

И.Г. Минервин
ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС:
АНАЛИЗ И ПРАКТИКА ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ

Годы, предшествовавшие финансовому кризису, ознаменовались массовой разработкой и применением сложной методологии принятия кредитных и инвестиционных решений в банковской и финансовой сферах, которая разрабатывалась под флагом финансовых инноваций и пропагандировалась как достижение, способствовавшее стабильности функционирования финансовых учреждений и отрасли в целом. Этот процесс подпитывался и стимулировался постоянным и значительным расширением масштабов деятельности кредитных учреждений, интенсивной деятельностью банковских разработчиков и аналитиков, рекомендациями международных организаций, в частности Базельского комитета по финансовому надзору, разработавшему несколько вариантов методологии прогнозирования финансовых результатов и расчета нормативов достаточности капитала для устойчивой работы банковской системы.

В результате применение компьютеризированных статистических моделей достигло широких масштабов и во многом стало определять характер принимаемых решений. Это отразилось, в том числе, и на кредитной политике, качестве ипотечных займов, и в определенной мере послужило предпосылкой для созревания и накопления кризисных явлений.

Параллельно наблюдались резкий рост внимания управляющих структур к финансовому контролю над деятельностью хозяйствующих субъектов и преобладание в управленческом анализе финансовых показателей. На макроуровне эти явления развивались на фоне фундаментальных процессов возрастания роли финансов и гипертрофии финансовой сферы, приведших к новой фазе

институционального развития, получившей в литературе наименование «капитализма денежных менеджеров» как модернизированной версии финансового капитализма XX в. Так называемая финансиализация экономики, послужившая одной из глубинных причин кризиса, представляет собой деформацию финансовой системы вследствие разрастания искусственного финансового богатства, оторванного от реальных ценностей и их производства.

Экономисты отмечают, что финансовый кризис ясно показал реальную возможность значительных нарушений механизмов финансовой системы как в развивающихся, так и в высокоразвитых экономиках. Понимание этих явлений и применение ответных мер невозможно без привлечения макроэкономического анализа с особым вниманием к роли финансового посредничества и выполняемым им экономическим задачам по распределению ресурсов. При этом причины и последствия финансового кризиса, а также формы его воздействия на экономику в целом рассматриваются с позиций необходимости совершенствования экономического анализа и моделирования, а также новых подходов, в том числе концепции финансовых трений, т.е. дисбалансов, возникающих в процессе финансово-кредитных отношений.

Эволюционная теория и этапы развития капитализма

Рассматривая причины и следствия глобального кризиса, многие исследователи ищут ключ к их пониманию с помощью исторического подхода. При этом отмечается недостаточность современного экономического анализа кризисных явлений, его ограниченность узким горизонтом последних 30 лет, обеспечиваемым стандартными базами данных. Между тем именно в последние десятилетия происходила существенная эволюция финансовой системы, выразившаяся в переходе от опоры на традиционный банковский сектор к существенному расширению финансирования с участием небанковских институтов. Параллельно разрастанию рынков ценных бумаг увеличивались объемы операций с деривативами. Депозитарные институты, 60 лет назад аккумулировавшие примерно 60% всех активов финансового сектора, теперь сократили свою долю наполовину – до 30% (8, с. 242).

Банковские балансы претерпели изменения, значительно увеличившие взаимозависимость между институтами. Так, пассивы теперь в большей мере зависят от краткосрочных рыночных источников, таких как коммерческие бумаги, долговые обязательства,

обеспеченные активами, и т.п. Взаимные фонды денежного рынка, которые не существовали до 1970-х годов, теперь располагают активами в 4 трлн. долл., что составляет примерно половину банковских депозитов (8, с. 242). На стороне активов произошла секьюритизация многих позиций, в том числе кредитов и ипотек.

В результате этих процессов возникла в высшей степени взаимосвязанная финансовая система с неясным распределением рисков. Она включает длинные цепочки и множественные связи с рыночными посредниками, финансирование которых не зависит от депозитов. Сложившаяся модель финансового посредничества зависит от функционирования рынков ценных бумаг и, таким образом, привязывает институты к этим рынкам, а быстрый рост деривативов крайне затрудняет оценку распределения рисков. Подобная структура способствует быстрому распространению шоков по всей системе. Ошибочные оценки рисков не корректируются, а аккумулируются.

Все эти изменения означают, что лежащий в основе кризиса цикл имеет глубокие корни и простирается на значительно более длительный период, чем охватываемый большинством исследований. Проведенное американскими экономистами К.М. Рейнхартом (Институт мировой экономики в Вашингтоне) и К.С. Рогоффом (факультет экономики Гарвардского университета) исследование на основе созданной ими базы данных за длительный период по 70 странам указало на универсальный характер динамики финансовых кризисов вне зависимости от времени, места, институциональной среды и политических систем (12, с. 1676).

Причины этого явления, по их мнению, имеют глубокие, но еще недостаточно исследованные корни в человеческом и социальном поведении. Так, экономические факторы стимулируют краткосрочный подход к управлению в финансовой сфере. В периоды подъема финансовый сектор становится богаче и приобретает дополнительное влияние, следствием чего нередко является ослабление регулирования и увеличение прибыльности за счет возрастания риска возникновения кризиса.

Р. Дж. Шиллер и В.М. Шиллер (Йельский университет) отмечают необходимость изучения изменений в тематике экономических исследований под влиянием последнего финансового кризиса. По их мнению, предвидение надвигающегося кризиса требовало учета ненадежности применяемых методов вероятностного моделирования и внимания к особенностям человеческого поведения, динамике исторических событий и институциональным

изменениям, не находящим отражения в современных эконометрических моделях (13, с. 172).

Послевоенный период в экономической истории США и других развитых стран характеризуется как «30 лет процветания», связанного в экономике с государственным регулированием в целях стимулирования роста, а в сфере политики заменой либерального государства социальным, или государством благосостояния (5, с. 499).

Переход к «финансиализированному капитализму», датируемый многими исследователями 70-ми годами XX в., связывается со снижением темпов роста, крушением Бреттон-Вудской системы и возрастанием финансовой нестабильности, а также с превращением концепции неолиберализма и практики дерегулирования в основные направления экономической политики ведущих стран, и прежде всего США.

Финансиализация как новый режим накопления сопровождалась финансовой глобализацией – либерализацией финансовых рынков и существенным возрастанием мировых финансовых потоков. По мнению бразильского экономиста Л.К. Брессер-Перейры, основными чертами «финансиализированного капитализма» являются: 1) огромный рост совокупной стоимости мировых финансовых активов как следствие мультипликации финансовых инструментов благодаря секьюритизации и дериватам; 2) разделение реальной экономики и финансовой сферы, сопровождаемое неконтролируемым ростом фиктивного финансового богатства, обогащающего капиталистических рантье; 3) значительное увеличение нормы прибыли финансовых институтов и их способности выплачивать крупные бонусы за рост ренты (5, с. 506).

С помощью рискованных финансовых инноваций банки и финансовые инвесторы создавали фиктивное богатство и захватывали возрастающую часть национального дохода или реального богатства. Финансовое богатство оказалось оторванным от реального. Согласно годовому отчету Института глобальных исследований Маккинзи (McKinsey Global Institute) за 2008 г., в 1980–2007 гг. рост финансовых активов примерно в 4 раза превышал рост реального богатства – ВВП (9). В результате если с 1947 по 1975 г. случился один банковский кризис, то с 1976 по 2008 г. – 31. Средние темпы роста упали с 4,6% в 1947–1976 гг. до 2,8% в последующие 30 лет, а экономическое неравенство в первый период снижалось, а во второй увеличивалось (5, с. 509–510).

Кризис высветил важную черту современной развитой рыночной экономики – огромные масштабы задолженности во всех ее секторах и звеньях, которые позволяют охарактеризовать ее в целом как долговую экономику. Задолженность превращается в главное средство финансирования потребления и стимулятор роста, тогда как фактор сбережения отходит на второй план. Параллельно с этим меняется роль институтов финансового посредничества, которые превращаются в эмитентов огромной массы слаборегулируемых платежных средств, отодвигая в этом плане фактически фиктивную монополию государства в лице центрального банка.

Одно из последствий кризиса в теоретической сфере состоит в признании того факта, на который ранее обращали внимание лишь некоторые исследователи: гигантское разрастание задолженности во всех звеньях и секторах экономики делает ее в решающей и опасной степени зависимой от долгового финансирования и поэтому неустойчивой при появлении признаков дефицита ликвидности или дефолта в каком-либо ее звене.

Проблема задолженности важна, поскольку ее высокий уровень делает экономических агентов и экономику в целом весьма уязвимыми по отношению к кризисным явлениям. Если взять одну лишь ипотеку, то окажется, что в США у более чем одной пятой домохозяйств, воспользовавшихся ипотечным кредитом, остаток задолженности превышает стоимость недвижимости. В ряде европейских стран подавляющее большинство ипотек связано с краткосрочными ставками денежного рынка. Если в данный момент они низки, то в будущем они возрастут и увеличат бремя задолженности (2, с. 27).

Как свидетельствует многолетний опыт, в период, предшествующий финансовым кризисам, цены на активы, прежде всего на недвижимость, растут, что вызывает соответствующие волны расширения кредита. Согласно исследованиям, банковским кризисам последнего времени, как правило, предшествовал рост показателя отношения кредита к ВВП, а за кризисами следовало его существенное снижение, причем колебания весьма значительны. Если перед кризисом, начавшимся в 2008 г., рост отношения частного кредита к ВВП составил в среднем по группе развитых стран 44 процентных пункта, то за последующий период его падение составило в среднем 38 процентных пунктов (2, с. 24). Вместе с тем исследователи указывают на риск, связанный с тем, что быстрое сокращение задолженности ускорит падение частного потребления, и у государства нет рычагов для эффективного управ-

ления этим риском. В таких условиях государство может сделать только одно – стимулировать рост в других секторах экономики, превратив их в двигатель оживления.

Важные изменения происходят также на микроуровне. Концепции управленческого контроля, т.е. нормы, определяющие направления деятельности экономических субъектов и ее эффективность, не являются стабильными, а подвергаются эволюционным изменениям, которые отражают различные институциональные воздействия и воздействия со стороны внешней среды. Так, в сфере корпоративного управления специалистами выделяются четыре сменяющих друг друга периода, в которых доминируют соответствующие нормы и тип контроля: прямой контроль; контроль производства; контроль маркетинга и сбыта; финансовый контроль. Каждый тип контроля явился результатом организационных инноваций в ответ на требования окружающей среды. Руководство фирм каждый раз воспринимало и придерживалось определенного доминирующего в данный момент типа контроля. Однако вся эта эволюция характеризуется важной сквозной чертой, отмеченной еще Т. Вебленом: растущей зависимостью от внешних источников финансирования и возрастающим вниманием к финансовым проблемам и показателям.

Доминирующий в настоящее время тип финансового контроля означает первостепенное внимание к финансовым показателям, прежде всего краткосрочной прибыльности, и отношение к фирме как производителю скорее денежных потоков, чем товаров и услуг. Финансовая концепция контроля приобрела свое значение в эпоху распространения конгломератов (1950–1960-е годы), но затем получила широкое распространение и среди специализированных предприятий. Проблема состоит в том, что фирмы, представляющие собой все более крупные и сложные организации, принимают в качестве главной более узкую и упрощенную концепцию контроля, приближающуюся к фактической одномерности.

Эпоха финансового контроля делится, по определению Х. Мински, на два периода. Первый – «менеджерский капитализм», отличающийся относительно слабой зависимостью корпоративного менеджмента от инвесторов. Второй период, датируемый серединой 1970-х годов, – «капитализм денежных менеджеров», характеризуемый большей зависимостью от крупных институциональных инвесторов, а последних – от бизнес-менеджеров в обеспечении прибыльности и роста стоимости акционерного капитала. К этому времени объем находящихся под управлением денежных средств

институциональных инвесторов впервые превысил 1 трлн. долл., а их доля в акционерном капитале США превысила 20%. В 1990 г. последний показатель составил уже 50% (11, с. 619). Таким образом, корпоративный менеджмент и денежный менеджмент попадают в ситуацию взаимной зависимости, при этом внимание обеих сторон занимают взаимосвязанные показатели денежных потоков, прибыли и цен акций.

Анализируя сложившиеся тенденции циклического развития с позиций эволюционной теории, профессора У. Ван Лир и Дж. Сиск также определяют современный характер экономики развитых стран как капитализм денежных менеджеров, что отличает ее от традиционного финансового капитализма XX в. (14). Характерным для нее, по их мнению, является деление финансовой сферы на три подразделения: 1) сектор регулируемых коммерческих банков, осуществляющих кредитование; 2) сектор слаборегулируемых инвестиционных банков, осуществляющих секьюритизацию активов; 3) сектор денежного менеджмента, накапливающий и размещающий гигантские средства, ведущий операции, известные как управление активами и обязательствами, включающий слаборегулируемые хеджевые фонды и более жестко регулируемые пенсионные фонды. Экономическая власть перешла к инвестиционным банкам, что проявилось в финансовых инновациях, разрастании денежного менеджмента и в масштабном владении обязательствами корпораций. Пенсионные, взаимные, хеджевые фонды и инвестиционные банки, конкурируя между собой, финансируют наиболее прибыльные коммерческие венчуры, контролируют глобальные финансовые потоки и инвестиционные решения, что делает их реальными игроками в сфере финансовых и спекулятивных операций в рамках мировой экономики. Финансовые активы стали расти быстрее, чем объемы производства, существенно возросли их сложность и разнообразие, усложнилась оценка связанного с ними глобального риска.

Современный капитализм денежного менеджмента является модернизированной версией американского финансового капитализма первой половины XX в. Основное отличие состоит в институциональных и политических реформах в контексте интернационализации бизнеса и финансов. Однако целиком сохранились такие явления, как нестабильность и неравенство, подрывающие частное потребление, финансовые инновации и спекуляции, способные подорвать инвестиции в реальное производство. Все это, как и в период финансового капитализма, вновь ставит проблему

нестабильности и требует изменения политики. Оба периода отмечены финансовым кризисом. Финансовый капитализм завершился Великой депрессией, а капитализм денежного менеджмента испытал величайшее напряжение 2007–2009 гг. Означает ли текущий экономический кризис завершение капитализма денежных менеджеров или создает условия для перехода к новой фазе, остается под вопросом.

Важными, по мнению У. Ван Лира и Дж. Сиска, являются два следующих обстоятельства. Во-первых, если ситуация в период финансового капитализма усугубилась в результате сокращения международной торговли, то в настоящее время рост значения стран с формирующейся рыночной экономикой на международной арене, развивающиеся процессы глобализации и связанные с ними возможности экспорта товаров и финансовых услуг могут оказать положительное влияние на затронутые кризисом развитые экономики. Экспорт в быстро развивающиеся экономики может улучшить экономические условия и ослабить давление в пользу реструктуризации капитализма денежного менеджмента. Во-вторых, в рамках внутренней экономики, по всей видимости, нет институциональных альтернатив роли денежного менеджмента в рамках пенсионных и других фондов, а также секьюритизации активов в процессах финансирования реальной экономики (14, с. 793).

Характеризуя капитализм денежных менеджеров, профессор Университета штата Индиана (США) У. Редмонд отмечает тенденцию к более сложным агентским отношениям (11). Предполагается, что собственники-бенефициары, т.е. владельцы паев взаимных фондов, являются конечными получателями долей от прибыли фирмы, тогда как номинальные собственники, т.е. институциональные инвесторы, являются держателями акций фирмы от их имени и, соответственно, обладателями права голоса. Посредническая роль институционального инвестора ведет к дальнейшему усилению степени отделения собственника-бенефициара от корпоративного менеджмента. Таким образом, теперь имеются два агента, работающие на принципала. При этом и менеджмент, и институциональные инвесторы воспринимают фирму, по сути, как финансовое предприятие вне связи с ее ролью как источника общественного благосостояния. Собственники-бенефициары не имеют представления и не контролируют деятельность своих агентов, а отчеты, публикуемые менеджерами и институциональными инвесторами, вызывают серьезные сомнения в том, что они рассчитаны на какое-либо понимание собственниками. Возникает

расхождение интересов, и действия менеджеров, направленные на извлечение дополнительных выгод за счет принципалов, принимают многообразные формы, включая бонусы, не связанные с результатами, опционы на акции, сокрытие обязательств, финансовые махинации и прямое жульничество (11, с. 620).

В то же время, по мнению У. Редмонда, нынешний этап капитализма денежных менеджеров также может быть разделен на два периода. В рамках первого интересы корпоративных менеджеров и институциональных инвесторов представляются относительно согласованными. Обе эти стороны ориентированы на краткосрочные финансовые результаты, прежде всего на устойчивый рост прибыли и цен акций. В той мере, в какой корпоративным менеджерам удастся обеспечивать взаимно удовлетворительные результаты, денежные менеджеры слабо заинтересованы в том, чтобы вмешиваться в работу компании, и могут закрывать глаза на дополнительные выгоды корпоративных менеджеров. Более свежие явления масштабных сокрытий обязательств и возрастания риска ускоренным темпом ведут к новым, менее комфортным отношениям. Если в 1980-е годы считалось, что институциональные инвесторы занимали в целом пассивную позицию в корпоративном управлении, то в 1990-е годы сначала пенсионные фонды, а затем и взаимные инвестиционные фонды начали отстаивать необходимость более активных и независимых советов директоров. Таким образом, во втором периоде капитализма денежных менеджеров, видя расхождение интересов институциональных инвесторов и менеджеров, некоторые денежные менеджеры начали занимать более активную позицию в корпоративном управлении и надзоре, другие менеджеры могут последовать их примеру. Такая позиция может стать новой нормой в рамках концепции финансового контроля и выразиться, например, в замене членов советов директоров, в той или иной степени связанных с корпоративным менеджментом, на институциональных инвесторов или их представителей. Контроль над советами и их ключевыми комитетами со стороны последних существенно снизит возможности выплаты чрезмерных вознаграждений и составления обманчивой отчетности.

Такое изменение, однако, означает лишь перемещение власти и контроля от одной группы агентов к другой, но не ведет к эволюционному сдвигу в концепции корпоративного управления, ориентированной на одномерный финансовый критерий. Смена концепций контроля отражает сдвиги в распределении власти и соответствующие изменения представлений о направлениях дея-

тельности корпораций. Сегодня вопрос стоит о том, приведет ли нынешний кризис управления и финансовых рынков к отходу от финансовой концепции контроля и ускорил ли отход от узкого представления о фирме как о финансовом предприятии при принятии более широких и реалистичных норм корпоративного управления, в том числе касающихся социальных аспектов.

Примеры (в частности, практика фирм Японии, Швеции, Германии) показывают, что социальная концепция контроля, более чуткая по отношению к широкому кругу стейкхолдеров, к общественным запросам, означающая, что фирмы руководствуются совместными ценностями, отражающими социальную значимость экономической деятельности, оказывается эффективной. Согласно исследованиям европейских фирм, более демократические модели корпоративного управления не ассоциируются с более низким уровнем эффективности, но побуждают менеджеров строго придерживаться базовых направлений в своей деятельности (11, с. 627).

Новые подходы к экономическому анализу

Отмечая наличие в подходах к исследованию глобального финансового кризиса ряда противоречивых концепций, профессор Калифорнийского университета в Лос-Анджелесе (США) Л.Е. Оханиан объясняет это явление трудностями в понимании причин экономических кризисов в странах с хорошо функционирующей в типичных случаях экономикой (10). Учитывая реальные последствия финансового кризиса, одна из важнейших задач состоит в выяснении того, почему он оказал столь значительное влияние на рынки труда и капитала. Разработка соответствующей теории важна не только для количественного анализа влияния финансового фактора, но также и для выработки перспективных направлений реформ в области экономической политики.

Неоклассическая теория делового цикла дала важную базу знаний для анализа реакции модели экономики на набор абстрактных шоков. Однако менее известны конкретные источники и природа этих шоков, особенно циклических колебаний производительности и состояния рынков труда. До сих пор нет удовлетворительных ответов на вопросы о причинах и масштабах колебаний рынка труда в условиях рецессии, о последствиях колебаний производительности в различных странах, о методах моделирования реальных явлений в области финансов и экономической политики с целью выявления их влияния на экономику и т.д.

В ближайшие годы можно ожидать существенного прогресса по двум направлениям. Первое – анализ теории и практики ценообразования, в том числе с помощью эмпирических исследований и моделирования. Второе – исследование факторов безработицы и связи между показателями уровня безработицы и уровня заработной платы.

В настоящее время ведутся также теоретические исследования, призванные объяснить процессы на рынке труда в связи с рецессией 2007–2009 гг., в том числе установить связь между ними и динамикой финансовых рынков, а также между изменением ситуации на финансовых рынках и динамикой производительности. Показано, например, как несовершенства финансового рынка влияют на уровень производительности через деформацию процесса распределения ресурсов между производителями.

Нынешний финансовый кризис и его интенсивное обсуждение породили сомнения относительно причин последовавшей за ним глубокой рецессии. Сомнения, в частности, касаются динамики цен на недвижимость и ее влияния на совокупное богатство и совокупный спрос. Объясняя это влияние, профессор Колумбийского университета (США) М. Вудфорд указывает на тот факт, что потери, вызываемые коллапсом цен на недвижимость, непропорционально сконцентрированы в определенных финансовых институтах, которые играют существенную роль в распределении ресурсов (15). По его мнению, не имея модели, учитывающей фактор финансовых трений, нельзя понять, почему крупные потери финансовых институтов, связанные с падением цен на недвижимость, вызывают столь значительное воздействие на реальную экономику.

Согласно монетаристским взглядам, банковские кризисы воздействуют на экономику, вызывая сокращение совокупной денежной массы и «денежного мультипликатора», т.е. масштабов ее превышения относительно «денежной базы», обеспечиваемой центральным банком. Это происходит в результате изъятия средств из коммерческих банков из-за сомнений в их стабильности. При этом спрос на деньги также снижается вследствие снижения деловой активности и дефляции. Однако такая классическая модель, исходящая из неизменности денежной базы, не может объяснить глубокую рецессию, связанную с последним финансовым кризисом, в условиях, когда ФРС автоматически корректирует предложение «базовых денег» в масштабах, необходимых для поддержания целевой процентной ставки по федеральным фондам. Любое изменение денежного мультипликатора, вызванное банковским кризисом,

должно автоматически компенсироваться соответствующим увеличением денежной базы, нейтрализующим воздействия на процентные ставки, инфляцию и объем производства.

Профессор Стэнфордского университета (США) Р.Э. Холл также обращает внимание на явления, необычные с точки зрения традиционных представлений об экономическом цикле (7). Так, после начала кризиса три компонента реального ВВП США претерпели лишь незначительные изменения: чистый объем экспорта и объем государственных закупок слегка увеличились (последние отчасти в ответ на фискальные стимулы, введенные в феврале 2009 г.), потребление товаров кратковременного пользования и услуг сразу же слегка понизилось и начало расти во второй половине 2009 г. По существу серьезное падение затронуло лишь четвертый элемент – инвестиции, включающие покупку потребительских товаров длительного пользования, производственные вложения в основной и оборотный капитал и вложения в недвижимость. При этом характерно, что финансирование всех компонентов инвестиций связано с обращением к финансовым рынкам.

Согласно принципам макроэкономики, процентные ставки являются регулятором инвестиций и сбережений. Этот механизм работает самостоятельно, причем на него влияют действия ФРС (центральный банк), связанные с регулированием краткосрочной ставки с целью стабилизации деловой активности. До 2008 г. многие экономисты считали, что этот механизм вполне удовлетворительно работает. Однако в конце 2008 г. ставка по казначейским обязательствам резко упала, но за ней последовала только ставка по ипотечным кредитам. Это было связано с необычной мерой со стороны ФРС – приобретением огромных объемов ипотеки в виде секьюритизации облигаций, обеспеченных залогом. Эти изменения сопровождались значительным возрастанием первоначальных взносов и требований к кредитным рейтингам заемщиков. В результате многие потенциальные покупатели недвижимости были выброшены из ипотечного рынка. Фактически кризис вызвал возрастание ставки по корпоративным облигациям, т.е. удорожание стоимости заимствования, составляющего сердцевину рынка ссудного капитала для бизнеса, что вызвало спад инвестиционной активности.

Рассматривая ключевые показатели, характеризующие рецессию 2007–2008 гг. в США, Л.Е. Оханиан также отмечает, что они значительно отличаются как от характеристик других послевоенных рецессий, так и от показателей других развитых стран. Так, реальный ВВП на душу населения в США в этот период (IV квар-

тал 2007 г. – III квартал 2009 г.) снизился на 7,2%, тогда как в периоды послевоенных кризисов этот показатель сократился в среднем на 4,4%, объем инвестиций снизился соответственно на 33,5 и 17,8%. В шести других развитых странах (Канада, Франция, Германия, Италия, Япония и Великобритания) объем инвестиций в рассматриваемый период сократился на 16,4%, тогда как уровень безработицы в этих странах увеличился на 2,0%, а в США на 6,7%. Несмотря на незначительный рост безработицы по сравнению с США, реальный ВВП в шести странах в 2007–2009 гг. упал на 8,5%, что указывает на значительные различия в динамике производительности (10, с. 49). Эти данные также ставят вопрос о глобальном характере рецессии и ее связи с финансовым кризисом, который протекал весьма сходным образом в различных странах.

Диагностика причин кризисных явлений строится с помощью неоклассических моделей делового цикла на основе анализа экономических колебаний. Такой анализ показывает, что отсутствие существенного снижения производительности в США в период рецессии 2007–2008 гг. свидетельствует об уникальности этого явления по сравнению со всеми предшествующими послевоенными рецессиями, с одной стороны, и с параллельными рецессиями в других развитых странах – с другой. Рецессия 2007–2008 гг. в США почти исключительно связана с изменениями на рынке труда, выражающимися в изменении соотношения между предельной нормой замещения между потреблением и свободным временем и предельным продуктом труда. Отсюда следует, что рецессия 2007–2009 гг. в США имеет значительное сходство с Великой депрессией 1929–1933 гг. В обоих случаях экономическое отклонение выражалось в значительном превышении предельного продукта труда над предельной нормой замещения.

На основе этих положений Л.Е. Оханиан дает характеристику двух существующих версий, объясняющих рецессию 2007–2009 гг.: финансовой и политической.

Согласно финансовому объяснению, падение стоимости ряда ценных бумаг, обеспеченных активами, а также банкротство или кризисное состояние крупных финансовых институтов в совокупности с другими факторами вызвали возрастание процентных спредов и сокращение объемов услуг, предоставляемых финансовыми посредниками, что привело к углублению финансового кризиса и усилению рецессии. В подтверждение связи финансового кризиса с рецессией Б. Бернанке, М. Гертлер, С. Гилкрист и многие другие исследователи использовали теоретические модели,

связывающие ухудшение финансовой ситуации (например, балансовых показателей) с падением инвестиций и, соответственно, объемов производства, потребления и занятости (3).

По мнению Л.Е. Оханиана, такое объяснение выглядит обоснованным и даже очевидным. Однако оно опускает ряд ключевых проблем и не согласуется с теорией несовершенств финансового рынка. Кроме того, факты опровергают ряд укоренившихся представлений о банковском кризисе как основной причине Великой депрессии и ее параллелях с депрессией 2007–2009 гг. Так, с точки зрения экономической теории, механизмы воздействия несовершенства финансового рынка, принятые в моделях, не соответствуют реальным выявленным масштабам такого несовершенства, проявляющегося в незначительной величине расхождения («клина») между доходом, полученным поставщиками капитала, и издержками применения капитала, понесенными его потребителями.

Согласно финансовому объяснению, значительную роль в ухудшении положения в 2007–2009 гг. сыграло существенное сокращение масштабов посреднических услуг. Однако некоторые показатели изменились незначительно. Банковский кредит относительно номинального ВВП к концу 2008 г. поднялся до рекордной величины. Не ясен также вопрос о причинах продолжительности рецессии в течение долгого времени после прохождения пика финансового кризиса и сохранения высокого уровня безработицы. Если во многих предшествующих примерах кризисов производство долго оставалось на низком уровне по сравнению с трендом из-за значительного отставания производительности, то, как показывают данные, в период рецессии 2007–2009 гг. в США отклонение по производительности было очень незначительным, и это означает, что оно не было причиной сохраняющейся макроэкономической слабости США.

Политическое объяснение рецессии 2007–2009 гг. возлагает значительную часть вины на предпринятые меры экономической политики, включая снижение налогов, программу оказания помощи кризисным активам (Troubled asset relief program, TARP), программы Министерства финансов по модификации ипотеки (Treasury mortgage modification programs) и др. Согласно распространенным аргументам, эти неудачные меры разрушили стимулы и повысили неопределенность в экономике. Так, согласно одному из исследований, процентные спреды, а также курсы американских и иностранных акций в наибольшей степени деградировали именно в период объявления TARP. Фактор неопределенности важен для

понимания глубины рецессии и ее продолжения в 2009 г., когда наихудшие проявления чисто финансовых аспектов кризиса миновали. Выяснение политических факторов кризиса находится лишь в начальной стадии и требует дальнейших исследований.

Концепция финансовых трений

Анализируя причины и последствия кризиса, экономисты обращаются к концепции так называемых «финансовых трений» (financial frictions). Такие трения потенциально возникают в процессе транзакций и выражаются в том, что затраты одной стороны сделки не являются выгодой для другой. На рынке ссудного капитала, где одной из сторон является банк или другой финансовый институт, финансовое трение повышает стоимость финансовых ресурсов для заемщика, не повышая доход поставщика этих ресурсов. Представители современной макроэкономической теории утверждают, что финансовый кризис вызывает кризис в реальной экономике именно в результате усиления подобных трений.

Согласно концепции, представленной в работе Б. Бернанке, М. Гертлера и С. Гилкрита, трение объясняется агентскими издержками, возникающими в контрактных отношениях между кредитором и заемщиком (3). Кредитор рассчитывает на полное возмещение долга и не считает необходимым выделять для этого какие-либо дополнительные ресурсы. Иначе говоря, инвестор в акционерный капитал должен вести мониторинг везде и всегда, а кредитор только при нарушении заемщиком договорных обязательств. Это основное положение, известное как модель «дорогостоящего контроля состояния дел», означает, что цена кредита зависит от вероятности неполного погашения обязательств заемщиком и последующих затрат, в том числе связанных с банкротством, которые вычитаются из прибыли кредитора. Ожидаемые затраты на контроль являются фактической стоимостью ресурса и представляют финансовое трение, поскольку они накладываются на заемщика, но не являются выгодой кредитора. Следовательно, все, что обесценивает богатство заемщика или повышает вероятность снижения его прибыли, ведет к возрастанию трения. Для кризиса 2008 г. это очевидно: все организации и предприятия, владевшие недвижимостью или финансовыми обязательствами, связанными с недвижимостью, понесли потери в результате падения цен на недвижимость.

Трение может возникать в любом звене финансовой цепочки, начиная от домашних хозяйств, сберегающих средства, идущие в реальную экономику. Сберегателей беспокоит вероятность дефолта финансовых институтов, принявших их сбережения в качестве депозитов или инвестиций. Институты вынуждены беспокоиться по поводу вероятности дефолта производственных предприятий, выступающих их заемщиками. В современной экономике существует множество подобных связей, стоящих между сбережением и производством. В обычное время финансовые трения незначительны, поскольку дефолты редки, но когда неблагоприятные условия обесценивают богатство во многих звеньях цепочки, эти трения могут внезапно возрасти.

О масштабах финансового трения может свидетельствовать величина кредитных спредов, т.е. разница между процентными ставками частного кредита и ставками, уплачиваемыми федеральным правительством. Кризисные явления сентября 2008 г. немедленно привели к резкому росту кредитных спредов, причиной которого, по мнению Р.Э. Холла, явилась сегментация финансовых рынков, вызванная обесценением недвижимости (7). К середине 2010 г. кредитные спреды в экономике США возвратились к нормальному уровню, но безработица оставалась высокой и объемы выпуска значительно отставали от производственного потенциала.

По мнению Р.Э. Холла, ответ на вопрос о влиянии финансовых трений на макроэкономическое равновесие связан с ответом на важнейший вопрос современной макроэкономической теории о причинах циклических колебаний. Исследования показывают, что неустойчивость, наблюдаемая в экономике США, не может быть объяснена в рамках стандартных неоклассических моделей с помощью таких факторов, как монетарные шоки, колебания госзакупок и изменения в налоговой системе. В стремлении согласовать макроэкономические модели с реальностью исследователи обратили внимание на два возможных отступления от неоклассической схемы: учет изменений рыночной власти, существующей на товарных рынках и рынках труда; учет фактора безработицы.

Рыночная власть также вызывает трение. Обычным показателем рыночной власти на товарном рынке является отношение продажной цены к предельным издержкам (при совершенной конкуренции оно равно 1, при наличии рыночной власти превышает 1). Если продавец взимает за продукт больше предельных издержек, это предполагает, что покупатель тратит больше, чем получают поставщики. Производитель или торговец, обладающий рыночной

властью, «вбивает клин» в трансакцию таким же образом, как государство вбивает налоговый клин. Трение на рынке труда принимает форму клина между предельным продуктом труда и предельной стоимостью рабочего времени.

Спонтанное сокращение рыночной власти (аналогично снижению налоговой ставки) является стимулом для роста производства и занятости. Почему рыночная власть может снижаться, когда экзогенные факторы способствуют расширению производства? Господствующая сегодня теория основана на негибкости цен и заработной платы. Поставщик держится установившейся цены или зарплаты, несмотря на силы, действующие в направлении их роста при тенденции к расширению производства (увеличение стоимости ресурсов и предельных издержек), в результате отношение цены к предельным издержкам падает. Первоначальный расширительный импульс усиливается за счет снижения трения, ведущего к дальнейшей экспансии. Учет этих факторов, как и факторов безработицы, представляет определенные трудности, тем не менее их в явном виде начинают включать в экономические модели.

Построение макроэкономических моделей позволяет выявить связь между возрастанием финансовых трений и депрессией реальной экономики. Приводимые Р.Э. Холлом модели показывают, что суммарный эффект возрастания финансового трения имеет отрицательные последствия в виде перевода экономики в «режим с низким уровнем капитала». Трения действуют подобно налогу на пользование капиталом, и экономика реагирует на него меньшим объемом капитала и выпуска. Переход в это состояние экономики является результатом низкого уровня инвестиций в течение определенного периода.

Сокращение инвестиций, проявляющееся в сфере бизнеса в объемах основного капитала, а у домохозяйств в объемах жилищного строительства и приобретения товаров длительного пользования, ведет к рецессии. В ответ на кризис ФРС быстро отреагировала снижением базовой процентной ставки до уровня, близкого к нулю. Далее возникает «нулевой барьер», поскольку ставка не может опуститься ниже нуля. При отсутствии этого барьера можно было бы добиться снижения заемного процента для частного бизнеса, несмотря на значительные кредитные спреды, возникающие в результате финансовых трений, и тем самым создать стимулы для увеличения занятости. Нулевой барьер усугубляет негативные последствия финансового кризиса, не позволяя с помощью денежно-кредитной политики воздействовать на инвестиции.

Согласно современной теории, изложенной в упомянутой выше работе Б. Бернанке и др., исследовавших механизм и последствия финансового кризиса, значительное падение стоимости финансовых активов финансовых институтов привело к резкому обострению проблем агентских отношений в этих институтах, а также, хотя и в меньшей степени, в нефинансовых компаниях. Возросли кредитные спреды, что привело к широкому распространению рационирования кредита. Результатом финансовых проблем явилось значительное сокращение всех видов инвестиций.

Все эти явления вполне соответствуют существующим макроэкономическим моделям. Слабость макроэкономической теории, как пишет Р.Э. Холл, проявилась в другом – в том, что экономисты не смогли предвидеть неизбежность падения цен на недвижимость после 2005 г. и последующего наступления финансового кризиса. Предыдущий опыт оказался дезориентирующим. Дело в том, что в 2000–2001 гг. финансовые рынки хорошо справились с падением цен активов, поскольку тогда в основном были затронуты производственные активы в отраслях высокой технологии, которые традиционно не пользуются в широких масштабах внешним долговым финансированием и поэтому показатель левериджа был низким. То есть значительная часть экономики, опирающаяся на производственные активы и фондовые рынки, оказалась «пуленепробиваемой» (7, с. 10).

Напротив, другой важнейший класс активов в экономике США – недвижимость – характеризуется высоким уровнем левериджа. Покупая жилье, большинство заимствует столько, сколько сможет, что в 2000-е годы означает практически сумму, близкую к полной стоимости. При этом в финансовых институтах, являющихся обладателями активов, связанных с недвижимостью, уровень левериджа мультиплицируется. Поэтому экономика оказывается под огромным риском даже при небольшом снижении стоимости недвижимости, одновременно слабо реагируя на значительное снижение стоимости производственных активов, не связанных с недвижимостью, что и произошло в экономике США в 2007–2009 гг.

Моделирование и информационное обеспечение принятия решений

Новые явления, проявившиеся в ходе кризиса 2007–2008 гг., привели экономистов к выводу о том, что стандартные макроэкономические модели недостаточны для их анализа. Более того, су-

существует мнение, что неадекватные методы принятия экономических решений послужили одной из причин кризиса. Формальные методы расширили возможности для опасных спекуляций, выдаваемых за инновации в деле разделения риска и совершенствования контроля.

В кризисных условиях возникли и были остро поставлены проблемы двоякого рода: во-первых, недостаточная обоснованность и эффективность самих методов, положенных в основу принятия финансовых, прежде всего кредитных, решений, и, во-вторых, чрезмерное увлечение многообразными и усложненными методами, основанными на математическом моделировании и вероятностных расчетах при их чрезмерно формальном применении и недоступности для пользователей.

Финансовый кризис был воспринят общественностью как следствие упущений, слабости профессионализма экономистов. Исследователи задаются вопросом, каким образом получилось так, что вся профессиональная сфера не смогла обнаружить признаки крупнейшего финансового кризиса и произнести сколько-нибудь значимое предупреждение? Многочисленные критики указывали на то, что модели, на которые полагались экономисты, были слишком утонченными и специализированными, что не позволило увидеть общую картину и указать на обостряющиеся проблемы (13, с. 171).

Как полагает профессор Университета Тафта А. Байдэ (США), механистические технологии принятия решений полезны при определенных обстоятельствах, но при неправильном или чрезмерном использовании могут оказаться деструктивными (4). В этом отношении особенно показателен пример финансового сектора, где аналитическая работа кредитных инспекторов, тщательно изучающих кредитоспособность заемщиков в каждом конкретном случае, оценки и суждения тысяч банкиров и инвесторов, оказалась подмененной ограниченным числом идентичных статистических моделей риска, усиленно внедряемых финансовыми фирмами, рейтинговыми агентствами и государственными ипотечными компаниями. Такая формализация процедур и оценок, связанных с кредитом, распространялась в условиях освобождения банков от многих нормативных ограничений и принятия органами регулирования механистических требований к достаточности капитала. Результат выразился в масштабный финансовый кризис и близкое к коллапсу состояние глобальной экономики. «Финансы пострадали из-за дефицита суждения, а расплачиваемся все мы» (4, с. 46).

Как считает Р.Э. Холл, существующие на сегодня модели финансовых трений весьма условны. Это явление и его макроэкономические последствия нуждаются в дальнейшем многостороннем исследовании. Необходимы модели, учитывающие важную роль финансового посредничества и соответствующие реальным институциональным структурам (7, с. 10). Л.Е. Оханиан также отмечает, что сегодня имеющиеся экономические модели, включая модели экономического цикла и модели финансовых кризисов, не дают должного понимания причин и последствий рецессии 2007–2009 гг. Требуется разработать новую теорию, объясняющую явление резкого падения занятости в США в 2007–2009 гг. по сравнению с предшествующими рецессиями в самих США и с аналогичными процессами в других развитых странах, а также роль финансового кризиса с точки зрения его влияния на рынок труда (10, с. 60).

В настоящее время интенсивно разрабатывается новое поколение макроэкономических моделей, позволяющих учитывать важнейшую роль финансового посредничества, а также финансовые трения, способные препятствовать эффективному предложению кредита. Вместе с тем, как подчеркивает М. Вудфорд, такая методология должна соответствовать условиям финансовой системы, в которой главенствующую роль играют рынки ценных бумаг, а коммерческие банки не являются ведущими поставщиками кредитных ресурсов и депозиты не являются важнейшим источником финансовых средств даже для коммерческих банков (15).

Предлагаемая М. Вудфордом модель, учитывающая кредитные «трения», предполагает, что возрастание левериджа в финансовом секторе является естественным следствием более либеральной денежно-кредитной политики, последствия которой усиливаются действием более сложных механизмов, связанных с ложным восприятием риска. Поэтому при принятии решений относительно изменения процентных ставок следует учитывать их последствия для финансовой стабильности наряду с их воздействием на экономическую активность и инфляцию (15).

Необходимо, считает А. Байдэ, постоянное нахождение баланса между двумя моделями принятия решений – централизацией и децентрализацией (4). При этом важно то, как осуществляется контроль и принимаются решения. В процессе контроля могут использоваться как конкретизированные суждения руководителя, так и кодифицированные и механические правила. Революция информационной технологии изменила баланс между суждением и правилом, придав усиленное экономическое и психологическое зна-

чение принятию решений без участия суждения. Компьютеры действительно доказали свое преимущество перед человеческим суждением при решении ряда задач в области конструирования, логистики, управления технологическими процессами. Однако статистические модели в конечном счете есть лишь упрощенное представление о том, что происходило в прошлом, они основаны на ограниченном числе переменных, не учитывают уникальность события, показывают тенденции, но не могут дать надежных предсказаний. Прогнозирование человеческого поведения на основе статистических моделей представляет опасность, если подменяет тщательное конкретизированное суждение.

Традиционная модель кредитования строилась на основе суждения по каждому конкретному случаю. В течение нескольких последних десятилетий централизованные, механистические финансы вытеснили традиционную модель. Кредитные инспекторы уступили место ипотечным брокерам. Теперь вряд ли кто-либо выносит суждения по каждому конкретному случаю ипотечного кредитования. Решения принимаются с помощью сложных моделей, без внимания к конкретным фактам. Органы регулирования, которые в свое время уделяли внимание тщательной проверке банков по конкретным кредитам, также взяли на вооружение нисходящий принцип в контроле риска, отказавшись от исследования отдельных рисков.

Возможность обходиться без суждений, подчеркивает А. Байдэ, помогла наладить массовое производство деривативов, которое привело к усилению системных рисков, недоступных контролю со стороны как финансовых институтов, так и органов регулирования. Современный бум деривативов строился на основе механистического и ошибочного подхода к риску. Традиционный взгляд на риск принимал во внимание многие его грани, в том числе те, которые не поддаются квантификации, и учитывал уникальность каждой ситуации. Современный взгляд предполагает, что специфические для каждой ситуации факторы могут быть разграничены, а риск сведен к некоему числовому показателю, выведенному на основе статистического анализа. Простейшим примером могут служить модели, генерирующие цены опционов на акции с использованием небольшого числа переменных. В качестве ключевой переменной выступает волатильность – показатель возможных в будущем колебаний, оценки которых производятся на основе прошлых фактических данных и потому могут быть ошибочными. Но поскольку такие модели не требуют трудоемкого анализа ре-

альных компаний или заемщиков, они быстро стали модными после появления в начале 1970-х годов. С тех пор такой подход, претендовавший на достоверность, распространился на все типы контрактов с деривативами, что позволило менеджерам финансовых гигантов претендовать на руководство широким набором направлений деятельности без достаточного знания любого из них. Предоставление ипотечных кредитов ненадежным заемщикам без должного тщательного исследования вздуло цены и сделало их недоступными для более осмотрительных клиентов. За период 2000–2008 гг. условная стоимость внебиржевых деривативов выросла более чем в шесть раз – с 95 трлн. до 684 трлн. долл. Печально известные теперь кредитные дефолтные свопы придавали покупателям пакетов субстандартных ипотечных кредитов видимость надежности, способствуя тем самым их в конечном счете катастрофическому росту (4, с. 51).

Ожидаемая выгода состоит в снижении стоимости автоматизированного предоставления кредита. Но дешевый кредит, предоставляемый заемщикам, которые не могут его погасить, ни для кого не является выгодной сделкой. Долгосрочные последствия чрезмерного кредитования могут быть катастрофическими для заемщиков, кредиторов и общества в целом. Роботизация финансов не принесла пользы, привела к ошибочной аллокации ресурсов в реальной экономике.

Таким образом, в сфере финансов особенно остро стоит проблема, связанная с использованием статистических подходов. Последние не позволяют адекватно учитывать неопределенность и индивидуальные особенности объекта при принятии экономических решений. В этой сфере особенно ощущается потребность в восстановлении практики тщательных исследований и суждений. Чтобы сохранить приоритет человеческого суждения, следует приспособлять и контролировать статистические модели, но не подчиняться им.

Задача, по мнению специалистов, состоит в том, чтобы обеспечивать контроль адекватными методами и в рамках разумных ограничений. Автоматизированный контроль эффективен при физических процессах и продуктах, когда возможна минимизация отклонений и непрерывная обратная связь по измеримым параметрам, обеспечивающая коррекцию или совершенствование алгоритмов принятия решений. Компьютеры блестяще проявляют себя при большом числе возможных состояний и выходов, но при этом все они удовлетворяют четко заданным условиям. Человеческое

суждение, напротив, пользуется преимуществом там, где ситуации неопределенны, а возможности неограниченны.

Новые сложности в финансовый анализ внесла глобализация. Глобальный кризис продемонстрировал высокую степень взаимосвязанности финансовой сферы, он показал, как шок, возникающий в одной стране или в одном классе активов, может быстро распространиться на другие рынки и страны. На глобальном уровне эти связи и каналы распространения кризисных явлений весьма сложны, и данные, необходимые для их отслеживания, по большей части все еще недоступны, а институциональная инфраструктура, необходимая для управления системным риском, неадекватна или вообще отсутствует.

Специалисты департамента исследований МВФ и Банка международных расчетов (BIS) указывают на недостаточность анализа системных рисков, при котором используются данные о банковских балансах, состоянии ликвидности, достаточности капитала и других обычных факторах риска (6, с. 3). Особенно остро эта проблема ощущается при анализе на межстрановом уровне, где проявляются такие пробелы существующей системы, как недостаточность данных, отражающих международные показатели системного риска, и отсутствие институциональных механизмов, обеспечивающих координацию отдельных страновых подходов.

Индикаторы, основанные на рыночных ценах, не всегда являются достоверными показателями риска. Некоторые исследования сочетают анализ на основе балансовых и рыночных данных, но на глобальном уровне такой подход весьма затруднителен. Балансовый анализ не учитывает в полной мере возрастающую сложность международной среды, поскольку имеющиеся ограничения в области информации не позволяют выявить особенности правового статуса банков и их организационных структур, а также не отражает географическую структуру банковских операций.

Опыт кризиса показал, что во многих юрисдикциях в информации, собираемой органами надзора, отсутствуют важнейшие показатели, прежде всего относящиеся к связям и взаимодействиям международных банков. Для целей управления кризисом нужна дополнительная информация о двусторонних связях на уровне банков. Кроме того, информация, имеющаяся у органов надзора, не публикуется или публикуется в ограниченном виде и не имеет широкого распространения, как правило, даже в рамках соответствующей юрисдикции. Поэтому органы надзора не имеют деталь-

ного представления о глобальной системе, а без такого представления проблемы на системном уровне остаются невыявленными.

В связи с этим был предложен ряд мер, направленных на улучшение информации о трансграничных операциях банков и совершенствование многостороннего надзора, на получение информации, которая позволит осуществить совместный анализ позиций многих банков, находящихся под различными юрисдикциями, что должно существенно улучшить возможности оценки уязвимых мест в глобальной системе.

Так, МВФ и Совет финансовой стабильности (FSB) подготовили и представили группе министров финансов и руководителей центральных банков двадцати стран (G20) рекомендации по совершенствованию статистики на банковском и агрегированном уровнях, порядку сбора и межстранового обмена информацией, правилам, регулирующим доступ к данным и их использование. Особый упор сделан на необходимости расширения данных на уровне банков, в том числе отражающих двусторонние связи, организационные структуры банков, структуру их активов и пассивов (например, с разбивкой по инструментам, странам и секторам участников сделок, валютам и остаточным срокам погашения займов). Предложено создание общей схемы отчетности для финансовых институтов, имеющих системное значение в глобальном масштабе. Другая инициатива касается расширения и дополнения составляемой Банком международных расчетов агрегированной статистики международных банковских операций, которая охватывает широкий круг банков (6, с. 18).

Финансовый кризис и сдвиги в сфере экономической политики

Современный подход к экономической политике отражает новые перспективы в области макроэкономической теории. Доказав общепризнанное положение о том, что в рамках финансовой системы акционерное финансирование надежно, а долговое рискованно, макроэкономисты совместно с финансистами разрабатывают способы нейтрализации опасных последствий задолженности в условиях кризиса. В принципе эта проблема решается путем механизма банкротства, однако, как показал 2008 г., традиционный механизм банкротства для современного финансового института представляется практически бесполезным.

Специалисты отмечают, что новые подходы предполагают внесение изменений в общепринятую финансово-кредитную политику с учетом состояния финансовой системы, и прежде всего динамики процентных спредов. Изменения кредитных спредов должны служить важным фактором при установлении процентной ставки по федеральным фондам. Если кредитные спреды увеличиваются, то при прочих равных условиях целевая ставка по федеральным фондам должна быть ниже, чем была бы в противном случае.

Такой подход также означает, что одна лишь традиционная процентная политика не может обеспечить адекватный ответ на нарушения в сфере предложения кредитных ресурсов, независимо от возможностей по снижению базовой ставки. Причина заключается в том, что даже в том случае, если достаточное снижение базовой ставки может приостановить сокращение совокупного спроса, оно не способно полностью нейтрализовать деформации, вызванные ростом кредитных спредов. Необходимость в действиях, направленных на сокращение кредитных спредов, становится еще более настоятельной в результате наличия «нулевого барьера» для номинальных процентных ставок.

Как считает М. Вудфорд, сократить кредитные спреды возможно с помощью двух видов нетрадиционных мер центрального банка (15). Один из них заключается в предоставлении центральным банком кредита финансовым посредникам на более легких условиях по сравнению с частными кредиторами. Успешным примером такой политики являются меры созданного ФРС специального кредитного фонда (Term asset-backed lending facility), финансирующего частные покупки ценных бумаг, обеспеченных активами. Другой вид нетрадиционных мер состоит в прямой покупке центральным банком частных долговых обязательств. В период текущего кризиса такие меры осуществлялись в виде покупки ФРС коммерческих бумаг (через специальный фонд – Commercial paper funding facility) и ценных бумаг, обеспеченных залогом.

По мнению специалистов, решая проблемы выхода из финансового кризиса, законодателям и регуляторам не следует заниматься определением допустимых объемов и характера секьюритизации, а также вводить ограничения на выпуск деривативов или жесткий надзор. Тотальные запреты, как правило, неэффективны, а мелочные ограничения лишь создают дополнительную работу для регуляторов, лоббистов и законников (4). Предлагается усилить конкретные подходы, улучшить методы анализа, восстановить значимость экспертных суждений и оценок в деятельности финан-

совых институтов. Стандарты предоставления кредита или хеджирования должны основываться на правилах «осмотрительности», т.е. тщательности исследования кредитоспособности. Реформы должны быть направлены на восстановление процессов вынесения суждений, прежде всего в банках, т.е. там, где их отсутствие приносит наибольший вред.

Кризис со всей очевидностью продемонстрировал, что высокая зависимость государственных финансов от гипертрофированного развития какого-либо сектора (будь то сырьевые и энергетические отрасли или строительство) чревата острыми проблемами в будущем. Как считают, например, специалисты Банка международных расчетов (BIS), для многих западных стран, финансы которых в значительной мере зависели от строительного бума, выход из кризиса и оживление экономики не принесут сокращения разрыва между поступлениями и расходами госбюджета. Иначе говоря, правительства будут вынуждены принимать специальные жесткие меры, которые, в свою очередь, отразятся на экономическом росте. Так, бюджетная политика может существенно повлиять на перераспределение ресурсов между отраслями, например, за счет урезания субсидий и расходов на социальные нужды и борьбу с безработицей. Масштабная государственная поддержка, оказываемая проблемным банкам, представляет собой огромные затраты, которые не могут быть покрыты без жесткой бюджетной политики. В долгосрочном плане четко возникает потребность в проведении мер, выходящих далеко за пределы бюджетного балансирования в рамках антикризисных мероприятий (2, с. 29).

Таким образом, выход из подобной ситуации видится в сокращении масштабов частного и государственного долга с помощью главного средства – стимулирования экономического роста иными способами. Применительно к западным странам это означает, что секторы недвижимости и финансов не смогут играть столь же масштабную роль, как в предкризисный период, что выдвигает задачу структурной перестройки экономики. «Поддержка стареющих отраслей означает риск вытеснения более динамичных» (2, с. 30). Другое важное направление государственной политики – сокращение частного и государственного долга и стимулирование сбережений.

Государственная политика должна также способствовать превращению банковской системы в источник эффективного кредита для растущих отраслей. Банки должны располагать достаточным капиталом и быть способными нести убытки и списывать со-

мнительные активы, вместо того чтобы заниматься пролонгацией недействующих кредитов предприятиям, которые должны были бы быть банкротами. Опыт Японии 1990-х годов показывает, что такая политика неограниченно возобновляемых кредитов ведет к стагнации и тормозит реструктуризацию и потенциальный рост прибылей эффективных производств.

Очевидно, однако, что главным последствием глобального финансового кризиса в сфере экономической политики следует признать отход от доминировавшей в предшествующий период доктрины неолиберализма. Экономический неолиберализм, столь популярный еще два десятилетия назад, в том числе среди отечественных реформаторов 1990-х годов, и нашедший отражение в так называемом «Вашингтонском консенсусе», безусловно, ушел в прошлое. Как отмечал еще в начале 2000-х годов лауреат Нобелевской премии по экономике Дж. Стиглиц, неолиберальный фундаментализм, представляющий собой доктрину на службе частных интересов, усиливает неравенство, создает угрозу для мировой экономики, а Всемирный банк признал необходимость государственного вмешательства в развитие экономики (1, с. 45). Сегодня, после экономического кризиса 2008–2009 гг., его сторонников в чистом виде трудно найти не только в Европе, но даже в США, всегда выступавших в роли цитадели либерализма. Напротив, все больше голосов присоединяется к концепциям усиления регулирующей, перераспределительной и стимулирующей функций государства (что никак не связано с масштабами государственной собственности, т.е. прямого участия государства в экономике, которое справедливо рассматривается как чрезвычайная мера).

В ходе кризиса и в период выхода из него был предпринят ряд мер «хирургического вмешательства» в сферу регулирования. Если ранее органы регулирования часто абстрагировались от состояния финансового сектора, сосредоточивали усилия на отдельных институтах и рынках, ставя во главу угла стабильность цен, то кризис показал, что денежно-кредитная политика должна заботиться о финансовой стабильности, использовать помимо процентной ставки весь набор инструментов, включая нормативы достаточности капитала, коэффициенты ликвидности и др.

В США принятые в последнее время законы (Закон Гласса–Стиголла и Закон Додда–Франка) направлены на усиление регулирования и ужесточение санкций за нарушение законодательства, а тем самым и на усиление роли государства в функционировании

финансового сектора, регулирование которого было существенно либерализовано в послевоенный период.

Как отмечают Р.С. Крознер (Чикагский университет) и Ф.Е. Стрейхан (Национальное бюро экономических исследований США, NBER), предстоящая задача состоит в обеспечении эффективного управления рисками, связанными с новыми финансовыми инструментами (8). Закон Додда–Франка устанавливает новый порядок регулирования, предоставляет в распоряжение регуляторов дополнительные средства воздействия на финансовые учреждения, находящиеся в затруднительном положении. В настоящее время федеральные органы регулирования располагают полномочиями закрывать и ликвидировать финансовые институты, представляющие риск для финансовой стабильности. Закон Додда–Франка заменяет действующие правовые нормы в отношении банкротства порядком, применявшимся Федеральной корпорацией страхования депозитов (FDIC) в отношении застрахованных депозитных учреждений, распространяя его на потенциально широкий круг финансовых компаний (8, с. 242).

В соответствии с законом создан Наблюдательный совет по финансовой стабильности (Financial stability oversight council, FSOC), состоящий из основных федеральных органов финансового регулирования и имеющий широкие полномочия по обеспечению финансовой стабильности. В этом состоит «макропруденциальный подход», призванный сократить масштабы арбитража на регулировании. Реформа регулирования должна повысить прозрачность рынка, чтобы уменьшить неопределенность при взаимодействии участников и тем самым снизить риск цепной реакции кризиса.

В Европе на повестке дня, интенсивно обсуждаемой как в отдельных странах, так и на уровне ЕС в целом, режим экономии и бюджетная дисциплина. Решить проблему тотальной задолженности можно лишь путем общего оздоровления экономики, оживления и подъема, ускорения экономического роста. В этом плане у Европы не очень хорошие перспективы, ее конкурентоспособность, инвестиционный и ресурсный потенциал, рабочая сила проигрывают новым индустриальным странам, в которых роль государства и его политики, направленной на инновации и рост, в последние десятилетия была намного масштабнее и значимее. Саммит ЕС (октябрь 2011 г.) поставил вопрос об изменениях в структуре управления ЕС, связанных с необходимостью совершенствования управления долговой экономикой. Речь идет о новых полномочиях ЕС по мониторингу и воздействию на экономику. Вместе с тем готовность

руководства ФРС США к включению печатного станка говорит о том, что Европа, несмотря на сложное положение, ведет себя более пруденциально, чем Америка. Поставлен вопрос о введении налога на финансовые операции (Франция) с целью сдерживать возможное безответственное поведение финансовых институтов и возложить на них часть связанных с ним социальных издержек.

В рамках «группы 20» обсуждаются проблемы укрепления международного сотрудничества для обеспечения стабильности, большее значение придается многосторонним институтам как инструментам развития глобального взаимодействия. Таким образом, возникающая новая концепция мирового макроэкономического порядка в целом ориентирована на переход руководящей роли, по крайней мере частичный, от рынка к государству и от простых решений к более сложным (1, с. 46).

Однако многие важные проблемы остаются нерешенными. Так, несмотря на попытки МВФ и Всемирного банка разработать системы раннего предупреждения для своевременного принятия антикризисных мер, все еще отсутствуют общепринятые индикаторы финансовой стабильности или системного риска, которые должны вызывать макропруденциальные регулирующие действия. Отсутствуют однозначные критерии оценки качества управления и оценки рисков. Такие оценки особенно затруднительны в новых и инновационных областях, где еще не накоплены данные за достаточно длительные периоды. В значительной мере открытым остается вопрос о независимости центрального банка. Трудность представляет строгое применение надежной и прозрачной стратегии оздоровления. Закон Додда–Франка требует от системно значимых институтов разработки планов санации, способных снизить неопределенность относительно разрешения ситуаций неплатежеспособности, а также повышения прозрачности операций, в том числе в отношении потенциальных рисков. В то же время Закон Додда–Франка как мера по ограничению банковской деятельности может усилить взаимосвязанность институтов в финансовой системе и уменьшить ее стабильность (8).

Сложность задачи состоит в том, чтобы повысить стабильность финансовой системы, найти новые инструменты управления риском и не нанести при этом ущерба будущим инновациям и способности осуществлять необходимые функции, стимулирующие экономическое развитие.

Какой будет ближайшая и более отдаленная перспектива возникновения финансовых стрессов? Новые направления иссле-

дований пытаются ответить на этот вопрос, при этом они не предвидят существенных изменений капиталистического цикла. Специалисты в основном полагают, что если изменения неизбежны, то следующий этап эволюции современного финансового капитализма будет скорее всего лишь новой фазой нынешнего этапа (14, с. 793). Прогнозов достаточно много, никто, однако, не предрекает существенных изменений основ существующего финансового капитализма. Даже самые радикальные его критики считают, что нестабильность капитализма сохранится, но социальные уроки со временем возобладают, рынки будут регулируемы (5, с. 530). Вместе с тем нет также сомнений в том, что очередной кризис может повлечь за собой крушение всей мировой финансовой системы.

Литература

1. Зубченко Л.А. Конец Вашингтонского консенсуса? // Банки: Мировой опыт. – М., 2011. – № 3 – С. 44–47.
2. Bank for international settlements: 81 th ann. report. – Basel: BIS, 2011. – 26 June. – XIII, 210 p.
3. Bernanke B.S., Gertler M., Gilchrist S. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework // Handbook of macroeconomics / Ed. by Taylor J.B., Woodford M. – Amsterdam: Elsevier, 1999. – P. 1341–1393. – Mode of access: www.wcas.northwestern.edu/web/faculty
4. Bhidé A. The judgment deficit // Harvard business rev. – Boston, 2010. – Vol. 88, N 9. – P. 44–53.
5. Bresser-Pereira L.C. The global financial crisis and a new capitalism? // J. of post Keynesian economics. – Armonk, 2010. – Vol. 32, N 4. – P. 499–534.
6. Cerutti E., Claessens S., McGuire P. Systemic risks in global banking: What available data can tell us and what more data are needed? – Wash.: IMF, 2011. – 26 p. – (IMF Working paper. WP/11/222).
7. Hall R.E. Why does the economy fall to pieces after a financial crisis? // J. of econ. perspectives. – Princeton, 2010. – Vol. 24, N 4. – P. 3–20.
8. Kroszner R.S., Strahan Ph.E. Financial regulatory reform: Challenges ahead // Amer. econ. rev. – Nashville, 2011. – Vol. 101, N 3. – P. 242–246.
9. Mapping global capital markets: Fifth ann. report. – Wash.: McKinsey global institute, 2008. – 27 p. – Mode of access: http://www.mckinsey.com/Insights/MGI/Research/Financial_Markets/Mapping_global_capital_markets_fifth_annual_report
10. Ohanian L.E. The economic crisis from a neoclassical perspective // J. of econ. perspectives. – Princeton, 2010. – Vol. 24, N 4. – P. 45–66.

11. Redmond W. Evolution of corporate governance principles among US firms // JEI: J. of econ. iss. – Lewisburg, 2010. – Vol. 44, N 3. – P. 615–627.
12. Reinhart C.M., Rogoff K.S. From financial crash to debt crisis // Amer. econ. rev. – Nashville, 2011. – Vol. 101, N 5. – P. 1676–1706.
13. Shiller R.J., Shiller V.M. Economists as worldly philosophers // Amer. econ. rev. – Nashville, 2011. – Vol. 101, N 3. – P. 171–175.
14. Van Lear W., Sisk J. Financial crisis and economic stability: A comparison between finance capitalism and money manager capitalism // JEF: J. of econ. iss. – Lewisburg, 2010. – Vol. 44, N 3. – P. 779–793.
15. Woodford M. Financial intermediation and macroeconomic analysis // J. of econ. perspectives. – Princeton, 2010. – Vol. 24, N 4. – P. 21–44.