).  
URL: <http://www.tradingeconomics.com/united-kingdom/government-bond-yield>

из портфеля программы количественного смягчения едва ли следует считать менее надежными по сравнению с растущими средствами на текущих счетах в британских банках.

Финансовый результат реализации программы количественного смягчения легко найти на сайте Банка Англии в виде годовых отчетов фонда – оператора программы APF<sup>7</sup>.

Отчет о прибылях и убытках фонда в 2015 г. был составлен по требованиям Международных стандартов финансовой отчетности, как если бы фонд был частным банком, с выделением переоценки портфеля.

Итак, за 2015 финансовый год портфель бумаг фонда составил 404 млрд фунтов, и учреждение заработало 41,3 млрд фунтов. Главное – в составе доходов 27 млрд фунтов пришлось на переоценку бумаг и 14,3 млрд фунтов – на купонный доход.

Получается выдающийся результат доходности портфеля безрисковых казначейских облигаций: больше 10% годовых (при ставках купонного дохода 2–3% годовых). Объяснить такую доходность можно только покупкой казначейских облигаций на вторичном рынке по ценам заметно меньше номиналов во время значительных коррекций, а также монопольным доступом к ликвидности Банка Англии.

### **Примеры выкупа государственных облигаций во время паники по ценам заметно ниже рыночно-долгосрочных**

Отечественный банковский бизнес знает примеры выкупа государственных облигаций по заниженным ценам во время паники за деньги, мягко говоря, не из частного сектора.

По результатам отражения в финансовой отчетности операций за 2015 г., ее аудиторского заверения и опубликования выделился банковский холдинг «Открытие». Как сообщало агентство РБК<sup>8</sup>, «Открытие Холдинг» оказался держателем 74% выпуска

<sup>7</sup> Annual Report 2015/16 – Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited.  
URL: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/default.aspx>

евробондов «Россия 30» на... почти 1 трлн руб. ... Банк начал скупать «Россию 30» в конце 2014 г., большую часть он купил на средства, привлеченные в ЦБ по сделкам валютного РЕПО».

Доходности по облигациям значительно обремененных долгами стран G7 находятся на уровне 1–3% на протяжении многих лет. Купонный доход по долгосрочным валютным еврооблигациям России доходил до 7,5% годовых, а их котировки до 2014 г. поднимались до 120% от номинала. На «дне» рынка в начале 2015 г. они опускались ниже этой отметки, затем отскочили к концу года вверх на 15–18%. Валютное фондирование привлекалось от Банка России под 2% годовых. Так что «Открытие Холдинг» послужил отечественным аналогом британского APF фонда.

Самым знаменитым и объемным кейсом кризисного выкупа облигаций являются действия Федеральной резервной системы (ФРС) США, особенно в 2008–2010 гг. В историю вошли гигантские раунды количественного смягчения с казначейскими облигациями, однако был и нетипичный выкуп ипотечных облигаций Fannie Mae и Freddie Mac на сумму до 1,25 трлн долл. в 2010 г.<sup>9</sup> ФРС зарабатывала на выкупленных ипотечных бумагах рекордные прибыли по 31–51 млрд долл. в год, даже без учета переоценки бумаг<sup>10</sup>.

Выкупаемые облигации выпускались по докризисно высоким ставкам купонного дохода 6–7% годовых. Фондировался выкуп бесплатными средствами на банковских счетах и крайне дешевыми депозитами под 0,5–0,25% годовых<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> «Открытие» вложило в евробонды «Россия 30» почти триллион рублей. URL: <http://www.rbc.ru/finances/04/05/2016/572a12f09a7947d17e5c8e37>

<sup>9</sup> For immediate release. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>

<sup>10</sup> Годовые отчеты ФРС США за 2011–2015 гг. URL: <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report>.

<sup>11</sup> Jim Puzanghera. Federal Reserve to send record \$98.7-billion profit to Treasury. URL: <http://www.latimes.com/business/la-fi-federal-reserve-profit-20150109-story.html>

Долгосрочные облигации выкупались в 2008–2009 гг. по цене немногим меньше номинала и в середине 2016 г. котировались вокруг 130% от номинала, что дало бы ФРС еще на порядок больший доход. Американский регулятор все же не отражает переоценку в доходах, как это делает Банк Англии, понимая, что при повышении процентных ставок придется показывать убытки от переоценки.

Второй важный пример существенных изменений денежных агрегатов и объемов государственных облигаций на фоне изменений валютных курсов относится к начальным годам существования евро. При введении этой валюты ее курс ожидался на уровне 1,15–1,25 долл. за евро с оптимизмом по поводу будущей ревальвации евро по тренду немецкой марки.

Однако в реальности курс евро достаточно быстро упал до 0,83 долл. и находился на столь низком уровне больше двух лет вплоть до 2002 г. Заниженный курс евро сопровождался нарастающим валом комментариев относительно бесперспективности такой валюты, бегства инвесторов в сторону дорогого доллара.

Тренд курса евро/доллар в 2002 г. развернулся. Евро укреплялся вплоть до 2008 г., вновь с манией преследования на завершающем этапе, только теперь уже – «продай доллары».

Заметим: сайт [tradingeconomics.com](http://tradingeconomics.com), хорошие статистические и графические возможности которого использовались для анализа британских показателей, полезен и для характеристики немецкого кейса. Итак, на пике панической фазы ослабления евро в 2002 г. немецкий компонент денежного агрегата M2 терял без малого 100 млрд евро, государственный долг Германии сокращался на 75 млрд евро, а ее валютные резервы – всего на 20 млрд евро<sup>12</sup> (рис. 2).

Без таких манипуляций Германия встретила бы кризис 2008 г. с куда более худшими макропоказателями, и перспективы еврозоны были бы действительно печальными. Это

<sup>12</sup> Germany Government Debt to GDP. 1995–2017. URL: <http://www.tradingeconomics.com/germany/government-debt-to-gdp>

именно немецкий кейс, поскольку денежные агрегаты по другим крупным странам зоны не показывали значимых волн, росли по тренду до и после введения евро, с финалом в виде значительно бóльших проблем с госдолгом после 2008 г.

### **Некоторые отечественные аналоги анализа монетарных и фискальных диспропорций Великобритании и методов их устранения**

Проведенный анализ макропоказателей Британии не является методически всецело новым, и следует упомянуть похожие отечественные работы. Их достаточно много было написано на стыке денежно-кредитной и финансовой политики в условиях кризиса, включая труд коллектива во главе с М.А. Абрамовой [1].

Другие ученые – Е.А. Федорова, Е.А. Каменева, Д.О. Афанасьев – анализируют интеграцию различных экономик и сценарии перетекания валютных кризисов [2].

Интеграция экономик России и Великобритании очевидна, как и потенциал эффекта девальвации британского фунта по отношению к рублю. В контексте глобализации рассматривал денежно-кредитную политику и К.В. Ордов, акцентируя внимание на том, что «движение международного спекулятивного капитала... негативно воздействует на состояние платежных балансов конкретных стран» [3].

О финансовых и политических аспектах управления государственным долгом писали Т.И. Романцова и А.И. Строков, представляя полезные индикаторы анализа долговой устойчивости<sup>13</sup>. Д.В. Гордиенко увязывал мировой финансово-экономический кризис с экономической безопасностью Великобритании<sup>14</sup>.

Издано достаточно много объяснений и моделей финансовых диспропорций и кризисов, включая известные работы Дж. Сороса

<sup>13</sup> Романцова Т.В., Строков А.И. Методические проблемы оценки эффективности управления государственным долгом // *Инновации и инвестиции*. 2015. № 6. С. 46–51.

<sup>14</sup> Гордиенко Д.В. Влияние мирового финансово-экономического кризиса на уровень экономической безопасности Великобритании // *Вестник Международного института экономики и права*. 2011. № 3. С. 91–108.

«Алхимия финансов» [4] и Р. Мюррея «Показания против Федерального резерва» [5]. Особенно уместен для нашего исследования труд Дж. Сороса как человека, «сломавшего Банк Англии» в 1992 г. Точнее, он воспользовался монетарными и фискальными диспропорциями для давления на курс фунта, а также послужил «назначенным» виновником перекосов денежно-кредитной политики.

Огромная величина государственного долга и особенно активов банковского сектора Британии указывает на возможное формирование пузыря по модели идентификации пузырей, что следует из работы В.А. Иванюка, Н.А. Станик, В.Ю. Попова [6].

Из довольно редких статей с объяснением разного рода маний на финансовых рынках следует упомянуть серию Е.В. Чирковой [7, 8], соединяющую социологию и финансовые рынки, но не социологию с монетарной и фискальной политикой. Также вполне уместна работа С.С. Студникова и Н.В. Климарева, анализировавших нетипичные события (в том числе политические, природные) и их влияние на поведение инвесторов [9].

Сам Brexit не остался без внимания отечественных экономистов, хотя и с уклоном в его результаты, нежели в предпосылки. Так, С.И. Долгов и Ю.А. Савинов [10], хотя и анализируют экономические аспекты этого яркого события, особенно применительно к торговым отношениям России и Великобритании, но не рассматривают монетарных и фискальных предпосылок Brexit.

Наиболее близко к проблематике монетарных предпосылок названного явления подошли Е.Л. Горюнов, А.М. Киоцевская, П.В. Трунин<sup>15</sup>. Впрочем, они полагают дефицит платежного баланса и снижение притока иностранного капитала результатом, а не предпосылками Brexit. А.Ю. Кнобель, А.С. Фиранчук<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Горюнов Е.Л., Киоцевская А.М., Трунин П.В. Итоги «Брексита»: макроэкономические риски // *Экономическое развитие России*. 2016. Т. 23. № 7. С. 47–49.

<sup>16</sup> Кнобель А.Ю., Фиранчук А.С. «Брексит» и торгово-экономические отношения России и Великобритании // *Экономическое развитие России*. 2016. Т. 23. № 7. С. 42–46.

обратили внимание на результирующую возросшую волатильность рынков после Brexit, а не на диспропорции в их отдельных сегментах как предпосылки этого политического события.

Помимо Brexit в 2016 г. произошло еще как минимум два значимых нетипичных политических события, на фоне которых менялись валютные курсы крупных стран. Ярким политическим явлением 2016 г. стал длительный импичмент президенту Бразилии. На этом фоне курс бразильского реала колебался в диапазоне от 4,2 до 3,1 реала за доллар. О деталях этого процесса можно прочитать в статьях М.В. Жарикова [11] и Л.С. Окунева [12].

Неудачная попытка военного переворота в Турции стала третьим крупным событием, которое способствовало быстрой девальвации турецкой лиры на 15%, что проанализировано в статье М.В. Васильева<sup>17</sup>.

Параллельно со значительной стагнацией в экономике и банковской сфере Великобритании и с ослаблением британского фунта проходит усиление роли китайского юаня. Растущая конкурентоспособность Китая и его валюты показана в статье В.Ю. Катасонова [13].

Говорить о перспективах рубля как одной из резервных валют на фоне системных фискальных и монетарных диспропорций британской экономики было бы достаточно смело. Но, воспользовавшись логикой А.И. Болвачева и К.В. Екимовой [14], можно как минимум утверждать о скорее положительном влиянии Brexit на роль рубля. Похожую нацеленность на анализ факторов крупнейших экономик сквозь призму финансовых центров и перспектив рубля имеет работа Ю.Ю. Финогеновой и В.В. Носова [15].

### **Типизирование маний инвесторов на стыке политики и финансов**

Для обычных вкладчиков и незадачливых управляющих фондами самое значительное место в несвоевременном переводе средств из

одной валюты в другую занимает политика. *Важны яркие, нетипичные политические события*, такие как теракты 11 сентября 2001 г., Brexit, бомбежки Югославии 1999 г. или война в Грузии в 2008 г.

Отдельно взятый выход крупной страны из Евросоюза не имеет аналогов в новейшей монетарной истории и затрудняет трезвое моделирование инвестиционных стратегий. Инвесторов можно пугать опытом развала Советского Союза с гиперинфляцией и реформированием банковской системы. История XIX–XX вв. содержит много примеров развала валютных блоков, и этим также можно пугать инвесторов.

Но важно сочетание *нетипичности и длительности политической неопределенности*. Разовые яркие события приводят к одномоментным резким изменениям валютных курсов, и подавляющее большинство инвесторов не успевает должным образом отреагировать.

Тот же Brexit имел предвестника в виде шотландского референдума, а после Brexit звучат угрозы Шотландии остаться в Евросоюзе отдельно от Англии, проходят демонстрации с требованием особого статуса для Лондона, обсуждаются аналогичные варианты для всей Британии и возможности повторного референдума. Даже здравомыслящие инвесторы могут не выдержать продолжающейся неопределенности и кажущейся бесконечной девальвации валюты, включиться в очередную манию и принять опрометчивое решение на «дне» среднесрочных курсовых колебаний.

Необходима *управляемость политическими процессами*, чтобы можно было остановить причину мании вкладчиков без значительных напряжений финансовой системы. Скажем, войну в Ираке или «арабскую весну» значительно проще остановить или заморозить, чем десятилетиями выплачивать государственный долг по результатам чрезмерных кризисных займов и интервенций.

Аналогами Brexit можно считать неудавшиеся референдумы по одобрению Европейской конституции в Нидерландах и Франции в

<sup>17</sup> *Васильев М.В.* Турецкий гамбит большой геополитики // Научный альманах. 2016. № 7-2. С. 137–141.

2005 г., после отрицательных результатов которых строительство единой Европы продолжилось.

Управляемые диспропорции и потери инвесторов списываются на *ошибки отдельных политических руководителей*, при этом решения финансовых властей по борьбе с кризисами героизируются.

Вспомним Джорджа Буша-младшего с его рекордными рейтингами после первого президентского срока и такими же антирейтингами после второго. Не забудем и скандал с Моникой Левински как расплату Биллу Клинтону за самый длительный во второй половине XX в. экономический подъем. При этом руководители ФРС Алан Гринспен и Бен Бернанке подаются для обывателей как *спасители сбережений и инвестиций*. Мол, без этих избавителей ошибки отдельных ведущих политиков привели бы к коллапсу американской финансовой системы.

Отсюда напрашивается вывод: *финансовая система стран резервных валют должна выглядеть незыблемой* на горизонте десятилетий. Потери инвесторов из-за несвоевременных распродаж и конвертаций, очевидно, забудутся после смены поколений или будут списаны на излишнюю нервозность самих вкладчиков.

История финансовой системы США или Великобритании без явных дефолтов и гиперинфляции выгодно позиционирует доллар на фоне рубля, а фунт – даже на фоне евро. Валютные войны и конкурентные девальвации – это для развивающихся экономик, а плавающие валютные курсы – для ведущих стран и их резервных валют.

Именно *управляемые диспропорции и ограниченные потери* инвесторов представляются лучшими альтернативами квазидефолтам и шоковым девальвациям. Допускаются среднесрочные волны изменений валютных курсов с амплитудой в 30–40% за экономический цикл и резкие изменения до 10% в течение наиболее яркой фазы проходящего политического события. Большие девальвации могут увеличить

интервенции при возврате ситуации в позитивное русло и стоимость управляемых диспропорций для монетарных властей, а также отвратить многих инвесторов от резервной валюты.

Возможны *небольшие короткие выходы валютных курсов за границы исторических экстремумов*, чтобы выпукло подать якобы потерю управляемости политическими процессами и стимулировать большую управляемую манию. Однако среднегодовые значения обменных курсов, долгосрочные тренды должны способствовать пониманию мировой валютной системы на основе нескольких ключевых валют как стабильной. Множественность статистических показателей обменных курсов, монетарных и фискальных диспропорций как раз и позволяет делать нужные акценты на той или иной фазе мании.

*Центробанки – эмитенты резервных валют координируют свои действия*, работают не друг против друга, а все вместе – против спекулянтов, за управляемые диспропорции.

Незадачливые спекулянты, подвергшись мании, бегут от одной резервной валюты к другой, а «принимающий» спекуляции центробанк в виде балансирующих транзакций открывает кредитную линию «отпускающему» центробанку. Так, помогая Банку Англии, ФРС понимает, что в следующем среднесрочном цикле вновь возможна мания «продай доллар» с массовым бегством инвесторов в фунт или евро, как это было на «дне» курса доллара в 2007 г. в преддверии его быстрого отскока в 2008 г.

*Фискальная политика должна подкреплять монетарную*, а состоятельность политической системы и общества должна позволять удерживать достаточно значимые изменения в налогах или бюджетном финансировании. За выигрыши отдельных спекулянтов, фискальную и монетарную стабильность платит в конечном счете население через программы бюджетной консолидации. Примерами таких жертв и их политической абсорбции являются значительный рост налогов на рядовых американцев в рамках реформы здравоохранения и защиты



пациентов Obamacare, урезание социальных выплат и рост налогов на богатых при правительстве Дэвида Кэмерона. Именно эти глубинные фискальные решения во многом компенсированы для электората дешевой нефтью в 2015–2016 гг.

Описание событий и факторов вокруг управляемых валютных диспропорций можно продолжать и детализировать до бесконечности. В данной статье сжато представлены наиважнейшие, типичные из них, по мнению автора. Известная фраза «политика является концентрированным выражением экономики» вполне может быть модифицирована во фразу «политика является концентрированным выражением финансов».

### **Сценарии курса фунта, монетарной и фискальной политики Великобритании после Brexit**

После достаточно объемного экскурса в статистические показатели Британии, исторические аналогии и типизирование валютных маний следует поговорить о как минимум двух сценариях для фунта и британской экономики. Они важны для России, поскольку заметная часть валютных резервов нашей страны вложена в фунты, а британские активы имеют резервный характер для многих крупнейших компаний и состоятельных россиян.

Важно понять, какие действия с активами в фунтах (упрощенно продавать, держать или покупать) будут оптимальными в среднесрочной перспективе одного экономического цикла.

Традиционный сценарий на основе волн курса в 1980–2000 гг. заключается в завершении тренда удешевления фунта, достижении «дна» обменного курса и убеждении инвесторов в оптимальном времени покупки активов в этой валюте.

В пользу такого сценария говорят исторический минимум курса фунта к доллару с 1985 г., рекордный кумулятивный обвал фондовых индексов Британии, заметно подешевевшая в долларах британская недвижимость. Если инвесторы массово поверят в достижение «дна» и начнут

покупать британские активы, это потянет за собой рост их рыночной стоимости и отчисляемых с них налогов.

Идеальным результатом традиционного сценария, возможно, станет экономический рост длительностью 5-7 лет, прирост ВВП на 15-20%, с сохранением умеренно низкой инфляции. Приток иностранных инвестиций будет финансировать дефицит платежного баланса и восстановит резервные активы британского казначейства и Банка Англии. Пойдет рост собираемости налогов на уровне пары процентов ВВП, который позволит добиться нулевого дефицита бюджета и небольшого снижения госдолга относительно ВВП.

Традиционный сценарий все же несколько не позволит даже близко вернуть относительный размер госдолга до идеала 2007 г. на горизонте 5-8 лет до следующего циклического спада.

Госдолг можно кардинально сократить лишь неординарными действиями – еще большим удешевлением фунта и номинированных в нем активов, манией бегства инвесторов от этой валюты, выкупа госдолга с заметным дисконтом за счет накопленных резервов и денежной эмиссией в рамках количественного смягчения.

В пользу такого сценария говорит очевидная политическая нетипичность и неопределенность Brexit, вероятно, мнимая угроза еще более разрушительных для британской финансовой системы политических шагов.

Одновременно руководители ключевых центральных банков мира, особенно ФРС США и Банка Англии, демонстрируют спокойствие и готовность предоставить рынкам сотни миллиардов фунтов и долларов ликвидности.

Большинство экономистов прогнозируют именно спад британского ВВП на 5-7% в течение одного года и неопределенность дальнейшего тренда. Кредитные рейтинговые агентства снизили суверенный рейтинг Британии на целую ступень с угрозой дальнейшего снижения. Это скорее побуждает продавать британские бумаги в расчете

«продать» рынки вниз и откупить их обратно позже на более низком «дне».

С позиций центробанков чем разумно ниже будет курс фунта к доллару, тем меньше долларов валютных интервенций потребуется для выкупа больших активов в фунтах. В названных ранее маниях вокруг евро и доллара в 2000-х гг. политическая неопределенность и валютная турбулентность длились несколько кварталов.

Именно более значительный делеверидж и выкуп облигаций, больше турбулентности и «дна» в 2016 г. обеспечат более стабильный экономический рост Великобритании в долгосрочной перспективе.

Германия в начале 2000-х гг. манипулировала сотней миллиардов евро сокращения валютных резервов, денежных агрегатов и госдолга. США в конце 2000-х гг. оперировали 1,5 трлн долл. экстренных мер выкупа активов.

Банк Англии анонсировал первый пакет мер в объеме 250 млрд фунтов, хотя официальные резервы не дотягивают до этой величины и британский регулятор рассчитывает на помощь ФРС США. По опыту нескольких раундов количественного смягчения после кризиса 2008 г. можно ожидать несколько раундов турбулентности и выкупа активов, в совокупности дотягивающих до десятков процентов ВВП и объема госдолга.

Вероятно, выбор одного из двух названных крайних сценариев окончательно не сделан,

будет некоторая импровизация или компромисс в описанных крайних точках. Это примерно как (согласно конспирологической версии) Дж. Буш-старший уступил место Б. Клинтону, чтобы тот объявил управляемый дефолт, который маячил перед инвесторами в виде потолка госдолга и противодействия республиканского конгресса весь первый президентский срок Б. Клинтона.

Однако Б. Клинтон за счет неординарных идей и множества мелочей смог разрешить ситуацию, и вместо дефолта получился крупнейший за вторую половину XX в. экономический рост с решением проблемы госдолга путем расширения экономической базы.

Все же, реально оценивая возможные перспективы, следует согласиться с негативными ожиданиями подавляющего большинства аналитиков по поводу продолжения политической и валютной турбулентности, стагнации курса фунта и стоимости активов в фунтах в *краткосрочной* перспективе.

В то же время следует прогнозировать нарастание устойчивости политической системы Великобритании к вызову Brexit, а также объемов валютных интервенций и выкупа активов в фунтах. В итоге это должно породить последующий *среднесрочный* устойчивый экономический рост, повышение стоимости активов в фунтах и самого курса британской валюты.

### Таблица 1

Ключевые показатели Великобритании в 2007–2015 гг.

Table 1

Key indicators of the United Kingdom within 2007–2015

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1. ВВП, млрд фунтов	1 531	1 564	1 519	1 572	1 628	1 675	1 740	1 822	1 870
2. Прирост ВВП, %	2,6	-0,6	-4,3	1,9	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2
3. Чистый госдолг, за вычетом госактивов, без банков, млрд фунтов	570	736	931	1 129	1 232	1 340	1 445	1 548	1 606
4. Госдолг / ВВП, %	37,6	49,4	61,1	71,1	75,1	79	81,1	84	84,8
5. Бюджетный дефицит, млрд фунтов	12,9	31,7	99,5	98,3	80	86,8	75,5	65,9	43,7
6. Бюджетный дефицит / ВВП, %	0,8	2	6,6	6,3	4,9	5,2	4,3	3,6	2,3
7. Текущий счет платежного баланса, сальдо, млрд фунтов	-38	-55	-45	-43	-29	-61	-76	-85	-100
8. Текущий счет / ВВП, %	-2,4	-3,5	-2,9	-2,7	-1,8	-3,7	-4,4	-4,7	-5,4

9. Иностраные инвестиции Британии по платежному балансу, млрд фунтов	947	-549	-192	316	187	-75	-233	52	-184
10. Инвестиции в Британию по платежному балансу, млрд фунтов	990	-539	-181	348	198	-27	-145	130	-85
11. Иностраные активы Британии по позиции, млрд фунтов	7 925	11 298	8 798	10 182	11 142	10 529	9 684	10 172	9 867
12. Иностраные обязательства Британии по позиции, млрд фунтов	8 105	11 225	9 024	10 308	11 264	10 876	9 928	10 626	10 136
13. Резервы правительства и Банка Англии, млрд фунтов	98	70	84	107	122	133	130	132	138
14. Чистые международные активы правительства и Банка Англии, млрд фунтов	25	28	33	38	44	48	43	39	52
15. Совокупные активы британских банков, млрд фунтов	-	-	4 060	3 664	3 665	3 695	3 708	3 347	3 360
16. Денежный агрегат M1, млрд фунтов	919	1 031	1 066	1 085	1 084	1 148	1 275	1 369	1 464

Источник: Office for National Statistics. URL: <https://www.ons.gov.uk/economy>

Source: Office for National Statistics. Available at: <https://www.ons.gov.uk/economy>

### Рисунок 1

Обменный курс фунта к доллару США (1971–2016 гг.)

### Figure 1

GBP/USD exchange rate (1971–2016)



Источник: URL: <https://www.tradingeconomics.com/analytics/indicators.aspx>

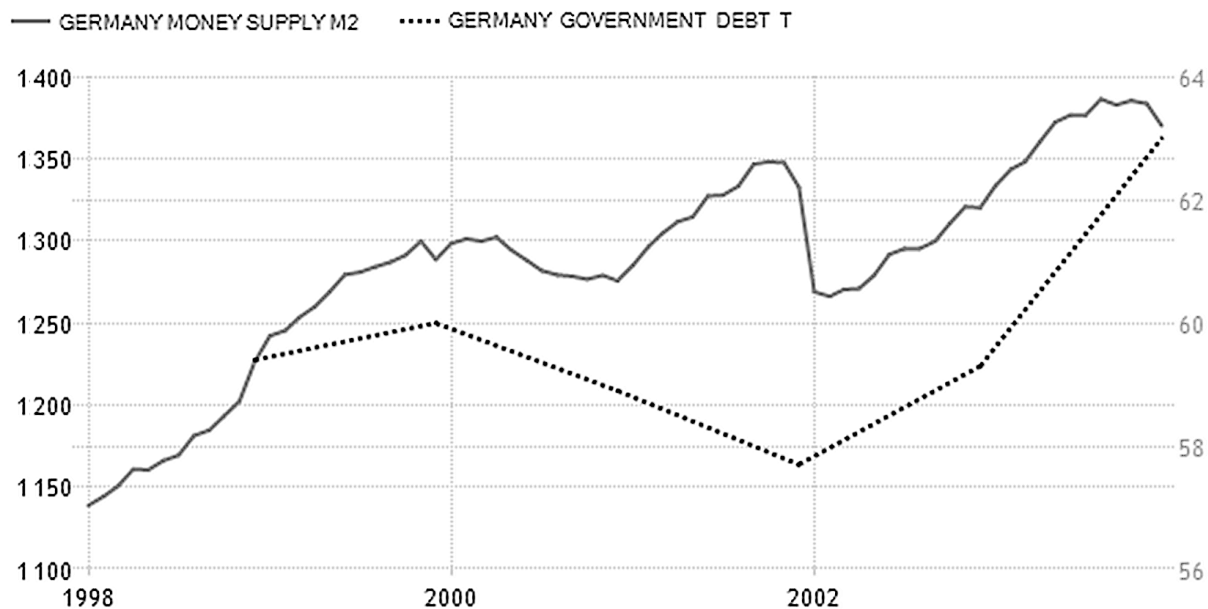
Source: Available at: <https://www.tradingeconomics.com/analytics/indicators.aspx>

**Рисунок 2**

**Результаты мании «избавься от евро» в начале 2000-х гг.**

**Figure 2**

**Results of the anti-euro obsession in the early 2000s**



Источник: URL: <https://www.tradingeconomics.com/analytics/indicators.aspx>

Source: Available at: <https://www.tradingeconomics.com/analytics/indicators.aspx>

## Список литературы

1. *Абрамова М.А., Александрова Л.С., Захарова О.В. и др.* О координации денежно-кредитной и финансовой политики России: монография. Москва, Saarbrucken, Germany: LAP Lambert Academic Publishing, 2012. 184 с.
2. *Федорова Е.А., Каменева Е.А., Афанасьев Д.О.* Перетекание валютных кризисов для России и стран СНГ // *Банковское дело*. 2015. № 11. С. 12–17.
3. *Ордов К.В.* Цели национальной денежно-кредитной политики в условиях глобализации // *Банковские услуги*. 2011. № 3. С. 6–10.
4. *Сорос Дж.* Алхимия финансов. М.: Диалектика, Вильямс, 2010. 352 с.
5. *Мюррей Р.Н.* Показания против Федерального резерва. Челябинск: Социум, 2003. 186 с.
6. *Иванюк В.А., Станик Н.А., Попов В.Ю.* Сравнительный анализ моделей и методов финансовых пузырей // *Фундаментальные исследования*. 2015. № 11-5. С. 1261–1265.
7. *Чиркова Е.В.* Социологические и экономические теории группового поведения и их применимость для объяснения стадного поведения на финансовых рынках // *Корпоративные финансы*. 2010. № 2. С. 16–26. URL: [https://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208184601/D0%92%D1%8B%D0%BF%D1%83%D1%81%D0%BA14\\_chirkova\\_16\\_26.pdf](https://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208184601/D0%92%D1%8B%D0%BF%D1%83%D1%81%D0%BA14_chirkova_16_26.pdf).
8. *Чиркова Е.В.* Психологические теории группового поведения и их применимость для объяснения стадного поведения на финансовых рынках // *Корпоративные финансы*. 2010. № 1. С. 74–83. URL: [https://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208182862/Vypusk13\\_Chirkova\\_74\\_83.pdf](https://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208182862/Vypusk13_Chirkova_74_83.pdf).
9. *Климарев Н.В., Студников С.С.* Методологические проблемы применения метода событийного анализа в финансовых исследованиях // *Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика*. 2011. № 6. С. 58–67.
10. *Долгов С.И., Савинов Ю.А.* Экономические аспекты выхода Великобритании из Европейского союза // *Российский внешнеэкономический вестник*. 2016. № 9. С. 3–22.
11. *Жариков М.В.* Валютная политика Бразилии // *Фундаментальные и прикладные исследования: проблемы и результаты*. 2016. № 24. С. 166–171.
12. *Окунева Л.С.* Импичмент президента Бразилии: размышления и выводы // *Латинская Америка*. 2016. № 10. С. 5–22.
13. *Катасонов В.Ю.* МВФ и юань // *Международная экономика*. 2016. № 1. С. 53–55.
14. *Болвачев А.И., Екимова К.В.* Об условиях создания мирового финансового центра в России // *Вестник Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова*. 2012. № 5. С. 52–57.
15. *Финогенова Ю.Ю., Носов В.В.* Моделирование факторов, влияющих на финансовое состояние мировых экономик: вызовы и возможности для России / *Финансовые центры в мировой системе: м-лы науч.-практ. конф.* М.: Паблит, 2015. С. 15–19.

## Информация о конфликте интересов

Я, автор статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке информации, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

**MONETARY AND FISCAL PREMISES FOR BREXIT AND PROSPECTS FOR THE BRITISH POUND THROUGH HISTORICAL ANALOGIES OF CONTROLLABLE DISPARITIES****Sergei V. ANUREEV**Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation  
anureev@bk.ru**Article history:**Received 23 November 2016  
Received in revised form  
15 December 2016  
Accepted 16 December 2016  
Available online  
15 February 2017**Abstract****Importance** The article overviews monetary and fiscal premises for the UK's withdrawal from the European Union, and consequences for the British pound.**Objectives** Analyzing statistical data, I demonstrate considerable monetary and fiscal disparities in the United Kingdom after 2008, and how Her Majesty's Exchequer and the Bank of England prepare for the Brexit-driven turbulence. The research also identifies what impedes the elimination of those disparities using conventional approaches of monetary and fiscal policies.**Methods** I applied the method of comparative historical analysis and presented a retrospect of similar renowned cases. I also used the method of economic modeling.**Results** This political extravagance was noted to conceal fundamental premises for the British pound devaluation and buyout of British securities dropping in their value. I made up an economic model that helped analyze typical activities to eradicate disparities. The article illustrates advantages of such unconventional actions teetering on the brink of finance and politics, and scenarios of the UK's financial system after Brexit.**Conclusions and Relevance** In the short run, negative forecasts are plausible stating that political and currency turbulence will continue, with the foreign exchange rate of the British pound and the value of assets stagnating. The stability of the UK's political system is forecast to grow more resistant to Brexit challenges, with the same trend in currency interventions and buyout of assets denominated in the British pounds.**JEL classification:** N24, P44**Keywords:** public debt, deficit, current account, monetary aggregates, quasi-default

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

**References**

1. Abramova M.A., Aleksandrova L.S., Zakharova O.V. et al. *O koordinatsii denezhno-kreditnoi i finansovoi politiki Rossii: monografiya* [On coordination of monetary and financial policies of Russia: a monograph]. Moscow, Saarbrucken, LAP Lambert Academic Publishing, 2012, 184 p.
2. Fedorova E.A., Kameneva E.A., Afanas'ev D.O. [Spillover of currency crises in Russia and the CIS countries]. *Bankovskoe delo = Banking*, 2015, no. 11, pp. 12–17. (In Russ.)
3. Ordov K.V. [Goals of the national monetary policy during financial globalization]. *Bankovskie uslugi = Banking Services*, 2011, no. 3, pp. 6–10. (In Russ.)
4. Soros G. *Alkhimiya finansov* [The Alchemy of Finance]. Moscow, Dialektika, Vil'yams Publ., 2010, 352 p.
5. Rothbard M.N. *Pokazaniya protiv Federal'nogo rezerva* [The Case Against the Fed]. Chelyabinsk, Sotsium Publ., 2003, 186 p.
6. Ivanyuk V.A., Stanik N.A., Popov V.Yu. [Comparative analysis of models and methods of financial bubbles]. *Fundamental'nye issledovaniya = Fundamental Research*, 2015, no. 11-5, pp. 1261–1265. (In Russ.)
7. Chirkova E.V. [Sociological and economic theories of group behavior and their applicability to explain herd behavior in financial markets]. *Korporativnye finansy*, 2010, no. 2, pp. 16–26. (In Russ.) Available at: [https://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208184601/%D0%92%D1%8B%D0%BF%D1%83%D1%81%D0%BA14\\_chirkova\\_16\\_26.pdf](https://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208184601/%D0%92%D1%8B%D0%BF%D1%83%D1%81%D0%BA14_chirkova_16_26.pdf).

8. Chirkova E.V. [Psychological theories of group behavior and their applicability to explain herd behavior in financial markets]. *Korporativnye finansy*, 2010, no. 1, pp. 74–83. (In Russ.) Available at: [https://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208182862/Vypusk13\\_Chirkova\\_74\\_83.pdf](https://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208182862/Vypusk13_Chirkova_74_83.pdf).
9. Klimarev N.V., Studnikov S.S. [Methodological issues of applying the method of event analysis to financial research]. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6: Ekonomika = Moscow University Economics Bulletin*, 2011, no. 6, pp. 58–67. (In Russ.)
10. Dolgov S.I., Savinov Yu.A. [Economic aspects of the UK's withdrawal from the European Union]. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik = Russian Foreign Economic Journal*, 2016, no. 9, pp. 3–22. (In Russ.)
11. Zharikov M.V. [Monetary policy of Brazil]. *Fundamental'nye i prikladnye issledovaniya: problemy i rezul'taty = Fundamental and Applied Research: Challenges and Results*, 2016, no. 24, pp. 166–171. (In Russ.)
12. Okuneva L.S. [Impeachment of the President of Brazil: reflections and conclusions]. *Latinskaya Amerika*, 2016, no. 10, pp. 5–22. (In Russ.)
13. Katasonov V.Yu. [The IMF and the Yuan]. *Mezhdunarodnaya ekonomika = The World Economics*, 2016, no. 1, pp. 53–55. (In Russ.)
14. Bolvachev A.I., Ekimova K.V. [Conditions for formation of the global financial center in Russia]. *Vestnik Rossiiskogo ekonomicheskogo universiteta im. G.V. Plekhanova = Vestnik of Plekhanov Russian University of Economics*, 2012, no. 5, pp. 52–57. (In Russ.)
15. Finogenova Yu.Yu., Nosov V.V. [Modeling factors that influence the financial state of global economies: challenges and opportunities for Russia]. *Finansovye tsenry v mirovoi sisteme: mezhdunarodnaya nauchno-prakticheskaya konferentsiya* [Proc. Int. Sci. Conf. Financial Centers in the Global System]. Moscow, Pablit Publ., 2015, pp. 15–19.

### **Conflict-of-interest notification**

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.