

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАУК

**ИНСТИТУТ НАУЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ
ПО ОБЩЕСТВЕННЫМ НАУКАМ**

**ЭКОНОМИЧЕСКИЕ
И СОЦИАЛЬНЫЕ
ПРОБЛЕМЫ
РОССИИ**

1 - 12

**ГЛОБАЛЬНЫЙ
ФИНАНСОВЫЙ
КРИЗИС И ЕГО
ПОСЛЕДСТВИЯ**

СБОРНИК НАУЧНЫХ ТРУДОВ

**МОСКВА
2012**

УДК 332(470+571)
ББК 65.9(2Рос)

Э 40

Центр социальных научно-информационных исследований

Отдел экономики

Редакционная коллегия:

Н.А. Макашева – д-р экон. наук, председатель,
Г.В. Семеко – канд. экон. наук, зам. председателя,
В.С. Автономов – чл.-кор. РАН,
Н.И. Иванова – академик РАН,
Е.В. Виноградова – канд. экон. наук

Редакторы и составители выпуска –

канд. экон. наук *Г.В. Семеко*,
канд. экон. наук *Е.А. Пехтерева*

Экономические и социальные проблемы России:

Э 40 Сб. науч. тр. / РАН. ИНИОН. Центр социал. науч.-
информ. исслед. Отд. экономики; Ред. кол.: Макашева Н.А.,
гл. ред., и др. – М., 2012. – № 1: Глобальный финансовый
кризис и его последствия / Ред. и сост. вып. Семеко Г.В.,
Пехтерева Е.А. – 156 с.

Анализируются процессы, происходящие в мировой финансовой системе с момента возникновения глобального финансового кризиса в 2008 г. Особое внимание уделено влиянию этих процессов на экономику России. Рассматриваются стратегии преодоления кризиса в ведущих экономиках Запада и России, институциональные преобразования в финансовых системах отдельных стран, подходы к реформированию глобальных финансов, предложенные «Группой 20», Всемирным банком и МВФ.

Для специалистов по мировой экономике и финансам, глобальным проблемам современности.

Processes and trends in the world financial system aroused by the global financial crisis of the 2008 are under consideration. Attention is also paid to effects of those trends on the Russian economy. The anti-crisis strategies and policies of the leading West countries and Russia are highlighted, institutional financial reforms in some countries, approaches to world finance system reforms proposed by G20, World bank and IMF are examined.

Рукописи не рецензируются и не возвращаются.

УДК 332(470+571)

ББК 65.9(2Рос)

ISSN 1998-1791

© ИНИОН РАН, 2012

СОДЕРЖАНИЕ

Мировой финансовый кризис: Что ждет мировую экономику и экономику России в ближайшем будущем? (Вместо предисловия).....	4
<i>Н.А. Макашева.</i> Пейзаж после бури: Повлияет ли кризис на экономическую науку?	12
<i>И.Г. Минервин.</i> Финансовый кризис: Анализ и практика принятия решений.....	33
<i>Г.В. Семеко.</i> Европа: Кризис суверенной задолженности и зоны евро	64
<i>Е.Е. Луцкая.</i> Формирование новой международной системы финансового регулирования	100
<i>Е.А. Пехтерева.</i> Международная практика предупреждения банкротства банков. Опыт для России.....	114
<i>С.С. Костяев.</i> Финансовая реформа в США: Основные положения.....	140

МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС: ЧТО ЖДЕТ МИРОВУЮ ЭКОНОМИКУ И ЭКОНОМИКУ РОССИИ В БЛИЖАЙШЕМ БУДУЩЕМ? (ВМЕСТО ПРЕДИСЛОВИЯ)

Глобальный финансовый кризис, начавший в США в 2008 г., останется важной вехой в экономической истории современного мира. Во-первых, по существу, это первый кризис эпохи глобализации, который по скорости распространения, масштабам и последствиям не имеет себе равных. Во-вторых, это системный кризис международной валютно-финансовой системы, сложившейся в результате Бреттон-Вудских соглашений, включая институты, созданные в соответствии с этими соглашениями. Кроме того, кризис очень быстро перекинулся с сектора финансов на реальный сектор, что дало все основания сделать вывод о кризисе системы рыночных отношений, сложившихся к началу текущего тысячелетия.

Сразу следует отметить, что в датировке кризиса существуют расхождения, в определенной степени связанные с незавершенностью кризисных процессов и их оценки. Чаще всего точкой отсчета называется момент взрыва «пузырей» на рынке субстандартной ипотеки (subprimes) в США (2008), но некоторые эксперты усматривают начало кризиса в 2007 г., когда ипотечные долги достигли критических размеров и неизбежность финансового краха стала очевидной. К 2010 г. положение в финансах отдельных стран удалось стабилизировать, а потому этот год обычно указывается как время окончания финансовых потрясений. В материалах сборника кризисный период датируется 2008–2010 гг. Вместе с тем вопрос о том, когда мир вступит в период устойчивого экономического роста, пока остается открытым. Кризис не завершился, а приобрел новые формы и перешел в стадию рецессии (экономического спада) и роста суверенной задолженности, при этом си-

туация в банковской сфере и на финансовых рынках продолжает оставаться неустойчивой.

Многие зарубежные и отечественные ученые оценивают глобальный финансовый кризис как этап очередного цикла в развитии мировой экономики, имеющий глубинные корни, в котором финансовые потрясения сыграли роль «спускового крючка». Наличие неразрывной связи, взаимообусловленности и сопряженности процессов в сфере финансов и в реальной экономике дают основания для обозначения текущего кризиса как глобальный финансово-экономический кризис.

Всесторонне оценить векторы и масштабы влияния глобального финансово-экономического кризиса – дело будущего. Однако уже сейчас можно сказать, что его последствия для отдельных стран, всего мирового хозяйства, международной валютно-финансовой системы, а также для системы международного регулирования, несомненно, сопоставимы с последствиями Великой депрессии 30-х годов XX в. Не случайно кризис именуют второй Великой депрессией, или Великой рецессией. Аналогия просматривается довольно явственно. Кризис, поразивший экономику на современном этапе, точно как это происходило во времена Великой депрессии, затронул все сферы жизни общества, спровоцировал переоценку ценностей и вызвал много дискуссий, связанных не только с возможностями выхода из трудного положения, но и с перспективами дальнейшего развития мировой цивилизации. Под сомнение поставлены основные институты рыночного и государственного регулирования, состоятельность традиционных подходов и моделей преодоления и предотвращения кризисных потрясений, многие постулаты мейнстрима, достижения европейской интеграции и единая валюта, позиции промышленно развитых стран, которые испытывают все большее конкурентное давление со стороны новых претендентов на ведущую роль в мире, и т.д.

Период после Великой депрессии был единственным продолжительным периодом финансовой стабильности в мире, когда действовали прочные страховочные механизмы. Когда в 1980-е годы начался повсеместный процесс дерегулирования, частота возникновения финансовых кризисов стала увеличиваться. В последние десятилетия так называемая финансализация экономики, послужившая одной из глубинных причин кризиса, привела к деформации финансовой системы вследствие разрастания искусственного финансового богатства, оторванного от реальных ценностей и их

производства. Многие государства привыкли жить в долг, не соизмеряя свои расходы с реальными доходами.

С технической точки зрения к 2010 г. закончилась первая волна рецессии. Это еще не конец кризиса: во-первых, экономика большинства развитых стран не вернулась на докризисные уровни, а во-вторых, сохранились многие дисбалансы, которые были причиной кризиса. За 2008–2010 гг. удалось убрать некоторые проблемы, связанные с кредитными системами, но главная проблема – гигантская диспропорция между потреблением и производством – не ликвидирована. Положение было стабилизировано за счет резкого наращивания дефицитов бюджетов и платежных балансов ведущих стран, что во многом спровоцировало крайне опасную ситуацию с государственными долгами.

Со второй половины 2011 г., когда финансовые условия ухудшились, риски нового спада возросли, а перспективы роста стали крайне ненадежными, мировая экономика оказалась под угрозой второй волны рецессии (в периферийной части зоны евро она уже стала реальностью). Ведущие ученые и эксперты по финансам уверенно предсказывают ее наступление в 2012–2013 гг. В числе основных причин новой волны глобального кризиса следует выделить, во-первых, усиливающийся кризис суверенного долга в странах Европейского союза; во-вторых, несовершенство финансовой системы США и, как результат, финансовые затруднения, переживаемые американской экономикой; в-третьих, экономические проблемы Японии, вызванные природными катализмами.

Разбалансированность государственных финансов ЕС резко повысилась из-за огромных расходов на предотвращение краха национальных кредитно-финансовых систем. Финансовая система Евросоюза в настоящее время выглядит весьма уязвимой и крайне плохо управляемой, несмотря на усилия по формированию новой европейской системы финансового контроля. Кризис Евросоюза был предопределен еще при создании зоны евро из-за различий в бюджетной политике отдельных стран. Очевидно, что страны со строгой бюджетной дисциплиной в большей степени способны противостоять кризису, чем страны со слабыми бюджетами и крупным государственным долгом.

В условиях обострения долгового кризиса решать все проблемы путем «вливания денег» – не выход. Предоставление финансовой помощи кризисным странам (по программам Международного валютного фонда и ЕС) не в состоянии спасти их от возможного дефолта. Это хорошо понимают многие европейские

политики. Однако другого, более эффективного пути, чтобы остановить кризисную волну, они пока не видят.

Европейский долговой кризис стал основным предметом обсуждений на Всемирном экономическом форуме в Давосе 2012 г., хотя главная заявленная тема была сформулирована как «Великая трансформация: построение моделей». Нерешенность долговых проблем ЕС, по всеобщему убеждению, серьезно угрожает здоровому развитию глобальной экономики. В то же время дискуссии в Давосе подтвердили наличие серьезных разногласий по антикризисным мерам не только внутри самой Европы, но и между другими ведущими мировыми игроками, среди которых США и страны Азии.

Антикризисные меры широко обсуждаются и реализуются в зоне евро. По сравнению с США для стран – членов зоны евро поиск мер по преодолению кризиса представляет более сложную проблему. На сегодняшний день им трудно, скорее даже невозможно, выработать законодательную платформу, которая была бы одинаково приемлема для всех стран-членов. Возникающие в отдельных странах финансовые проблемы приходится решать на двух уровнях – национальном (в рамках налогово-бюджетной политики) и европейском (путем принятия коллективных решений о предоставлении помощи той или иной стране для преодоления кризиса).

Серьезные долговые проблемы сегодня испытывают и США. Достаточно длительное время Б. Обама не мог добиться компромисса с лидерами Конгресса по пакету мер, касающихся бюджетного дефицита. Помимо дефицита бюджета и роста государственного долга у Соединенных Штатов имеются другие серьезные структурные проблемы. Речь идет прежде всего о снижении объема внутренних инвестиций, уровня сбережений населения ввиду обострения проблемы занятости, низких темпов роста доходов в США. Это не только отражается на внутреннем рынке потребления, но и усиливает напряженность в финансово-бюджетной сфере.

Все, что сегодня происходит в США и Европе, неизбежно отражается на состоянии мировой экономики в целом. Тенденция к снижению потребления, которая наблюдается сегодня во всем мире, ведет к замораживанию производственных мощностей, росту безработицы, падению спроса, а это вызывает дальнейшее уменьшение потребления. Вырваться из этого порочного круга можно, если удастся найти способы стимулировать потребительский спрос. В настоящее время решение данной проблемы сводится к наблюдаемому практически во всех странах, затронутых кризисом,

ужесточению бюджетной политики, сокращению государственных расходов, что порождает новый виток рецессии.

К сожалению, любые действия стран, направленные на то, чтобы выйти из кризиса, приводят к нему же. Какой же сценарий развития событий возможен? Скорее всего мировая экономика может столкнуться с долговременной стагнацией. Долговые проблемы в США и Европе в ближайшее время приведут к замедлению темпов роста производства. Длительное снижение объемов производства увеличит количество незанятых людей и станет следствием падения внутреннего и внешнего спроса. Слабость государств зоны евро и замедление экономического роста в США еще больше осложнят мировую финансовую ситуацию.

Первоочередная задача состоит в восстановлении доверия и преодолении кризиса в зоне евро посредством поддержки роста наряду с продолжением корректировки, сдерживанием тенденции к сокращению доли заемных средств, наращиванием объема ликвидности и продолжением адаптации денежно-кредитной системы. В других ведущих развитых странах основными задачами являются устранение бюджетных дисбалансов, оздоровление и реформирование финансовой системы в сочетании с мерами по стимулированию экономического подъема.

Мировой финансово-экономический кризис не обошел Россию, но имел гораздо меньшую силу, чем в странах с развитой рыночной экономикой. И на то есть основания: неразвитость рыночных институтов и финансовых рынков сыграла позитивную роль, как, впрочем, и в большинстве европейских стран с формирующейся рыночной экономикой (бывших соцстранах).

Последствия воздействия глобального финансово-экономического кризиса на Россию могли бы оказаться более тяжелыми, но финансовые власти страны реализовали масштабный комплекс мер, направленных прежде всего на поддержку банковского и реального секторов экономики. В итоге применения специальных процедур России удалось избежать масштабной рецессии, но в целом наблюдалось ухудшение экономической ситуации. Этому способствовал ряд факторов: массовый отток капитала и ограниченные возможности по заимствованию средств на внешних рынках, стремительное падение экспортных цен на нефть и другие виды сырья. Негативное воздействие кризиса осуществлялось по двум основным направлениям: через значительное сокращение притока иностранного капитала и резкое падение мировых цен на сырьевую продукцию.

Своевременное вмешательство российского правительства помогло сохранить на плаву банковскую систему и предотвратить панику среди населения. В итоге российская экономика довольно быстро приходит в себя, а 2010–2011 гг., согласно официальной статистике, показали стабильный рост экономических показателей.

Рассматривая российскую экономику в рамках процесса глобализации, можно сказать, что обеспечение стабильного развития в будущем возможно лишь при последовательном усилении ее роли в мировой экономике, и в частности в финансовой сфере. Решение данной задачи предполагает принятие мер по ряду направлений, в том числе по укреплению банковского сектора и рубля как расчетной и резервной валюты, по формированию в Москве международного финансового центра, а также по расширению представительства России в международных финансовых организациях и экономических форумах.

В ближайшие годы затяжная депрессия в США и Европе может иметь серьезные последствия для многих стран, особенно сырьевых, включая Россию, которая в значительной степени зависит от внешней конъюнктуры и уровня мировых цен на сырьевые ресурсы. Прямая зависимость состояния бюджета от экспорта ресурсов – основной риск для российской экономики. В случае падения цен на нефть валютные доходы бюджета резко снизятся. Сбалансировать бюджет в этой ситуации можно будет только за счет существенной девальвации национальной валюты, что отразится на потребительской активности, создаст проблемы для компаний и финансовых институтов, накопивших валютную задолженность, приведет к недоступности кредитов для развития среднего и малого бизнеса. Дешевеющий рубль подтолкнет вверх инфляцию.

Именно по этим причинам важно проанализировать современные тенденции в развитии ведущих стран Запада, особенно сильно затронутых нынешним кризисом, чтобы оценить будущую расстановку сил в мировом хозяйстве и перспективы развития экономики России.

В сборнике рассматриваются различные направления влияния глобального финансово-экономического кризиса. Сборник открывают обзоры, посвященные воздействию кризиса на современную экономическую науку и на макроэкономический анализ и моделирование в сфере принятия финансовых решений.

Кризисные процессы стали своеобразной проверкой экономической теории, которую она не выдержала. Экономисты, особенно сторонники идеи рыночной эффективности и рациональности,

попали под огонь острой критики из-за неспособности предвидеть кризисные потрясения и предложить действенные меры по их преодолению. Остро была поставлена проблема ответственности экономистов не только перед научным сообществом, но и перед обществом в целом. Можно ожидать, что кризис придаст дополнительный импульс развитию некоторых разделов экономической теории, находящихся пока на периферии основного течения.

Кризис ясно показал реальную возможность значительных нарушений финансовой системы как в развивающихся, так и в высокоразвитых экономиках. Понимание этих явлений невозможно без привлечения макроэкономического анализа с особым вниманием к роли финансового посредничества и выполняемым им экономическим задачам по распределению ресурсов. Особое значение в таких условиях приобретают новые подходы к анализу, в том числе концепция финансовых трений, т.е. дисбалансов, возникающих в процессе финансово-кредитных отношений, а также макроэкономическое моделирование.

Эпицентром глобального кризиса на современном этапе является объединенная Европа, которая пока без очевидного успеха пытается преодолеть спад, уменьшить суверенные долги и предотвратить развал зоны евро. В обзоре, посвященном этой теме, анализируются причины кризиса и меры, предпринимаемые в ЕС. Здесь также представлены мнения ведущих зарубежных ученых и руководителей национальных и европейских органов управления и контроля по поводу выбранной Евросоюзом стратегии и ее последствий.

Пожалуй, одним из самых важных последствий глобального финансово-экономического кризиса является осознание необходимости реформирования системы государственного регулирования, контроля и надзора в кредитно-финансовой сфере. Три материала сборника посвящены отдельным аспектам этой проблемы – реформированию международной системы финансового регулирования, механизмов предотвращения банкротства кредитно-финансовых учреждений и финансовой реформе в США.

Основные положения по реформированию международной системы финансового регулирования разрабатываются и в настоящее время реализуются в рамках Международного валютного фонда, «группы 20» (G-20), Совета по финансовой стабильности и Базельского комитета по банковскому надзору. Акценты в реформах сделаны на таких вопросах, как макропруденциальный подход, нацеленный на снижение системных рисков и усиление стабиль-

ности финансовой системы; микропруденциальное регулирование банковского капитала и ликвидности; укрепление системы надзора; регулирование системно значимых кредитно-финансовых учреждений.

Многие страны, включая Россию, пришли к пониманию необходимости модернизировать механизмы предотвращения банкротства банков. Изменения, вносимые в последнее время в законодательства различных стран, призваны повысить качественный уровень регулирования финансового сектора и эффективность действующих систем защиты вкладчиков, способствовать более ответственному отношению банков к ведению бизнеса. Анализируются инициативы, предпринятые в США и ЕС, и мероприятия, проводимые под эгидой Совета по финансовой стабильности и Базельского комитета. В обзоре рассмотрен также опыт России.

Центральное место в финансовой реформе в США занимает Закон Додда–Фрэнка (2010), уже называемый эпохальным. Практически все его положения имеют целью поддержание финансовой стабильности: они направлены на снижение системных рисков, на преодоление кризисных явлений в финансовой сфере, на создание более эффективной и всеобъемлющей системы финансового регулирования. В обзоре подробно рассматриваются основные меры, предусмотренные Законом Додда–Фрэнка, и новые инструменты, появившиеся в распоряжении регуляторов.

Г.В. Семеко

Н.А. Макашева

ПЕЙЗАЖ ПОСЛЕ БУРИ: ПОВЛИЯЕТ ЛИ КРИЗИС НА ЭКОНОМИЧЕСКУЮ НАУКУ?

Мировой финансово-экономический кризис 2008–2010 гг. стал едва ли не самым значительным экономическим событием последних 30 лет. Он не только явился вызовом экономической политике, но стал своеобразной проверкой экономической теории. Ее состояние, возможности и перспективы активно обсуждаются не только в профессиональном сообществе, но и в обществе в целом. Предмет обсуждения и характер возникающих при этом вопросов вряд ли позволяют надеяться на получение однозначных ответов. Однако некоторые осторожные предположения высказать все-таки можно.

Об экономической науке в исторической перспективе

Современная экономическая наука является достаточно зрелой научной дисциплиной. Это определено ее 250-летней историей, на протяжении которой развивались теоретические и прикладные исследования, совершенствовался инструментарий, обогащалась база фактических данных, формировалось научное сообщество, определялась ее роль в современном мире. Экономическая наука сегодня выполняет несколько функций. Самые важные из них – получение объективного знания о современной экономике и ее прошлом, использование этого знания для целей регулирования и ведения бизнеса. Кроме того, экономическая наука выполняет идеологическую, социально-психологическую и просветительскую функции.

В отличие от ситуации, которая имела место 100 лет назад, сегодня экономическая наука не только исследует экономический

мир, но и формирует его. Об этом 40 лет назад писал К. Боулдинг: «Наука движется от чистого знания в сторону контроля, иначе говоря, в направлении реализации того, что она знает...» (8, с. 3). Он считал, что это в разной степени справедливо в отношении любой науки, в том числе и естественной, но в отношении экономической подобное утверждение верно в высшей степени. К этим словам можно лишь добавить, что в настоящее время связь между экономической наукой и миром экономики стала очень сложной, многосторонней и многообразной. Признавая этот факт, макроэкономисты пытаются в своих построениях учесть данное обстоятельство. В частности, это означает, что агенты принимают во внимание возможные действия экономических властей, а власти, со своей стороны, должны принимать во внимание ожидания агентов и учитывать, как их собственные сегодняшние решения могут повлиять на их же действия в будущем (12).

Активная роль экономической науки осознается и обществом в целом: *кризисные явления в экономике воспринимаются теперь как вызов не только практической деятельности экономистов и политиков, но и самой экономической науке*. Одним из ярких следствий нынешнего кризиса стало то, что наряду с плохими политиками, алчными финансистами и недальновидными законодателями виновниками кризиса называют экономистов. На них возлагают вину за плохие советы, хотя сами экономисты в неудачах склонны винить политиков, плохо использующих правильные идеи экономистов. Однако ставится и более общий вопрос о надежности экономического знания и инструментов, которыми экономисты владеют, высказываются упреки (обоснованные или не очень) в профессиональной некомпетентности и даже неэтичном поведении экономистов.

Острота критики и обвинения в адрес экономистов объясняются не только тем, что экономисты не смогли предвидеть кризис 2008–2010 гг., причем даже тогда, когда он уже фактически начался, и быстро с ним справиться, но и тем, что был нанесен удар по вере в экономическую науку и доверию к экономистам, которые складывались в обществе на протяжении нескольких десятилетий. Этот процесс начался после Второй мировой войны, когда рост благосостояния и отсутствие разрушительных кризисов (в то время как еще была жива память о Великой депрессии и других экономических катастрофах недавнего прошлого) связывались в общественном сознании с правильной экономической политикой, опиравшейся на надежную теорию.

Экономическая наука, все в большей мере использовавшая инструментарий, аналогичный инструментарию естественных наук, стала восприниматься как *настоящая* наука, на которую общество может положиться при решении сложных проблем. Утверждению подобных представлений активно способствовали и сами экономисты, стремившиеся занять особое место среди представителей общественных дисциплин и преуспевшие в этом деле.

Не вызывает удивления тот факт, что из всех общественных наук только по экономике присуждается Нобелевская премия (премия им. А. Нобеля). Она не была и не могла быть учреждена самим А. Нобелем, поскольку в его время экономическая наука скорее воспринималась как искусство, нежели полноценная наука. Но тот факт, что премию стали присуждать и произошло это в 1968 г. (заметим, на пике повышательной волны, понимаемой в самом различном смысле), свидетельствует о признании высокого научного статуса этой дисциплины и ее общественной значимости.

Разумеется, внутри экономической науки всегда существовали различные школы и направления, споры между которыми порой обострялись, выходили за пределы научного сообщества, приобретали политическую и идеологическую окраску, получали общественный резонанс. Однако период с окончания войны до 1970-х годов был временем согласия, выразившегося в неоклассическом синтезе, который утвердил некую общую платформу в области теории и практики. Эта платформа характеризовалась не совсем безупречным с точки зрения логики соединением неоклассики и кейнсианства и предполагала смягчение позиций обеих сторон. Неоклассики признали возможность существования вынужденной безработицы и возможность с помощью кейнсианских методов с ней справиться и фактически приняли кейнсианскую макроэкономическую теорию. Кейнсианцы согласились сохранить гипотезу рационального поведения при меньшей гибкости цен, чем предполагали исходные неоклассические модели, и согласились «отдать» неоклассикам микроэкономическую теорию. Возникшая методологическая дилемма создавала потенциальную опасность разрушения консенсуса, хотя и стимулировала обе стороны на поиск более совершенных моделей в рамках собственных подходов.

В 1970–1980-е годы под влиянием внешних факторов и внутренних противоречий консенсус разрушился. До известной степени это была победа неоклассики, которая отыграла позиции у кейнсианства и в области теории отстаивала строгие гипотезы эффективности рынка и индивидуальной рациональности (включая

гипотезу рациональных ожиданий). В области политики неоклассика выступала против активного регулирования по кейнсианским правилам. Ее золотым веком можно считать 1980–1990-е годы, когда макроэкономические процессы объяснялись с позиций микроэкономики, а в области практической политики поддержку получила либеральная доктрина.

Вместе с тем отступившее кейнсианство продолжало развиваться и трансформироваться, причем не только под напором критики извне, но и вследствие внутренних процессов. Кейнсианцы признали необходимость более развитой микроэкономической основы своей макроэкономики, важность исследования поведения агентов в условиях неопределенности, несовершенной конкуренции и других процессов, которые выпали из рассмотрения как в упрощенном варианте кейнсианства, так и в неоклассическом синтезе. Они обратились к исследованию ситуации незанятости, не прибегая к предпосылкам жесткости, признали возможность инфляции до достижения полной занятости, важность денег и денежной политики и т.д. Возникло новое кейнсианство, которое многим представлялось возвращением к истинному Кейнсу и одновременно более реалистичным подходом.

Со своей стороны, представители новой классики, отвечая на кейнсианскую критику, сделали определенные шаги, несолько отступая от строгих гипотез эффективности рынков и рациональности. Они признали возможность неполной расчистки рынков и необходимость исследовать причины возникновения подобной ситуации. Для этого пришлось включить в рассмотрение различного рода факторы, как касающиеся индивидуального поведения, так и институциональные. Последние рассматривались как возможная причина того, что цены длительное время могут отклоняться от значений, обусловленных фундаментальными переменными. Это означает, в частности, что рациональные инвесторы могут достаточно длительное время двигаться в русле сложившегося тренда, а этот тренд не будет подвергаться коррекции. Отсюда возможность возникновения финансового пузыря и других ситуаций, которые исключаются строгими гипотезами эффективности и рациональности.

Практическим следствием строгой приверженности этим гипотезам было положительное отношение к изменениям, происходящим в два последних десятилетия на финансовом рынке. Особенно последовательными были представители финансовой теории, для которых убежденность в том, что финансовые рынки всегда уста-

навливают правильные цены, в практическом плане означала следующую максиму: не только ради собственного благополучия, но и с точки зрения общественного блага менеджерам следует заботиться исключительно о рыночной капитализации своей компании.

Движение в сторону нового консенсуса, «нового» неоклассического синтеза, который часто называют «новым денежным консенсусом», было особенно заметным в 1990–2000-х годах и проявлялось прежде всего на уровне теории (34; 35, с. 5). Не в последнюю очередь это было связано с развитием формального инструментария, созданием более совершенных моделей, использующих новые компьютерные технологии, появлением новых данных и т.д.

Следует заметить, что в зрелой науке инструментарий всегда играет важную роль в определении направления теоретических и прикладных исследований. Благодаря начавшемуся еще в 1930-х годах процессу формализации экономической науки сформировалась область теории, развивавшаяся относительно независимо от практических и политических вопросов. Сегодня для многих экономистов *формальная сторона и техника исследований* стали *важнее идеологии*. В этой области оказались задействованными значительные интеллектуальные силы, а дискуссии ведутся главным образом по таким вопросам, как возможность применения тех или иных моделей, характер предпосылок и выводов, надежность прогнозов, качество эмпирической базы и т.д. Подобные вопросы могут обсуждаться только в рамках профессионального сообщества, более того, узкими специалистами, и далеко не всегда понятны даже экономистам из других областей, не говоря уже о широкой аудитории.

Благодаря движению в сторону смягчения теоретических разногласий и развитию формального инструментария в начале 2000-х годов состояние экономической науки в целом и макроэкономики как ее наиболее обращенного к практике раздела выглядело обнадеживающим. Ситуация очень напоминала золотые годы неоклассического синтеза.

«Примерно за 10 лет до кризиса макроэкономисты вновь, казалось, знали, что они делают. Их представления воплотились в новом типе работающих моделей экономики, названных динамическими стохастическими моделями общего равновесия (DSGE)» (31). Крепла убежденность в том, что макроэкономика способна давать надежные ориентиры экономической политике, считалось, что «с точки зрения практики ее центральная проблема преодоления депрессии уже решена и решена на многие десятилетия» (24, с. 1).

В течение нескольких десятилетий отношения между экономическим сообществом и обществом в целом строились в основном на доверии к экономической науке и экономистам. И бизнес, и правительственные структуры стремились взять на работу выпускников университетов, специализировавшихся на теории игр, эконометрическом моделировании, статистике и т.д. Что касается публики, то экономисты считались заслуживающими большего доверия, чем политики.

Экономисты, конечно, понимали свою значимость и ощущали ответственность. Однако ответственность они понимали прежде всего как ответственность перед профессиональным сообществом за логическую стройность теоретических и качество эмпирических исследований. Начавшийся в 2008 г. кризис внес корректиды в эту ситуацию.

Разногласия внутри экономического сообщества и проблема ответственности

Недовольство состоянием дел в экономике и убежденность людей в причастности экономистов, по крайней мере некоторой их части, к возникновению кризисной ситуации; новые возможности коммуникации, которые открыл Интернет; наконец, экономическая грамотность людей, созданная во многом самими же экономистами, – все это привело к тому, что вопросы, касающиеся экономической науки и профессиональной деятельности экономистов, стали предметом обсуждения широкой общественности. Экономистам пришлось оправдываться, внутри профессии наметился раскол. Представители различных направлений пытались доказать свою правоту и возложить вину на оппонентов. Хрупкий консенсус дал трещину. Разногласия внутри профессии обострились и вышли наружу. Для стороннего наблюдателя, т.е. для публики, это стало еще одним поводом сомневаться в надежности того, что делают экономисты.

Наиболее жесткой критике, естественно, были подвергнуты последовательные сторонники идеи рыночной эффективности и рациональности: Р. Лукас, Е. Фама, Дж. Кохрейн, О. Бланшар¹ и др.

¹ Мишенью критиков оказалось высказывание О. Бланшара о том, что состояние макроэкономики хорошее (7). Однако О. Бланшар сдержанно высказывался о будущем макроэкономики и не преувеличивал ее возможностей, в том числе и в области прогнозирования. Более того, хорошее состояние макроэкономики он понимал скорее не как ситуацию, когда все сложные проблемы уже

Их обвинили не только в неспособности предвидеть кризис даже за несколько месяцев до его начала, но и в высокомерном пренебрежении реальными проблемами, неспособности критически отнестись к накопленному знанию и инструментарию, увлеченности формальными построениями и т.д. Со своей стороны, эти экономисты одновременно отстаивали справедливость своих базисных теоретических принципов и упрекали практиков в плохом применении моделей.

Высокую активность в обсуждении состояния экономической науки проявили представители старших поколений, выступившие с резкой критикой доминирующего подхода в макроэкономике. Р. Солоу и К. Эрроу, Дж. Стиглиц и П. Кругман, известные своим вкладом в развитие экономики как абстрактной дисциплины и в совершенствование ее формального инструментария, напомнили о важности социальной перспективы рассмотрения экономических процессов, об опасности чрезмерной специализации науки, безграничной веры в сконструированные самими же макроэкономистами модели. Они поставили вопрос об ответственности экономистов не только перед профессиональным сообществом, но и перед обществом в целом.

Было бы неверно утверждать, что в истории экономической науки вопрос о социальной ответственности экономистов и влиянии запросов общества на развитие теории не возникал. Еще Дж. М. Кейнс связал изменение временного горизонта теории с необходимостью дать ответ на важную с точки зрения общества проблему – вынужденной безработицы. Это понятие отсутствовало у неоклассиков и было введено Кейнсом в рамках краткосрочного анализа. Кейнс говорил об ответственности экономистов перед обществом, имея в виду необходимость исследовать актуальные проблемы (безработицу и спад производства), и призывал ради этого пересмотреть старую теорию. При этом в правильности своей позиции он пытался убедить прежде всего профессиональных экономистов, но не общество или политиков.

Сегодня проблема ответственности экономистов перед обществом приобрела несколько иной оттенок и другой масштаб. Был поставлен вопрос о том, способны ли экономисты критически оценивать возможности своей науки, а не просто убеждать общес-

решены, а как положение, когда идет сближение позиций, расширяются возможности использования достижений других наук, хорошие перспективы имеет развитие формального инструментария и т.д.

ство в абсолютной надежности своих теорий и моделей. Более того, прозвучали обвинения в том, что, используя обширный арсенал различных средств, они создавали в обществе ложное впечатление, что *предпосылки их моделей отражают свойства реальной экономики, а не являются лишь предположениями*, часто сделанными ради удобства анализа. Экономистов также обвиняли, что при использовании полученных выводов на практике они недостаточно учитывали их условный характер. Иными словами, экономистов упрекают в том, что они, например, недостаточно настойчиво напоминали, что их убежденность в невозможности финансового краха базируется на *гипотезах* эффективности рынка и рациональности агентов, которые далеко не всегда отражают реальное положение дел.

Было высказано мнение, что экономисты должны нести не только профессиональную, но и этическую ответственность, которая предполагает необходимость информировать общество об ограниченности моделей и возможном неправильном использовании их результатов (2, с. 13). Заметим, однако, что критики не указывали конкретных способов осуществления подобного требования.

Далее, был поставлен вопрос и об объективности экономистов, их политической и идеологической нейтральности. Дж. Стиглиц, например, считает, что экономисты часто оказывались активными игроками на определенном идеологическом поле (4, с. 288). В этом утверждении нет ничего ни удивительного, ни даже опасного. Экономисты, разумеется, могут иметь определенные политические и идеологические предпочтения. Проблемы возникают, когда эти предпочтения влияют на их деятельность как ученых и экспертов.

В свое время Л. Вальрас, а также некоторые представители старой австрийской школы личным примером показали, что теория и политические предпочтения ее автора могут лежать в разных плоскостях. Однако во времена Вальраса теоретические разработки в целом были далеки от практики. По мере того как экономическая наука превращалась в реальную силу, влияющую на экономическое и социальное устройство, экономисты все больше вовлекались в политику. Специфика экономической науки как любой социальной дисциплины состоит в невозможности контролирующего эксперимента, а ее отличительная особенность – в том, что ее рекомендации непосредственно затрагивают интересы людей. Поэтому в истории экономической науки не наблюдается ни полного отказа от господствующей парадигмы, ни единодушного признания новой.

Даже если не принимать во внимание карьерные соображения, нельзя не учитывать особой связи экономистов с политиками. Когда политики обращаются к экономистам, они обращаются не вообще к научному сообществу, а к определенной его части, тем самым *отбирая* тех, чье мнение они считают достойным быть услышанным. Таким образом, «политическая идеология с очевидностью определяет, какую сторону в споре в области теории или политики, скорее всего, займет тот или иной экономист» (6, с. 54). Более того, многое из создаваемого наукой «становится проблемой этического выбора и будет зависеть от ценностных установок общества, в котором научная субкультура укоренена, так же как и от научной субкультуры. В этих условиях наука не может существовать без хотя бы неявной этики, т.е. как субкультуры с соответствующими общими ценностями» (8, с. 3).

Теме этики и экономики в ее широкой постановке в ближайшем будущем, возможно, будет уделено больше внимания. Весьма показательно, что сегодня мы видим, как вопрос об этике поведения активно обсуждается в связи с деятельностью различных финансовых институтов. Достоинством публики стали факты, когда сотрудники этих институтов, действуя в личных интересах, при предоставлении кредитов на покупку жилья пренебрегали проверкой кредитоспособности потенциальных клиентов и выдавали кредиты людям, которые не имели шансов их выплачивать. Весьма сомнительной с точки зрения объективности была и деятельность представителей регулирующих органов и рейтинговых агентств. В результате под угрозой оказалась вся финансовая система (36). В такой ситуации естественно вспомнить общеизвестный факт, что сама возможность деятельности банков и финансовых институтов в конечном счете основана на доверии.

После многих лет фактического игнорирования все больше внимания привлекает проблема неравенства, причем как в связи с динамикой совокупного спроса (т.е. в рамках кейнсианской логики), так и в более широком контексте (33). Значительный интерес в этой связи вызывают идеи Т. Веблена о демонстративном поведении, которые, в частности, позволяют объяснить исключительно низкий уровень сбережений в США.

Интересно и весьма показательно, что в рамках кейнсианской традиции сегодня интерес вызывают не столько всем известные рассуждения о необходимости расширения государственного регулирования и стимулирования спроса (эти сюжеты оставлены скорее политикам и журналистам), сколько трактовка Кейнсом

проблемы неопределенности и его взгляды в области этики (3; 28). Причем эти две, казалось бы, совершенно разные предметные области не только могут быть связаны, но и уже были связаны Дж. М. Кейнсом и Ф. Найтом (17).

Особенностью нынешней ситуации и, возможно, одним из последствий кризиса является возросший интерес общественности к тому, что делают экономисты как профессиональное сообщество. Ничего подобного не было не только во времена Великой депрессии, но еще 20 лет назад. Простые люди могли выражать недовольство политиками, финансистами, но не экономистами, а те, в свою очередь, не видели необходимости объяснять, что происходит в их науке и какое значение эти процессы имеют для реальной экономики.

Сейчас мы видим, что экономисты вынуждены обсуждать проблемы своей науки в популярных изданиях. Так, в сентябре 2009 г. П. Кругман в газете «New York Times» разъяснял суть ошибок, совершенных экономистами в последние годы, и обсуждал пробелы в экономической теории (19).

В июле 2009 г. журнал «Economist» опубликовал ряд статей, посвященных состоянию экономической науки. В 2010 г. в нескольких номерах еженедельника «New Yorker» была опубликована серия интервью Дж. Кассиди с ведущими представителями Чикагской школы. Последние попытались простым языком объяснить причины кризиса и трудности его преодоления с помощью, как они считают, избыточных и неправильных методов регулирования (например, стимулирования спроса) и убедить читателя в незыблемости для экономической науки предпосылок эффективности рынка и рациональности (10).

Широкой публике были адресованы и книги Дж. Стиглица (4), Дж. Акерлофа и Р. Шиллера (1), в которых признавались ошибки экономической теории и ставился вопрос о переориентации теоретических исследований и реформировании экономической науки.

Одним из ярких свидетельств изменившегося отношения в обществе к экономистам и экономической науке явились слушания в Комитете по науке и технологиям Конгресса США, состоявшиеся 20 июля 2010 г. Эти слушания были посвящены не выяснению позиции ведущих экономистов по вопросу о том, какие меры следует предпринять для скорейшего преодоления кризиса (в этом не было бы ничего необычного), а обсуждению состояния экономической науки и надежности ее инструментария. На эти слуша-

ния были приглашены Р. Солоу и профессор Университета Миннесоты и сотрудник Федерального банка Миннесоты В. Чери.

Р. Солоу был вынужден признать, что доминирующей макроэкономике нечего сказать по существу проблемы кризиса. Он указал также на ограниченность самого популярного инструмента современного макроэкономического анализа – динамической стохастической модели общего равновесия (DSGE) и подверг критике принцип репрезентативного агента, лежащий в ее основе (30).

В. Чери присоединился к мнению Р. Солоу и определил состояние макроэкономики как вызывающее беспокойство, причем как одну из причин подобной ситуации он назвал недостаточное финансирование макроэкономических исследований. Он, в частности, заявил, обращаясь к членам комитета: «Если мы хотим предотвратить следующий большой кризис, единственным способом сделать это является направить больше ресурсов в современную макроэкономику, с тем чтобы мы смогли привлечь лучшие умы всего мира к исследованию и развитию макроэкономики мейнстрима» (11). Иными словами, правильность мейнстрима под вопрос не ставится, при этом выдвигается требование упрочить его позиции с помощью средств бюджета.

Трудно сказать, насколько верен диагноз В. Чери, но ясно, что конгрессмены вряд ли откликнутся на этот призыв без уверенности в том, что увеличение финансирования сделает экономическую теорию более надежной с практической точки зрения. Не совсем понятно только, как они смогут в этом убедиться, пока не наступит новый кризис.

Предостережения о кризисе: несложная ретроспектива

Обвинения в адрес экономистов в их неспособности предвидеть кризис стали общим местом. Но было бы неверно считать, что никто из них не высказывал опасения по поводу складывающейся, прежде всего в финансовой сфере, ситуации. После того как кризис произошел, найти соответствующие предостережения совсем не трудно. Причем эти предостережения касались как состояния экономической теории, так и ситуации в конкретных областях экономики, прежде всего финансовой. При этом следует подчеркнуть, что предостережения звучали из уст представителей различных школ и направлений и совсем необязательно тех, кто особенно активно выступил с критикой уже после того, как кризис произошел.

Так, можно обнаружить критику гипотезы индивидуальной рациональности и принципа репрезентативности как исключающих возможность возникновения эмерджентных свойств системы в результате взаимодействия агентов (скорее всего Р. Солоу имел в виду именно это, когда говорил об ограниченности DSGE). Отмечалось, что отклонения от рационального поведения могут не быть случайными, что при взаимодействии не полностью рациональных агентов возможны ситуации, когда коррекции аномалий индивидуального поведения на агрегатном уровне не происходит, рациональное поведение не обеспечивает агентам преимуществ и, как следствие, преимущества получают нерациональные агенты (14).

В 2005 г. «Journal of economic perspectives» опубликовал несколько статей, в которых высказывались опасения относительно положения на американском рынке закладных и назывались его слабые звенья. В одной из них, где этот рынок рассматривался в исторической перспективе, указывалось на потенциальный риск, исходящий из недостаточно жесткого регулирования таких компаний, как «Fannie Mae» и «Freddie Mac» (16). В другой статье, непосредственно посвященной деятельности этих компаний, отмечалось, что их специфический статус и особая роль на рынке закладных создают угрозу стабильности всей финансовой системы (15).

Нельзя не вспомнить и Н. Рубини, ставшего широко известным благодаря сделанному в сентябре 2006 г. прогнозу. Он предсказал наступление кризиса в 2007 г., причем более глубокого, чем кризис 2001 г., и, более того, в качестве первой среди его причин назвал ситуацию на рынке жилья в США, способную вызвать системный кризис финансовой системы (29).

Вполне определенно и доказательно о потенциальной опасности серьезных потрясений в том же 2005 г. говорил тогдашний главный экономист МВФ и профессор Чикагского университета Р. Раджан. Проанализировав институциональные изменения, произошедшие в американской и мировой финансовых системах за последнее десятилетие, он пришел к выводу, что результатом стало принятие больших рисков всеми участниками рынка. «И хотя трудно категорически утверждать что-либо о таком сложном предмете, как финансовая система, возможно, что эти изменения делают поведение финансового сектора более проциклическим, чем это было в прошлом. Они также могут привести к большей (хотя все еще весьма малой) вероятности катастрофического падения. К сожалению, мы не можем знать, насколько эти опасения серьезные, пока система не будет испытана на прочность» (27).

Рассуждения Р. Раджана заставляют вспомнить статью Э. Малинво двадцатилетней давности, в которой автор писал: «Возникновение финансовых кризисов, которые никто не может контролировать, возможно, имеет низкую вероятность, но экономисты не должны исключать их из рассмотрения» (25, с. 66).

Сегодня такие маловероятные, но могущие иметь очень серьезные последствия события принято называть «черными лебедями» (32). И в признании факта их существования, возможно, содержится призыв к некоторому пересмотру привычных практик исследования.

Список подобных предупреждений можно продолжить. Проблема в том, что они игнорировались как экономистами, так и политиками и обществом. Вопрос, почему это произошло, относится скорее к области социальной психологии и философии и выходит за рамки предмета данной работы. Можно лишь высказать предположение, что оптимистичный прогноз не требует обозначения временной перспективы, а от негативного прогноза ожидают указания близкой и конкретной даты. Дать же конкретную дату наступления кризиса наука не в состоянии. Но если бы подобный прогноз и появился, более того, если бы к нему прислушались и соответствующим образом отреагировали, то событие, скорее всего, не наступило бы, и тогда прогноз оказался бы ошибочным. Уровень достоверности прогнозов рецессии в целом достаточно низкий, и это укрепляет людей в склонности надеяться на лучшее (23).

В сложно устроенном мире, где наука и политика тесно взаимосвязаны, в отношении негативных прогнозов существует некоторый «скос» в сторону недоверия, или «скос» доверия в сторону позитивных ожиданий. И уже в силу этого вряд ли можно ожидать, что когда-нибудь наука, сколь бы совершенным ни был ее инструментарий, сможет избавить нас от неожиданных и разрушительных событий.

Экономическая наука после кризиса: что может измениться?

На фоне острой критики экономической науки нередко звучат напоминания о революционных сдвигах, произошедших в ней после Великой депрессии (нынешний кризис называют, как известно, Великой рецессией). Мало кто из экономистов отрицает необходимость изменений в экономической науке. Однако палитра мнений относительно предстоящих изменений весьма широка: от осторожного признания того, что гипотезы рациональности и эф-

фективности не всегда хорошо работают (18), до призывов пересмотреть основополагающие теоретические модели (2) и даже полностью заменить методологические основы теоретизирования (20; 21)¹. Насколько вероятны радикальные изменения в экономической науке?

Экономическая наука (как и любая другая) представляет собой единство нескольких взаимосвязанных составляющих, или граней: предметной области, инструментария и методологии. Более того, как научная дисциплина она характеризуется отношениями с другими дисциплинами, уровнем професионализации и специализации, а как профессиональная деятельность – институциональными и организационными факторами (включая факторы, относящиеся к образованию и участию экономистов в решении практических вопросов), а также нормами поведения экономистов и их отношением с обществом.

В истории экономической науки признаны две научные революции², в ходе которых изменения затронули все указанные грани. Маржиналистская революция в качестве приоритетной утвердила проблему эффективной аллокации ресурсов и, соответственно, задачу определения равновесных цен, модель общего равновесия – как основной инструмент анализа экономики как единой системы и модель оптимизационного поведения индивида как ее основу. Методологический индивидуализм и дедуктивный подходы стали основополагающими методологическими принципами. Маржиналистская революция также способствовала математизации и стимулировала процесс професионализации экономической науки, с чем было связано и чему способствовало появление экономического образования (5).

В ходе кейнсианской революции в центр были поставлены проблемы занятости и роста; утвердился макроэкономический подход, а в качестве инструмента исследования получили распространение модели макроэкономического равновесия; в 1930–1940-е годы

¹ Так, например, в течение многих лет некоторые методологи предлагали перейти от формально дедуктивного подхода при моделировании к более гибкой методологии, например, опирающейся на принцип абдукции и идеи критического реализма.

² Мы не будем касаться вопроса о том, насколько правомерно применительно к экономической науке использовать термины «парадигма» и «научная революция» в том смысле, в котором эти термины были введены И. Лакатошем и Т. Куном, или насколько протяженными во времени были соответствующие изменения. Здесь важно лишь, что они затронули указанные грани.

возникла эконометрика; сложились современные школы и направления, произошла специализация в рамках дисциплины, экономисты стали играть заметную роль в политике.

В 1940–1960-е годы кейнсианство заняло доминирующие позиции, однако вряд ли правильно говорить о полной смене парадигмы в классическом смысле. На уровне теории позиции неоклассики сохранялись прежде всего благодаря прогрессу в области инструментария, достигнутому под влиянием теории игр, линейного программирования, теории вероятностей. Развитие формальных методов анализа существенно повлияло на характер и направление теоретических исследований, способствовало дальнейшей специализации внутри экономической науки.

Возникла сложная двухуровневая методологическая дилемма: между строгостью и реалистичностью, с одной стороны, и между исследованием частных проблем и анализом экономики в целом, с другой стороны. Эта методологическая дилемма постоянно напоминает о себе, причем внимание к ней усиливается, когда экономическая ситуация ухудшается.

Специализация в рамках профессии позволяет реализовать преимущества разделения труда и продвинуться в сторону точности и строгости при исследовании отдельных процессов и явлений, однако в жертву приносится широта подхода и реалистичность. Для экономической науки, и прежде всего макроэкономики, здесь возникает специфическая проблема, связанная с исследованием последствий экономической политики и предполагающая широкий подход. Отсюда и обвинения в адрес теоретиков в том, что они оторваны от реальности, заняты игрой в бисер и т.д.

Нынешний кризис показал издержки углубленной специализации, когда новые идеи остаются в рамках узкой области и трудно оценить их значение для понимания экономики в целом. Однако нет оснований ожидать, что процесс специализации приостановится. В пользу этого действуют несколько факторов. Прежде всего, логика поведения экономистов как профессионалов и институциональная структура науки и образования. Как представители определенной профессии экономисты стремятся *не столько к тому, чтобы установить истину, сколько к производству качественного научного продукта, и тем самым оптимально использовать свои ресурсы для достижения определенного профессионального статуса*. Сегодня качественный продукт предполагает соответствие неким стандартам как общего характера, так и принятым в данной организации и области исследований. Таким продуктом являются

прежде всего публикации. Отсюда важная роль журналов, которые определяют сегодня не только узкопонимаемые стандарты, но и задают «моду» в предметно-тематической области. По мере развития теории и совершенствования инструментария эта система, обладающая признаками зависимости от прошлого пути развития, воспроизводится.

В качестве свидетельства тенденции «дробления» предметно-тематической области можно указать на все большую специализацию периодических изданий. Так, в 2009 г. Американская экономическая ассоциация начала выпускать четыре новых квартальных журнала: «AEJ: Applied economics», «AEJ: Economic policy», «AEJ: Macroeconomics», «AEJ: Microeconomics». В том же году начали выходить и новые ежегодные издания: «Annual review of financial economics», «Annual review of resource economics». Появление новых журналов по отдельным разделам макроэкономики свидетельствует не только о дальнейшей специализации, но и об интересе к макроэкономической проблематике в целом после его, возможно, некоторого снижения в начале 2000-х годов¹.

С 1886 г., когда вышел первый номер «Quarterly journal of economics», по конец XX в. количество экономических периодических изданий выросло многократно. Так, в списке экономических журналов JSTOR из 104 ныне существующих журналов (менявшие названия считались как один) только пять существовали в начале XX в., а треть – появилась после 1980 г. Однако эти данные не позволяют в полной мере оценить изменения в потоке публикаций, произошедшие в последние годы, хотя бы потому, что в них не учитываются электронные и малотиражные издания (например, «Working papers»), которые благодаря Интернету получили широкую аудиторию².

Сегодня экономическая наука, как и другие дисциплины, испытывает колоссальное влияние технического прогресса, причем речь идет о влиянии не только на научные исследования как таковые, но и на экономику как научную дисциплину. Современная

¹ Здесь можно сослаться на работу М. Пьятти и Б. Торглера, показавших, что количество статей по макроэкономике и денежной экономике, опубликованных в «American economic review» в период с 2004 по 2008 г. по сравнению с 1984–1988 гг., сократилось с 12,3 до 10% (26).

² В качестве примера интернационального электронного издания можно указать «NEP: New economic papers» – журнал, посвященный различным вопросам экономической истории, в котором публикуются ученые самых разных стран, в том числе и бывших социалистических.

система передачи информации позволяет более интенсивный обмен мнениями, идеями и результатами исследований, способствует росту разнообразия подходов и инструментария, расширению предметно-тематической области, дальнейшей интернационализации экономической науки и т.д.

Указанные процессы являются долгосрочными и не связаны непосредственно с кризисами. Более того, круг проблем, которые находятся в центре внимания экономистов, меняется достаточно медленно. Так, например, содержание одного из старейших экономических журналов – «*Economic journal*» – за более чем столетний период свидетельствует, что проблемы занятости и рынка труда (включая гендерные аспекты), денег и инфляция, денежной политики, цикла всегда привлекали внимание экономистов и присутствовали на страницах журнала. Даже такие популярные сегодня проблемы, как роль психологических факторов и риска, были давно в поле зрения экономистов¹. Для сравнения: в 2009 г. – первой половине 2011 г. в «*AEJ: Macroeconomics*» больше половины публикаций составляли статьи, посвященные практически тем же проблемам: занятости и рынка труда, инфляции, денег и финансов, экономической политике. При этом, конечно, радикально изменился инструментарий исследования: от описания, иллюстрируемого ограниченными статистическими данными, до сложных моделей, опирающихся на огромные массивы данных и изощренную технику расчетов, от равновесных детерминированных моделей до стохастических динамических и т.д.

Что касается кризисов, то их влияние на тематику публикаций не было особенно значительным, за исключением периода 1930–1933 гг.², когда эта тема активно обсуждалась.

Кризис 2008–2010 гг. пробудил повышенный интерес не столько к проблеме цикла в целом, сколько к процессам, которые лежат в основе макроэкономической динамики. Имеются в виду: поведение агентов в условиях неопределенности и их взаимодействие; деятельность финансовых институтов как организаций со

¹ См., например: 9; 13.

² Так, например, две статьи, посвященные американскому кризису 1907 г., были опубликованы в т. 18, одна – по теория цикла (т. 61) и одна, посвященная рецессии в США (1948–1949) (т. 62). Только в номерах за 1929–1933 гг. можно обнаружить несколько публикаций, посвященных теории циклов и безработице и отражающих дискуссию по данной проблеме, в которой участвовали А. Пигу, Ф. Хоутри, Дж. Белерби, Г. Клей, Э. Кеннан и др.

сложной структурой и поведение активных игроков на рынке капитала; влияние институциональных факторов на устойчивость финансовой системы; эффективность регулирующих механизмов.

Можно ожидать, что кризис придаст дополнительный импульс развитию некоторых разделов экономической теории. Возможно, это коснется *поведенческой теории и эволюционной экономики*. Оба направления возникли несколько десятилетий назад под влиянием процессов внутри экономической теории и достижений других дисциплин. В рамках эволюционной экономики была признана ограниченность модели рационального поведения и принципа репрезентативности, а благодаря появлению новых инструментов – симуляционному методу и компьютерному моделированию, предложены модели, описывающие результаты взаимодействия гетерогенных агентов.

Поведенческая теория позволила понять значение для рынка различных психологических характеристик людей, в частности, их склонности к экстраполяции текущего положения на будущее, и тем самым объяснить механизмы возникновения финансового пузыря и его «схлопывания». Заметим, что представители этого направления были одними из первых, кто перед кризисом 2001 г. выражал обеспокоенность по поводу пузыря на рынке «доткомов».

Отметим также, что последняя книга Д. Шиллера и Р. Акерлофа «*Spiritus Animalis*, или Как человеческая психология управляет экономикой» (1) по существу переносит акцент с рационального репрезентативного агента к агенту, поведение которого таковым считать не приходится. Само название книги отсылает нас к Кейнсу и его представлениям о психологии финансового рынка в условиях неопределенности.

Оба эти направления работают с процессами на микроуровне и рассматривают макроуровень не как результат формальных процедур агрегирования репрезентативных агентов, а как следствие процессов взаимодействия гетерогенных агентов в сложной системе.

Сегодня высказываются смелые предложения заменить гипотезу эффективности гипотезой адаптивных рынков на основе объединения принципов поведенческой экономики и эволюционной теории (обучение, адаптации, отбор) (22). Однако в ближайшей перспективе это вряд ли произойдет из-за сложностей формального характера.

Дальнейшее развитие экономической теории, скорее всего, приведет к дальнейшему росту ее многообразия. Этот процесс будет происходить не в соответствии с трансформационной моделью,

предполагающей, что экономисты в какой-то момент отказываются от старой парадигмы и принимают новую, а по «популяционной» модели. В соответствии с этой моделью изменения происходят постепенно, затрагивают различные разделы науки и во многом связаны со сменой поколений ученых. Если это так, то проблема не в том, повлияет ли данный кризис на экономическую науку, а в том, как он скажется на отдельных разделах экономической теории.

Литература

1. Акерлоф Д., Шиллер Р. *Spiritus Animalis*, или как человеческая психология управляет экономикой. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – 273 с.
2. Коландер Д., Фельмер Г. Финансовый кризис и провалы современной экономической науки // Вопр. экономики. – М., 2010. – № 6. – С. 10–25.
3. Скидельски Р. Возвращение мастера. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – 253 с.
4. Стиглиц Дж. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса. – М.: ЭКСМО, 2011. – 512 с.
5. Ashley W.J. The present position of polit. economy // Econ. j. – L., 1907. – Vol. 17, N 68. – P. 467–489.
6. Bergman B.R. The current state of economics: Needs lots of work // Annals of the American academy of political and social science. – Philadelphia (US), 2005. – Vol. 600, July. – P. 52–67.
7. Blanchard O. The state of macro // NBER Working paper series. – Cambridge, MA: National bureau of economic research, 2008. – N 14 259. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w14259>
8. Boulding K. Economics as a moral science // Amer. econ. review. – Nashville (TN), 1969. – Vol. 59, N 1. – P. 1–12.
9. Carter C.F. Expectation in economics // Econ. j. – L., 1950. – Vol. 60, N 237. – P. 92–105.
10. Cassidy J. John Cassidy on economics, money, and more: Chicago Interviews. – Mode of access: <http://www.newyorker.com/online/blog/johnccassidy/chicago-interviews>
11. Cheri V.V. Testimony before the Committee on science and technology. Subcommittee on investigations and oversight. US House of representatives. July 20, 2010. – Mode of access: http://people.virginia.edu/~ey2/d/Chari_Testimony.pdf
12. Chari V.V., Kehoe P.J. Modern macroeconomics in practice: How theory is shaping policy // J. of econ. perspectives. – Pittsburg (PA), 2006. – Vol. 20, N 4. – P. 3–28.
13. Ellis A. Influence of opinion on markets //Econ. j. – L., 1892. – Vol. 2, N 5. – P. 109–116.
14. Fehr E., Tyran J.-R. Individual irrationality and aggregate outcomes // J. of econ. perspectives. – Pittsburg (PA), 2005. – Vol. 19, N 4. – P. 43–66.

15. Frame W.S., White L.J. Fussing and fuming over Fannie and Freddie: How much smoke, how much fire? // *J. of econ. perspectives*. – Pittsburg (PA), 2005. – Vol. 19, N 2. – P. 159–184.
16. Green R.K., Wachter S.M. The American mortgage in historical and international context // *J. of econ. perspectives*. – Pittsburg (PA), 2005. – Vol. 19, N 4. – P. 93–114.
17. Greer W.B. Ethics and uncertainty: The economics of John M. Keynes and Frank H. Knight. – Northampton (Mass.); Cheltenham (UK): Edward Elgar, 2000. – 146 p.
18. Heckman J. Rational irrationality: Interview with James Heckman // *The New Yorker*. – N.Y., 2010. – Jan. 14. – Mode of access: <http://www.newyorker.com/online/blogs/johnccassidy/2010/01/interview-with-james-heckman.html>
19. Krugman P. How did economists get it so wrong? // *The New York Times*. – N.Y., 2009. – Sept. 2. – Mode of access: <http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06economic-t.html?pagewanted=all>
20. Lawson T. The current economic crisis: Its nature and the course of academic economics // *Cambridge j. of economics*. – L., 2009. – Vol. 33, N 4. – P. 759–777.
21. Lawson T. Reorienting economics: On heterodox economics, the mata and the use of mathematics in economics // *J. of econ. methodology*. – Abingdon (UK), 2004. – Vol. 11, N 3. – P. 329–340.
22. Lo A.W., Muller M.T. Warning: Physics envy may be hazardous to your wealth! // *J. of investment management*. – Lafayette (CA), 2010. – N 8. – P. 13–63.
23. Loungani Pr. How accurate are private sector forecasts? // *Intern. j. of forecasting*. – Amsterdam, 2001. – Vol. 17, N 3. – P. 419–432.
24. Lucas R. Macroeconomic priorities // *Amer. econ. rev.* – Nashville (TN), 2003. – Vol. 93, March. – P. 1–14.
25. Malinvaud E. The next fifty years // *Econ. j.* – L., 1991. – Vol. 101, N 404. – P. 64–68.
26. Piatti M., Torgler B. Testing William Baumol's «Towards a newer economics: The future ahead!» // QUT School of economics and finance Working/Discussion Paper. – Brisbane (Australia), 2011. – N 264, Feb. – Mode of access: <http://external-apps.qut.edu.au/business/documents/discussionPapers/2011/WP264.pdf>
27. Rajan R.G. The Greenspan era: Lesson for the future. Speech at a Symposium. Aug. 27, 2005. Jackson Hole, Wyoming. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2005/082705.htm>
28. Revising Keynes «Economic possibilities for our grandchild» / Ed. by Pecchi L., Piga G. – Cambridge (Mass.); L.: The MIT Press, 2010. – 217 p. – Библиогр. в конце ст.
29. Roubini N. The US and global outlook: Speech at an IMF seminar. – Sept. 7, 2006. – Mode of access: <http://www.economonitor.com/nouriel/2010/09/02/economonitor-flashback-roubinis-imf-speech-september-7-2006/>
30. Solow R. Building a science of economics for the real world. Testimony before the Committee on science and technology. Subcommittee on investigations and oversight. US House of representatives. – July 20, 2010. – Mode of access: <http://www2.econ.31>

- iastate.edu/classes/econ502/tesfatsion/Solow.StateOfMacro.CongressionalTestimony.July2010.pdf
31. The state of economics: The other-worldly philosophers // The Economist. – L., 2009. – July 16. – Mode of access: <http://www.economist.com/node/14030288>
 32. Taleb N.N. The black swan. – N.Y.: Random house, Inc., 2010. – 445 p.
 33. Wisman J.D., Baker B. Increasing inequality, inadequate demand, status insecurity, ideology, and the financial crisis of 2008 // Amer. university (Wash., DC) Working paper. – Wash., 2011. – N 1. – Mode of access: <http://www.american.edu/cas/economics/pdf/upload/2011-1.pdf>
 34. Woodford M. Convergence in macroeconomics: Elements of the new synthesis // Amer. econ. j.: Macroeconomics. – Pittsburg (PA), 2009. – Vol. 1, N 1. – P. 267–279.
 35. Wray L.R. The dismal state of macroeconomics and the opportunity for a new beginning // Levy economics institute of Bard college Working paper. – N.Y., 2011. – N 652, March. – Mode of access: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_652.pdf
 36. Wray L.R. Lessons we should have learned from the global financial crisis but didn't // Levy economics institute of Bard college Working paper. – N.Y., 2011. – N 681., Aug. – Mode of access: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_681.pdf

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

Годы, предшествовавшие финансовому кризису, ознаменовались массированной 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 финансализация 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 мультиPLICATIONи финансовых инструментов благодаря секьюритизации и деривативам; 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 выяснил 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 управлеченческого 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 венчурсы, 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 расчитаны 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 удается обеспечивать взаимно удовлетворительные результаты, денежные менеджеры слабо заинтересованы в том, чтобы вмешиваться в работу компаний, 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 стейххолдеров, 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 закладной. 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 заемствования, 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 квартал 2008 г.) сократился на 4,2%.

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, выражавшимися 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 финансовым 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 несовершенства 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 трансакций 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. Гилкриста, 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 вычитываются 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 рационализации 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-

ществует 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 двойкого 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 расплачиваются 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, учитывая 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 возросла более чем в шесть раз – с 95 трлн. до 684 трлн. долл. Печально известные теперь кредитные дефолтные споры придавали покупкам 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 приспосабливать 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 закладной.

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 мелочевые 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 последние времена 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 сдержать 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 исследо-

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 регулируемыми (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.

Г.В. Семеко

ЕВРОПА: КРИЗИС СУВЕРЕННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ И ЗОНЫ ЕВРО

После США эпицентр глобального финансово-экономического кризиса переместился в Европу. Главная тема кризиса в Европе та же самая – задолженность, однако сейчас речь идет не о частной, а о суверенной задолженности. По мнению главы Банка Франции К. Нуайе, «все бури, которые раскачивают экономику в последние годы, в конечном счете связаны с задолженностью: сначала с задолженностью американских семей, затем с задолженностью государств» (18). С мая 2010 г. все саммиты ЕС посвящены кризису и способам его преодоления.

Порочный круг «рецессия – суверенный долг»

Финансово-экономический кризис 2008–2010 гг. оказал огромное влияние на экономику и государственные финансы большинства стран ЕС. Налоговые доходы сократились из-за спада, а социальные расходы, напротив, увеличились из-за роста безработицы. До кризиса, в 2007 г., состояние государственных бюджетов стран ЕС было в целом благополучным. Спасение финансовой системы дорого обошлось европейским странам, бюджетные дефициты и долги стремительно нарастили. С конца 2007 г. до конца 2011 г. отношение долга к ВВП у ведущих стран региона повысилось более чем на 20 процентных пунктов (18).

Долговой кризис тормозит выход европейской экономики из рецессии; в большинстве стран ЕС, в том числе зоны евро, сохраняются низкие (а в отдельных странах отрицательные) показатели прироста ВВП, развивается спад в промышленности, высокого

уровня достигли безработица и инфляция, практически уже начался валютный кризис в зоне евро.

Пик экономического спада пришелся на 2009 г., когда ВВП сократился во всех странах зоны евро. В 2010 г. отрицательный прирост (сокращение) ВВП наблюдалось в Ирландии, Греции, Испании и Португалии, а в 2011 г. – лишь в Греции и Португалии. В остальных странах рост ВВП остается слабым – от 0,3% (Кипр) до 2,9% (Австрия, Словакия) (12) (табл. 1).

Таблица 1
**Прирост реального ВВП (по объему),
в % к предыдущему году**

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г. прогноз	2012 г. прогноз	2013 г. прогноз
ЕС (27 стран)	3,2	0,3	-4,3	2	1,6	0,6	1,5
Зона евро (17 стран)	3	0,4	-4,3	1,9	1,5	0,5	1,3
Бельгия	2,9	1	-2,8	2,3	2,2	0,9	1,5
Германия	3,3	1,1	-5,1	3,7	3	0,8	1,5
Эстония	7,5	-3,7	-14,3	2,3	8	3,2	4
Ирландия	5,2	-3	-7	-0,4	1,1	1,1	2,3
Греция	3	-0,2	-3,3	-3,5	-5,5	-2,8	0,7
Испания	3,5	0,9	-3,7	-0,1	0,7	0,7	1,4
Франция	2,3	-0,1	-2,7	1,5	1,6	0,6	1,4
Италия	1,7	-1,2	-5,1	1,5	0,5	0,1	0,7
Кипр	5,1	3,6	-1,9	1,1	0,3	0	1,8
Люксембург	6,6	0,8	-5,3	2,7	1,6	1	2,3
Мальта	4,3	4,3	-2,6	2,9	2,1	1,3	2
Нидерланды	3,9	1,8	-3,5	1,7	1,8	0,5	1,3
Австрия	3,7	1,4	-3,8	2,3	2,9	0,9	1,9
Португалия	2,4	0	-2,9	1,4	-1,9	-3	1,1
Словения	6,9	3,6	-8	1,4	1,1	1	1,5
Словакия	10,5	5,9	-4,9	4,2	2,9	1,1	2,9
Финляндия	5,3	0,3	-8,4	3,7	3,1	1,4	1,7
США	1,9	-0,3	-3,5	3	1,7	1,5	1,3
Япония	2,2	-1	-5,5	4,4	-0,9	1,8	1

В конце третьего квартала 2011 г. отношение государственного долга к ВВП в зоне евро (ЕС-17) установилось на уровне 87,4% (против 83,2% в конце третьего квартала 2010 г.), а в рамках ЕС-27 – на уровне 82,2% (против 78,5%). В структуре долга зоны евро 79,3% приходилось на ценные бумаги (кроме акций), ЕС-27 – 79,7%. Кредиты составляли соответственно 18,0 и 15,8%. Денежные средства и депозиты – соответственно 2,8 и 3,8% государственного долга (10, с. 1).

Наиболее высокий уровень государственного долга относительно ВВП отмечался у Греции (159,1%), Италии (119,6%), Португалии (110,1%) и Ирландии (104,9%). Напротив самый низкий уровень – у Эстонии (6,1%), Болгарии (15,0%) и Люксембурга (18,5%) (10, с. 2).

По сравнению с третьим кварталом 2010 г. у двадцати государств ЕС-27 наблюдался рост, а у семи снижение уровня задолженности относительно ВВП. Наиболее сильно этот показатель повысился у Греции (+20,3 п.п.), Португалии (+18,9 п.п.) и Ирландии (+16,5 п.п.), а снизился в наибольшей степени у Швеции (-1,6 п.п.), Люксембурга (-1,4 п.п.) и Болгарии (-0,9 п.п.) (10, с. 3).

Совокупный бюджетный дефицит стран зоны евро составлял в 2010 г. 6,3% ВВП против 10,5% ВВП у США, 9,6 – у Великобритании и 7,7% ВВП – у Японии (19).

Общий бюджетный дефицит в зоне евро, по предварительной оценке, составил в 2011 г. 4,3% ВВП против 6,3% в 2010 г. Среди ведущих стран зоны евро наибольших успехов в консолидации госбюджета добилась Германия, где бюджетный дефицит уменьшился с 4,3 до 1,1% ВВП. Этот показатель также снизился у Франции (с 7,1 до 5,7%), Италии (с 4,5 до 3,9%), Испании (с 9,3 до 8,0%) (7, с. 2).

Таблица 2

**Безработица, в % от экономически активного населения
(по состоянию на декабрь 2011 и 2010 г.) (11)**

	2011 г.	2010 г.
1	2	3
ЕС (27 стран)	9,9	9,5
Зона евро (17 стран)	10,4	10,0
Бельгия	7,2	7,6
Германия	5,5	6,6
Эстония	н/д	14,5

Продолжение табл. 2

1	2	3
Ирландия	14,5	14,5
Греция	н/д	14,4
Испания	22,9	20,4
Франция	9,9	9,7
Италия	8,9	8,1
Кипр	9,3	6,1
Люксембург	5,2	4,8
Мальта	6,5	6,6
Нидерланды	4,9	4,3
Австрия	4,1	4,2
Португалия	13,6	12,4
Словения	8,2	8,0
Словакия	13,4	13,8
Финляндия	7,6	8,1
США	8,5	9,4
Япония	4,6	4,9

Примечание: н/д – нет данных.

По оценкам Евростата, в ЕС-27 в декабре 2011 г. насчитывалось более 23,8 млн. безработных, из них 16,5 млн. в зоне евро. Это больше показателей декабря 2010 г. соответственно на 923 тыс. и 751 тыс. человек (11, с. 1) (табл. 2). Самый низкий уровень безработицы отмечен в Австрии (4,1%), Нидерландах (4,9%) и Люксембурге (5,2%), а самый высокий – в Испании (22,9%), Греции (19,2% в октябре 2011 г.) и Литве (15,3% в третьем квартале 2011 г.). По сравнению с 2010 г. безработица снизилась в 14 странах, повысилась в 12 и осталась неизменной в Ирландии (11, с. 1).

Первые сомнения в платежеспособности по государственному долгу возникли в отношении Греции, когда в конце 2009 г. вновь избранное правительство этой страны объявило о том, что бюджетный дефицит за год составил 12%, т.е. был вдвое выше прогноза, а государственный долг превысил 100% ВВП (18). Кредиторы утратили доверие к Греции и подняли процентные ставки по кредитам, сделав их фактически недоступными. В последние годы многие эксперты указывали на плохое управление страной: не проводились структурные реформы, приватизация, зарплата росла быстрее, чем производительность, фальсифицировалась государственная отчетность. Этот «взрывоопасный коктейль» сработал.

Долг двух других стран зоны евро – Ирландии и Португалии – вызвал крайнее недоверие рынков. Однако ситуации в этих двух странах существенно различались.

В Ирландии в последние десять лет отмечался сильный экономический рост, а управление бюджетом считалось образцовым. Но ее ошибка заключалась, во-первых, в чрезмерной ориентации банковского сектора на операции с недвижимостью в англосаксонских странах и, во-вторых, в принятии государством на себя роли гаранта этого сектора. Когда в 2010 г. страна испытала шок из-за кризиса на финансовом рынке и рынке недвижимости в США, а банки оказались под угрозой банкротства, то государству пришлось предпринять масштабные действия по их спасению. Бюджетный дефицит в результате резко вырос, провоцируя панику на рынках. Этот кризис в целом был достаточно локализованным и изолированным.

Кризис в Португалии, хотя и менее острый, чем в Греции, имеет с ним много общего. В последние годы итоги развития страны были очень посредственными, темпы роста экономики и производительности – низкими, а управление бюджетом – небрежным. В итоге именно кризис доверия к платежеспособности по государственному долгу вызвал повышение процентных ставок по кредитам, сделав их недоступными в марте 2011 г.

Все три страны – Греция, Ирландия и Португалия – получили помощь от Евросоюза и МВФ.

В конце 2011 г. и другие страны зоны евро стали испытывать все большие финансовые трудности, в частности Испания и Италия. Здесь также ухудшение состояния государственных финансов способствовало утрате доверия финансовых рынков.

Антикризисные меры широко обсуждаются и реализуются в зоне евро. По сравнению с США для стран – членов зоны евро поиск мер по преодолению кризиса представляет более сложную проблему. На сегодняшний день им трудно, скорее даже невозможно, выработать законодательную платформу, которая была бы одинаково приемлема для всех стран-членов. Поэтому возникающие в отдельных странах финансовые проблемы приходится решать на двух уровнях. С одной стороны, каждая страна должна сама искать пути преодоления кризиса. Она может это делать, используя инструменты налогово-бюджетной политики. Как показывает опыт Греции, Испании, Франции, им удается в той или иной мере реализовать эту политику. С другой стороны, у этих государств нет возможности использовать самостоятельно инструменты кредитно-

денежной политики. Эта политика реализуется на уровне ЕС путем принятия коллективных решений о предоставлении помощи той или иной стране для преодоления кризиса.

В связи с высоким бюджетным дефицитом и ростом суверенной задолженности страны ЕС начали принимать серьезные коррективные меры: от сокращения государственных расходов до повышения налогов и мер по улучшению функционирования экономики.

Новое правительство *Испании*, возглавляемое М. Рахоем (лидером праволиберальной Народной партии, одержавшей победу на парламентских выборах в ноябре 2011 г.), в декабре 2011 г. представило пакет мер экономии на 2012 г., который предусматривает сокращение государственных расходов на сумму примерно в 9 млрд. евро, а также временное повышение налогов на доходы, капитал и дорогие дома. Правительство намерено сократить бюджетный дефицит в 2012 г. до 4,4% ВВП.

В *Италии* пакет мер по корректировке, утвержденный в декабре 2011 г., расширит на 1,25 процентных пункта ВВП бюджетную консолидацию, предусмотренную на 2012–2014 гг., после июльского и сентябрьского пакетов (приведших к бюджетной консолидации порядка 3,25 и 1,25 процентных пункта ВВП в текущем и будущем году соответственно), достаточную для того, чтобы сбалансировать бюджет с учетом циклических колебаний на будущий год. Почти 40 млрд. евро правительство рассчитывает сэкономить за счет повышения налогов и урезания расходов. Основные элементы пакета включают введение вновь налогов на недвижимое имущество основного места проживания и пенсионные реформы (ужесточение критериев досрочного выхода на пенсию, снижение индексации пенсий и повышение пенсионного возраста). Благодаря этим и предыдущим реформам годовые расходы на пенсии, по прогнозам, снизятся в ближайшие 20 лет на 1,75 процентных пункта ВВП. Это самый высокий показатель среди стран с развитой экономикой (в которых прогнозируется рост расходов в среднем на 1,25 процентных пункта ВВП), несмотря на то что исходный уровень пенсионных расходов в Италии относится к самым высоким (7).

После первого набора мер, принятых в сентябре 2011 г., правительство *Франции* объявило о дополнительном бюджетном пакете на 2012–2016 гг., составляющем 1 процентный пункт ВВП, в том числе меры, составляющие 0,3 процентных пункта ВВП и принимаемые в 2012 г. В частности, меры, направленные на подавление стимулов для инвестиций на рынках недвижимости, со-

средоточены на начальном периоде и составляют более половины корректировки. Ускоренно проводится пенсионная реформа: новый пенсионный возраст (62 года) вводится на год раньше, в 2017 г., и ужесточается норма роста расходов на здравоохранение.

В *Португалии* новые меры по корректировке бюджета вводятся в 2012 г. и включают сокращение расходов, расширение базы НДС по стандартной ставке и снижение социальных расходов.

В *Ирландии* целевой показатель общего сальдо бюджета на 2012 г. остается в целом неизменным, несмотря на значительный пересмотр ожидаемых показателей роста в сторону понижения. Ожидается улучшение сальдо с учетом циклических колебаний на 0,7 процентных пункта ВВП (7, с. 4–5).

Ответ на долговой кризис на уровне ЕС включает две группы мер.

1. *Неотложные меры в отношении трех стран (Греция, Ирландия и Португалия) для обеспечения их необходимыми финансовыми ресурсами.* С августа 2011 г. в контексте замедления экономического роста напряженность на финансовых рынках ЕС вновь усилилась.

Решающую роль во время кризиса сыграли центральные банки, которые сначала сильно понизили ставки рефинансирования после 2008 г., чтобы стимулировать кредитование и рост. Для сокращения нехватки кредитов они осуществляли вливания капитала в банковский сектор. Евросистема, например, с 2008 г. проводит политику неограниченного рефинансирования по фиксированной ставке вместо предоставления расширенных гарантий, а с 2010 г. осуществляет покупку государственных долговых бумаг стран зоны евро. Расширяется также сотрудничество ведущих центральных банков мира, в частности, с целью привлечения ликвидных средств в иностранных валютах.

В мае 2010 г., когда стало ясно, что Греции потребуется внешняя финансовая поддержка, руководители европейских стран вынуждены были прибегнуть к кредитам на двусторонней основе. Позднее они создали временную программу поддержки – Европейский фонд финансовой стабильности (ЕФФС) для предоставления помощи государствам – членам зоны евро, испытывающим финансовые трудности, который использовался Ирландией в декабре 2010 г. и Португалией в мае 2011 г. (7). Эта помощь всегда обусловлена жестким требованием к правительству страны-должника о принятии мер для оздоровления государственных финансов и восстановления конкурентоспособности. Страны-должники обязуются

снизить бюджетный дефицит, чтобы вернуть доверие частных кредиторов. Таким образом, помочь задумана как временная меры, поощряющая эффективное управление бюджетом.

По мере того как потрясения на рынках продолжались, кредитный потенциал ЕФФС почти удвоился, достигнув 440 млрд. евро весной 2011 г. Когда начало ухудшаться финансовое положение Испании и Италии, мандат ЕФФС летом 2011 г. был существенно расширен: была предусмотрена возможность предоставления превентивных кредитов и введены более гибкие механизмы кредитования (7).

В настоящее время ЕФФС реализует лишь программы помощи Ирландии и Португалии. Предполагается, что он будет финансировать и Грецию в рамках второй программы финансовой помощи стране. Летом 2012 г., как запланировано, к ЕФФС присоединится постоянно действующая программа поддержки – Европейский механизм стабильности (European stability mechanism, ESM). Его ресурсы составят 500 млрд. евро (26).

Планы помощи Португалии и Ирландии дали результаты. Так, Ирландия значительно сократила бюджетный дефицит, провела серьезные структурные реформы в экономике и даже встала на путь экономического роста. В Греции, к сожалению, не удалось реализовать намеченные реформы и уменьшить бюджетный дефицит, что усилило недоверие рынков. Чтобы изменить ситуацию, лидеры стран еврозоны и МВФ на экстренном саммите в Брюсселе 21 июля 2011 г. согласились выделить Греции второй транш помощи в размере 109 млрд. евро (первый раз МВФ и Евросоюз выделили греческим властям кредитную линию в размере 110 млрд. евро в мае 2010 г.). Взамен руководство Греции обязалось осуществить ряд мер, направленных на резкое сокращение бюджетных расходов: уменьшить зарплаты, повысить пенсионный возраст, сократить рабочие места, а также провести широкую программу приватизации.

Новый план помощи Греции содержал ряд важных с точки зрения европейской интеграции моментов:

- кредиты предоставлялись на более длительный период и под более низкие проценты;
- в исключительном порядке и только для Греции предусматривалось добровольное участие в кредитовании частного сектора;
- план существенно расширял возможности действий ЕФФС.

Однако Греция не выполнила условия (в частности, по снижению в кратчайшие сроки расходов греческого правительства на

325 млн. евро), которые позволили бы выделить им денежные средства, и окончательное подписание документа о предоставлении Греции финансовой помощи было отложено.

Вопрос об открытии второго транша помощи после длительных и трудных согласований был решен лишь 20 февраля 2012 г., когда министры финансов Еврогруппы на заседании в Брюсселе пришли к согласию о выделении международной финансовой помощи Греции. В рамках второй программы спасения страны от дефолта предусмотрено выделить из государственных источников 130 млрд. евро до 2014 г. Кроме того, частные кредиторы спишут Греции 53,5% долга, или более 107 млрд. евро (15).

Ранее суверенные долги рассматривались как абсолютно надежные активы, и в Европе в условиях взаимозависимости экономик и свободного движения капитала банки покупали в большом количестве долговые обязательства всех европейских стран. Так, немецкие и французские банки владеют значительной долей суверенных долгов Греции, Италии и Испании. Опасение дефолта государств-должников создало угрозу крупных банковских потерь. Эта угроза в случае ее реализации, в свою очередь, повышает опасения в отношении бюджетных возможностей стран-должников. В итоге раскручивается спираль роста опасений и недоверия на рынках. Понятно, что по большей части они не вполне оправданы.

Только ситуация с долгом Греции действительно носит критический характер, считает К. Нуайе (18). Другие страны официально и неоднократно подтверждали свое намерение погасить все долги, и есть основания доверять таким заявлениям. В частности, факты и цифры по Франции свидетельствуют о возможностях французских банков справиться с проблемами даже при экстремальных сценариях развития событий. Однако механизм роста рисков и недоверия запущен, и его трудно остановить.

2. Помимо неотложных мер государства ЕС должны ликвидировать основу кризиса – оздоровить государственные финансы. По-видимому, по отдельности страны осознали свою ответственность в вопросе обеспечения равновесия бюджета в максимально короткие сроки. Евросистема, в свою очередь, ужесточила бюджетную дисциплину: национальные бюджеты представляются на рассмотрение в Комиссию ЕС; санкции против нарушителей применяются автоматически; действуют надлежащие механизмы предупреждения; введен новый инструмент контроля над макроэкономическими дисбалансами и конкурентоспособностью.

В марте 2011 г. Совет ЕС одобрил обширную программу мер, направленных на преодоление последствий нынешнего финансового кризиса и на недопущение будущих кризисов. Эти меры сводятся к усилению превентивных и корректирующих механизмов, направленных против формирования внутренних и внешних диспропорций (дисбалансов), особенно против бюджетных дефицитов и снижения конкурентоспособности стран-членов. Меры включают, в частности, создание уже упомянутого Европейского механизма стабильности (ESM).

Политика стран ЕС базируется на трех неразрывных стратегиях (20):

- активные действия по восстановлению равновесия государственных финансов одновременно с прогрессивной консолидацией бюджета;
- структурные реформы, направленные на усиление потенциала роста и повышение конкурентоспособности;
- реформа государственного управления с целью последовательного проведения в жизнь различных оздоровляющих инициатив.

С начала 2011 г. в ЕС начала работать новая система надзора над финансовыми рынками и банковскими операциями. Контроль над этими сферами отныне переместился с национального уровня на уровень Евросоюза. Новая система надзора включает Европейский совет по системным рискам (European systemic risk board, ESRB) и три других европейских органа – Европейскую банковскую организацию (European banking authority, EBA), Европейскую организацию по страхованию и пенсионному обеспечению (European insurance and occupational pensions authority, EIOPA) и Европейскую организацию по ценным бумагам (European securities and markets authority, ESMA) (14). ESRB занимает центральное место в системе надзорных органов. Он должен отслеживать и оценивать возможные угрозы для финансовой стабильности, исходящие от макроэкономического развития и развития финансовой системы в целом, контролировать развитие финансовых рынков и своевременно предупреждать о возможных рисках. Для этого используются механизм раннего предупреждения и рекомендации по преодолению рисков в случае чрезвычайных ситуаций. Три ведомства по финансовому надзору должны сотрудничать с национальными надзорными органами для обеспечения финансовой солидарности и защиты потребителей финансовых услуг.

Обеспечение экономики достаточным объемом финансирования является одним из ключевых факторов повышения экономической активности в 2012 г. Кредитные учреждения должны наладить финансирование мелких и средних предприятий, которые не имеют прямого доступа на рынок кредитов. Ограничения долларового финансирования и важные реформы в области регулирования будут затруднять работу банков, тормозить потребление, быстро ухудшать качество долговых обязательств. Осторожная позиция банков, которые играют центральную роль в финансировании экономики и государства, будет только обострять ситуацию с кредитованием и повышать риски.

В 2011 г. Евросистема приняла серьезные решения, направленные на укрепление ликвидности банков – как кратко-, так и средне- и долгосрочной.

Что касается краткосрочных потребностей в ликвидности, то были продлены до июля 2012 г. процедуры рефинансирования банков, а также с 18 января 2012 г. ЕЦБ впервые в истории снизил норму обязательного резервирования с 2 до 1%, что позволяет вы-свободить примерно 100 млрд. евро ликвидных средств в зоне евро, в том числе 20 млрд. в рамках французской банковской системы.

Для увеличения среднесрочной ликвидности в конце 2011 г. ЕЦБ возобновил покупки обеспеченных банковских облигаций и начал новые операции по долгосрочному рефинансированию банков с помощью кредитов сроком на три года. Первая операция, проведенная 21 декабря 2011 г., позволила 523 банкам получить займы на общую сумму 489 млрд. евро. Кредиты предоставлялись по ставке, равной текущей базовой ставке ЕЦБ – 1% годовых. При этом были снижены требования к бумагам, служащим обеспечением при привлечении кредитов (20).

Некоторые категории обеспеченных облигаций, в частности базовым активом которых являются ипотечные кредиты или кредиты мелким и средним предприятиям, получили более высокий рейтинг. ЕЦБ поддержал использование частных долговых обязательств в качестве обеспечения операций рефинансирования. Планируется также временно упростить правила учета таких облигаций.

Овладение рисками и адаптация банков и страховых организаций к новым регламентациям. Органы пруденциального контроля будут отслеживать соответствующие процессы. Для банков наиболее важным является новое требование в отношении коэффициента достаточности капитала первого уровня (core tier one), который с 30 июня 2012 г. не может быть ниже 9%. У четырех об-

следованных французских банков – «BNP Paribas», «Groupe BPCE», «Groupe Crédit Agricole» и «Société Générale» – потребность в дополнительном собственном капитале в конце 2011 г. оценивалась в 7,3 млрд. евро (против 50 млрд. в конце 2008 г.). По мнению К. Нуайе, при условии правильного управления капиталом и адекватной политики распределения дивидендов этим банкам удастся успешно выполнить требование о достаточности капитала. Укрепление собственного капитала банков зоны евро должно продолжаться, учитывая перспективу перехода на нормативы соглашения Базель-3.

Другие новые регламентации в 2012 г. касаются управления ликвидностью и финансовыми учреждениями. Несомненно, в последней сфере главными проблемами являются политика в области вознаграждения и управления рисками.

Для страховщиков основные трудности будут связаны с введением стандартов директивы ЕС «Платежеспособность 2» (Solvency 2). К 31 октября 2012 г. всем страховым фирмам, работающим в ЕС, придется соответствовать новому законодательству. Основная цель новой политики – укрепление режима достаточности капитала. Директива предусматривает минимальный уровень собственного капитала для страховых компаний в Европе 2 млн. и 3 млн. евро в зависимости от вида бизнеса и предполагает постепенное приближение действующих подходов надзора к международным стандартам (20).

Истоки кризиса суверенного долга и пути его решения

Как свидетельствуют статистические данные, высокий бюджетный дефицит и чрезмерный суверенный долг характерны не только для европейских стран. В сравнении с США, где бюджетный дефицит равнялся в 2011 г. 9,5% ВВП (против 10,5% в 2010 г.), Великобританией (8,6 против 9,9% в 2010 г.) и Японией, где он вырос до 10,1% ВВП (против 9,3% в 2010 г.), ситуация в зоне евро не выглядит угрожающей (7, с. 2).

Суверенный долг у США в 2010 и 2011 гг. находился на уровне примерно 70,0% ВВП; у Великобритании в 2011 г., по предварительным оценкам, он составил 80,8% ВВП (против 75,1% в 2010 г.). Но рекордсменом по данному показателю среди промышленно развитых стран является Япония, где в 2011 г. суверенный долг превысил 233% ВВП (!) и на ближайшие два года прогнозируется его дальнейшее увеличение.

В этой связи встает вопрос: почему события в Европе вызывают такую обеспокоенность, причем во всем мире? Почему предсказываются развал зоны евро, выход из нее отдельных стран и другие далекодиущие последствия для европейского интеграционного процесса в целом? Эти вопросы сейчас находятся в центре внимания как руководителей государственных ведомств разного уровня, так и ученых – сторонников различных экономических течений. При анализе проблем с суверенным долгом в Европе многие исследователи указывают на их взаимосвязи с циклическим движением рыночной экономики, а также на взаимосвязи долговых кризисов с финансовыми и банковскими кризисами. В исследованиях МФВ и ряда западных ученых приводятся многочисленные подтверждения того, что большинство стран во всех регионах прошли через дефолты по долговым обязательствам, в том числе и страны европейского континента.

Уникальные данные, которые собрали известные американские исследователи К.М. Рейнхарт, сотрудник Института мировой экономики в Вашингтоне, и К.С. Рогофф, профессор Гарвардского университета, в прошлом главный экономист и руководитель исследований МВФ (2001–2003) (они изучили банковские, финансовые кризисы и кризисы долга в 66 странах мира с 1800 г.), свидетельствуют о почти универсальном распространении дефолтов суверенного долга (1). Большая часть глобальных банковских кризисов исторически ассоциировалась с наличием государственных дефолтов по внешнему долгу. Госдефолты участились после Первой мировой войны и продолжались во время Великой депрессии и Второй мировой войны. За этим последовали сравнительно спокойные десятилетия, пока кризисы долга не охватили развивающиеся страны в начале 1980-х и в 1990-е годы (1, с. 93). По мнению этих ученых, сравнительно недавний спокойный промежуток времени (2003–2008), когда правительства в целом платили по своим долгам, – это, скорее, исключение из правила.

В качестве одной из основных важных черт огромного количества кризисов К.М. Рейнхарт и К.С. Рогофф выделяют аккумуляцию избыточного долга, независимо от того, чей это долг – правительства, банков, корпораций или потребителей. Именно аккумуляция избыточного долга создает значительно большие системные риски, чем это кажется во время экономического бума. Масштабные долговые обязательства делают экономику уязвимой для кризисов доверия, особенно когда долг краткосочен и требует постоянного рефинансирования. Бумы экономики, подпитываемые

долгами, дают фальшивые подтверждения политики правительства и способности финансовых институтов создавать прибыль, а также создают иллюзию повышения стандартов жизни.

Как показал анализ суверенного долга на момент дефолта за период 1970–2008 гг., более половины дефолтов в странах со средним доходом происходит на уровне отношения внешнего долга к ВВП ниже 60%, т.е. когда для реальных выплат по процентам нужны только несколько процентов от дохода (чтобы поддерживать постоянное отношение суммы долга к ВВП), а это обычно рассматривается как важный показатель устойчивости. Иными словами, соблюдение одного из основных требований Маастрихтского соглашения (отношение госдолга к ВВП должно быть ниже 60%), призванного защитить систему евро от правительственный дефолтов, не устраняет возможности их возникновения (1, с. 30).

В 1970-е годы утвердилось мнение, что государственный долг развитых стран Запада не несет никакого риска, и это способствовало развитию финансовых рынков. Широкую известность получило высказывание У. Ристона, в прошлом председателя правления «Citibank» (1967–1984): «Страны не бываю банкротами» (1, с. 64). Интересно, что оно было сделано непосредственно перед чередой государственных дефолтов 80-х годов прошлого века. На этой основе была выстроена вся архитектура цен на финансовые активы; причем относительная степень риска определялась характеристиками, присущими отдельным активам, и склонностью инвесторов к риску. При оценке стоимости финансовых активов базовой величиной была безрисковая процентная ставки. В настоящее время эта основа оценки подорвана (17).

Вместе с тем в некотором смысле У. Ристон был прав. Страны не становятся банкротами, как это бывает с компаниями. Государственное банкротство – это совершенно другой феномен, чем банкротство компаний: здесь кредиторы зависят от желания суверенной нации выплачивать долг, а не от ее действительной способности к выплате. Кредиторы корпорации имеют четко определенные права, которые обычно позволяют им получить многие активы должника и наложить арест на часть его имущества. В случае с госдолгом кредиторы на бумаге могут иметь право сделать это, однако на практике возможность реализации этих прав очень ограничена.

Глобальные финансовые потрясения, как показывают данные за 1970–2008 гг., приведенные в книге К.М. Рейнхарт и К.С. Рогоффа, могут играть важную роль в создании волн дефолтов (1, с. 98).

Их выводы в полной мере подтверждаются событиями первого глобального кризиса ХХI в.:

– серьезные финансовые кризисы редко случаются изолированно и являются скорее не «спусковыми крючками» спада, а чаще механизмами его усиления; когда темпы роста замедляются, развивается череда дефолтов по банковским заимствованиям и это снижает объемы их кредитной деятельности, что, в свою очередь, приводит к дальнейшему снижению производства и т.д.;

– банковские кризисы предшествуют или совпадают с кризисами суверенной задолженности; кроме того, за банковским кризисом следует валютный: падение стоимости национальной валюты может подорвать платежеспособность как частных, так и суверенных заемщиков, имеющих значительный долг в иностранной валюте.

Сильный рост долга правительства обусловлен расходами на меры по спасению банковского сектора. Если объем долга проиндексирован так, что он равняется 100 в момент кризиса (t), то в среднем реальный объем долга повышается до 185 через три года после кризиса. Иными словами, реальный объем долга практически удваивается (1, с. 203–204). «Подлинное наследство банковского кризиса – это большие государственные долговые обязательства, значительно превышающие прямые затраты на пакеты спасения экономики» (1, с. 204).

Кроме роста расходов правительства, банковские кризисы почти неизменно приводили к резкому снижению доходов от сбора налогов. Фактически важнейший фактор роста долга – это неизбежное падение доходов от налогов, которое следует за снижением производства. Эти непрямые фискальные последствия оказываются гораздо выше, чем обычные затраты, связанные со спасением банков.

В целом финансовые кризисы – это продолжительные события. Чаще всего, подводят итог К.М. Рейнхарт и К.С. Рогофф, они имеют три последствия: глубокий и продолжительный коллапс рынков недвижимости; глубокое снижение производства и занятости; резкий рост долга правительства. Сумма долга выросла в среднем на 86% (в реальном выражении относительно предкризисного уровня) в большинстве крупных эпизодов кризисов после Второй мировой войны (1, с. 265).

В Европе недооценка риска суверенного долга имела быстрые и драматические последствия. Устойчивость долга, как известно, определяется тремя переменными: текущим бюджетным дефицитом, темпом роста и процентной ставкой. Взаимосвязь между этими переменными и долгом выражена с помощью широко известной

проблемы «неприятной монетаристской арифметики»¹. По поводу суверенного долга в Европе многие экономисты и рыночные аналитики придерживаются гипотезы о его длительном слабом росте и стабильно высокой процентной ставке в периферийных странах. Слегка усовершенствованная и проработанная версия данной гипотезы принимает в расчет невозможность для стран зоны евро понижения его курса, в результате чего эти страны обречены на низкую конкурентоспособность и отсутствие роста.

Дж. Стиглиц, лауреат Нобелевской премии по экономике, резко критиковал действия европейских правительств, направленные на преодоление долговых проблем, во время Азиатского финансового форума в Гонконге (17 января 2012 г.). По его мнению, «политика жесткой экономии, не выдерживающая критики, ведет страны Старого Света прямо к хаосу» (16). Он сравнил методы, применяемые европейскими правительствами, с практикой пускания крови, господствовавшей в средневековой медицине.

Вместо того чтобы строить единое здание финансовой политики зоны евро, страны Европы обязали Грецию «затянуть потуже пояс», что только увеличило бремя государственной задолженности, так как экономический спад окончательно разрушил поток налоговых поступлений. По мнению Дж. Стиглица, политика должна быть прямо противоположной. Следует повысить налоги и сыграть на эффекте бюджетного мультипликатора, который является «основанием экономической теории» и который позволит стимулировать рост ВВП.

Решение этих долгосрочных проблем поможет решить краткосрочные проблемы (27). Более прогрессивное налогообложение, по сути перераспределение доходов от верхов к середине и низам, будет одновременно сокращать неравенство и повышать уровень занятости путем увеличения совокупного спроса. Более высокие налоги для верхов могут генерировать доходы для финансирования необходимых государственных инвестиций, а также могут обеспечить некоторую социальную защиту для тех, кто находится

¹ Речь идет о проблеме, которую описали американские исследователи Т. Сарджент и Н. Уоллес (Sargent T.J., Wallace N. Some unpleasant monetarist arithmetic // Federal reserve bank of Minneapolis quarterly rev. – Minneapolis, 1981. – Vol. 5, N 3. – P. 1–17). Они впервые показали, что при реалистичных предположениях ограничительная монетарная политика оказывается не в состоянии снизить уровень инфляции как в долгосрочной, так и в краткосрочной перспективе без определенных изменений в фискальной политике (так называемая «неприятная монетаристская арифметика»). – Прим. авт.

внизу, в том числе для безработных. Даже без увеличения дефицита бюджета такое увеличение налогов и расходов в целях обеспечения «сбалансированного бюджета» приведет к снижению уровня безработицы и увеличит выпуск продукции.

Маловероятно, считает Дж. Стиглиц, что Европа поймет, что одна только экономия не решит ее проблем. Напротив, аскетизм лишь усугубит экономический спад. Без экономического роста долговой кризис будет только усиливаться (27).

Становится все более очевидным, что политические лидеры Европы не имеют четкого представления о том, что нужно делать (28). Преобладающее мнение заключается в том, что *все*, что необходимо, – это финансовая дисциплина – фискальный дефицит (или государственный долг) любой страны по отношению к ВВП не должен быть слишком большим. Но перед кризисом у Ирландии и Испании был профицит бюджета, а также небольшие долги, которые быстро превратились в крупный дефицит и высокий долг. Таким образом, сейчас европейские лидеры говорят, что именно дефициты текущих счетов членов зоны евро должны жестко контролироваться.

В таком случае любопытно, что по мере продолжения кризиса убежищем для глобальных инвесторов стали США, которые в течение многих лет имеют огромный дефицит текущего счета. Итак, как Евросоюз будет различать «хороший дефицит текущего счета» – когда правительство создает благоприятный деловой климат, генерируя приток прямых иностранных инвестиций, – и «плохой дефицит текущего счета»? Предотвращение плохих дефицитов текущего счета потребует гораздо большего вмешательства в частный сектор, чем это подразумевают неолиберальная доктрина и доктрина единого рынка.

У всех финансовых кризисов, наблюдавшихся в мире, в том числе и у кризиса 2008 г., есть общая черта: финансовые сектора вели себя плохо и не смогли оценить кредитоспособность и управлять рисками, как это от них ожидалось. Как считает Дж. Стиглиц, существование евро значительно затруднило правительствам реагирование на эти проблемы. Мандат ЕЦБ заключается в контролировании инфляции, в то время как сегодняшние проблемы состоят в безработице, экономическом росте и финансовой стабильности. Без общего финансового органа единая валюта толкает страны к конкуренции в сфере налогов для привлечения инвестиций и увеличения производства и обеспечения экономического роста (28).

По мнению Дж. Стиглица, руководители северных стран Европы, которые утверждают, что евро будет работать эффективно, если получится навязать другим эффективную дисциплину, заблуждаются (28). Просто обвинять своих южных соседей в финансовом расточительстве или, как в случае с Испанией или Ирландией, осуждать их за разрешение рынку иметь полную свободу действий, не видя, куда это может привести. Но это не решает сегодняшнюю проблему: огромные долги в результате частных или государственных просчетов должны решаться *в рамках евро*. Сокращения в государственном секторе сегодня не решают проблемы вчерашнего расточительства; они просто загоняют экономики в более глубокую рецессию, заключает Дж. Стиглиц.

Достаточно жесткую позицию по вопросу о ситуации, сложившейся в Европе, занимает американский экономист Н. Рубини, профессор экономики Нью-Йоркского университета, один из самых авторитетных экспертов в мире по вопросам глобальных финансов, которого называют «человеком, предсказавшим кризис». В сентябре 2006 г. Н. Рубини, выступая на семинаре МВФ, заявил, что рынок недвижимости США рухнет из-за обилия высокорискованных кредитов, ипотечные агентства «Fannie Mae» и «Freddie Mac» обанкротятся, вслед за ними прекратят свое существование инвестиционные банки, а мировую финансовую систему охватит кризис. Через год с небольшим его прогноз сбылся. В настоящее время он предсказывает глубокий экономический кризис в Европе и развал зоны евро.

По мнению Н. Рубини, кризис в зоне евро имеет глубокие и структурные причины; на него сильно влияют по крайней мере четыре экономики: Ирландия, Португалия, Кипр и Испания (22). В последнее десятилетие Португалия, Ирландия, Италия, Греция и Испания (ПИИГИ) были основными потребителями зоны евро и тратили больше, чем был их доход, способствуя, таким образом, увеличению дефицита текущего счета. Тем временем ведущие страны зоны евро (Германия, Нидерланды, Австрия и Франция) являлись основными производителями и тратили меньше, чем был их доход, что увеличивало профицит их текущего счета.

Причиной такого внешнего дисбаланса стала также прочность евро с 2002 г. и отклонения в реальных процентных ставках и конкурентоспособности внутри самой зоны евро. Издержки на рабочую силу в стоимости единицы продукции упали в Германии и в других основных странах (так как рост зарплаты отставал от роста производительности), что привело к реальному обесцениванию

нию и повышению профицита текущего счета. Одновременно обратное наблюдалось в странах ПИИГИ (и на Кипре) и привело к повышению стоимости единицы продукции и увеличению дефицита текущего счета. В Ирландии и Испании частные сбережения уменьшились, а «пузыри» на рынке недвижимости стал причиной чрезмерного потребления, в то время как в Греции, Португалии, Кипре и Италии именно чрезмерный бюджетный дефицит обострил внешний дисбаланс.

В результате накопление частного и государственного долга в тех странах, которые много тратили, стало неуправляемым, когда «жилищные пузыри» лопнули (Ирландия и Испания), а дефицит текущего счета, нехватка финансов или то и другое одновременно стали разрушительными по всей периферии зоны евро. Более того, огромный дефицит текущего счета периферийных стран, который подпитывался чрезмерным потреблением, сопровождался также экономической стагнацией и потерей конкурентоспособности.

Симметричная рефляция является лучшей альтернативой для возобновления экономического роста и конкурентоспособности на периферии зоны евро вместе с принятием необходимых мер строгой экономии и структурными реформами, утверждает Н. Рубини (22). Это подразумевает значительное смягчение финансовой политики ЕЦБ; предоставление неограниченной поддержки кредитором последней инстанции неликвидным, но потенциально платежеспособным экономикам; резкое снижение стоимости евро, что превратит дефицит текущего счета в профицит; фискальное стимулирование в странах, составляющих ядро зоны евро, если периферийные страны будут вынуждены проводить политику жесткой экономии.

К несчастью, Германия и ЕЦБ против такой альтернативы из-за перспективы временного повышения инфляции в странах, составляющих ядро зоны евро, так что она будет опережать инфляцию в периферийных странах. Вместо этого Германия и ЕЦБ сделали ставку на рецессионную дефляцию на периферии: меры строгой финансовой экономии, структурные реформы для повышения роста производительности и снижение издержек на рабочую силу в единице продукции, а также реальное обесценивание через регулирование цен в противоположность номинальному выравниванию валютного курса.

Данная альтернатива, по мнению Н. Рубини, создает много проблем. Меры строгой финансовой экономии, хотя и необходимы, но означают более глубокую рецессию в краткосрочный период. Даже структурные реформы снижают результат в краткосрочный

период, потому что требуют увольнения рабочих, закрытия убыточных фирм и постепенного перераспределения рабочей силы и капитала в пользу новых отраслей промышленности. Чтобы предотвратить спираль все углубляющейся рецессии и улучшить ситуацию со своим внешним дефицитом, периферия нуждается в реальном снижении цен и зарплаты. Но даже если цены и зарплаты упадут на 30% в следующие несколько лет (это было бы социально и политически неприемлемо), реальная стоимость долга резко увеличится, что усилит неплатежеспособность правительства и частных должников.

Если периферийные страны не смогут выйти из дефляционной ловушки высоких долгов, снижения выпуска продукции, слабой конкурентоспособности и структурного внешнего дефицита, то в конечном итоге они окажутся перед третьей альтернативой: дефолт и выход из зоны евро. Это позволит им оживить экономический рост и конкурентоспособность через обесценивание новых национальных валют.

Конечно, такой беспорядочный развал зоны евро был бы таким же серьезным шоком, как коллапс «Lehman Brothers» в 2008 г., если не хуже, указывает Н. Рубини. Чтобы избежать этого, основные экономики зоны евро будут вынуждены воспользоваться четвертой и последней альтернативой: «покупать периферию», чтобы она оставалась в состоянии низкого неконкурентоспособного экономического роста. Это потребует от Евросоюза принятия на себя огромных потерь по государственным и частным долгам, а также значительных трансфертных платежей, которые помогут поднять доходы периферии, но выпуск продукции в периферийных странах в то же время будет находиться в состоянии застоя.

Опыт такого «подкупа» в Европе есть: Италия делала что-то похожее на протяжении десятилетий – ее северные регионы субсидировали более бедные. Но такие постоянные финансовые трансферты политически невозможны в зоне евро, считает Н. Рубини, где «немцы являются немцами, а греки греками».

Иными словами, Германия и ЕЦБ имеют меньше власти, чем они полагают. Они должны отказаться от асимметричных мер регулирования (рецессионная дефляция), которые перекладывают все тяжести кризиса на периферию, в пользу более симметричных (строгие меры экономии и структурные реформы на периферии в совокупности с рефляцией во всей зоне евро). В противном случае, считает Н. Рубини, «медленно прогрессирующее крушение поезда

финансового союза ускорится», так как периферийные страны объявят дефолт и выйдут из зоны евро.

Если зона евро не будет двигаться в сторону более крепкой экономической, финансовой и политической интеграции, рецессионная дефляция определенно приведет к беспорядочному развалу. Чтобы минимизировать отрицательные последствия экономического спада и предотвратить более глубокую депрессию и финансовый крах, Н.Рубини считает необходимыми следующие меры (23).

Во-первых, следует принять, что меры жесткой экономии, необходимые для предотвращения краха государственных финансов, оказывают понижающее влияние на объемы производства. Поэтому, если страны на периферии зоны евро вынуждены применять их, то в противовес их действиям страны, способные обеспечить краткосрочные стимулы для роста, должны это сделать и отложить свои усилия по введению жестких мер. В число таких стран Н. Рубини включает США, Великобританию, Германию, ядро Евросоюза и Японию.

Во-вторых, поскольку денежная политика имеет ограниченное влияние, когда проблемой являются чрезмерные долги и банкротство, а не неликвидность, полезным может стать «кредитное послабление». ЕЦБ должен изменить на противоположное свое ошибочное решение о повышении процентных ставок. Для Федеральной резервной системы США, Банка Японии, Банка Великобритании и Швейцарского национального банка требуется большее «кредитное послабление».

В-третьих, чтобы восстановить кредитный рост, банки и банковские системы зоны евро, которые имеют недостаточную капитализацию, должны получить финансирование по программе Евросоюза. Чтобы избежать дополнительного ограничения кредита, такого как дегиринг банков, нужно дать кратковременную отсрочку банкам по требованиям к капиталу и ликвидности. Кроме того, поскольку финансовые системы США и ЕС, скорее всего, не будут предоставлять кредиты маленьким и средним предприятиям, необходимо прямое предоставление государственных кредитов платежеспособным, но не имеющим достаточных ликвидных средств малым и средним предприятиям.

В-четвертых, необходимо крупномасштабное предоставление ликвидности для платежеспособных правительств, чтобы избежать резких скачков в спредах и потери доступа к рынкам, которые превратят неликвидность в неплатежеспособность. Необходимо

утроить официальные ресурсы – через Европейский стабилизационный фонд, евробонды или серьезное воздействие ЕЦБ.

В-пятых, необходимо осуществлять меры по снижению долгового бремени (кредитоспособных правительств, семей и финансовых учреждений) с помощью упорядоченной реструктуризации долга и конвертированию долга в собственный капитал.

В-шестых, даже если Греции и другим периферийным странам зоны евро предоставлят средства для значительного снижения долга, экономический рост не возобновится, пока не будет восстановлена конкурентоспособность. Без быстрого возврата к экономическому росту нельзя избежать дефолтов и социальных беспорядков.

Существует три альтернативы для восстановления конкурентоспособности внутри зоны евро:

– резкое ослабление евро по отношению к доллару США, что маловероятно, так как экономика США также слаба;

– резкое снижение затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции через усиление структурных реформ и рост производительности по отношению к росту зарплаты; эта альтернатива также маловероятна, так как требует значительного периода времени (например, в Германии процесс восстановления конкурентоспособности занял 15 лет);

– снижение цен и зарплаты, например в Греции, в течение пяти лет на 30%, но это будет означать пять лет глубокого и социально неприемлемого экономического спада. Дефляция такого уровня усилит неплатежеспособность, поскольку реальная стоимость долга Греции увеличится за пять лет на 30%.

Ни одна из перечисленных альтернатив нежизнеспособна. Единственный путь для Греции и некоторых других членов зоны евро – это выход из валютного союза и введение национальной валюты. Только так можно вернуть конкурентоспособность и экономический рост.

В-седьмых, причины высокой безработицы и анемичного экономического роста развитых стран – структурные, включая рост конкурирующих рынков развивающихся стран. Соответствующим ответом на такие значительные перемены является не протекционизм, а восстановление конкурентоспособности и рабочих мест за счет значительных инвестиций в высококачественное образование, профессиональное обучение и улучшение человеческого капитала, инфраструктуры и альтернативные источники возобновляемой энергии.

Оценивая ближайшие перспективы, Н. Рубини настаивает на том, что впереди у европейских стран – риск не только глубокой рецессии, но серьезной катастрофы, которая может перерасти во вторую Великую депрессию, особенно если кризис зоны евро станет беспорядочным и приведет к глобальному финансовому краху (23). Ошибочная стратегия во время Великой депрессии 1930-х годов, напоминает он, привела к торговым и валютным войнам, беспорядочным долговым дефолтам, дефляции, увеличению неравенства доходов и богатства, бедности, отчаянию, социальной и политической нестабильности, которые в конечном итоге привели к возникновению авторитарных режимов и Второй мировой войне. Лучшим способом избежать повторения такой последовательности является сейчас смелая и агрессивная глобальная стратегия.

Зона евро и европейская валютная интеграция под вопросом

Современный кризис породил непрекращающиеся сомнения относительно будущего европейской валютной интеграции и евро. В настоящее время евро служит только своего рода эквивалентом механизма регулирования валютного курса, не обладая при этом гибкостью, присущей обменному курсу и позволяющей девальвировать денежную единицу, когда экономика страны встречается со структурными проблемами. Девальвация такого типа, вытекающая из структурных различий между экономиками стран еврозоны, а не из колебаний валют, порожденных финансовой спекуляцией, на самом деле является реально необходимой, считает, например, французский экономист Ж. Сапир (2).

Многие западные экономисты связывают современные проблемы в Европе с недостаточно продуманными и последовательными действиями руководства ЕС и отдельных стран зоны евро.

Так, критическую позицию в отношении комплекса мер, которые применяет ЕС для спасения евро, занимает К. Рогофф (21). Этот комплекс мер, считает он, основывается на спорной смеси неясных финансовых ухищрений и туманных обещаний умеренного азиатского финансирования. Он находит несколько загадочной сегодняшнюю относительно высокую стоимость евро, который продается с 40%-ной надбавкой к доллару США, хотя инвесторы относятся с большим скептицизмом к государственному долгу Южной Европы.

По мнению К. Рогоффа, существует одна очень важная причина того, почему цене евро следует упасть, и шесть не сильно

убедительных причин того, почему ей следует оставаться стабильной или вырасти.

Цене евро следует упасть, поскольку в отсутствие четкого пути к более крепкому налогово-бюджетному и политическому союзу, который может идти только через изменение конституции, сегодняшняя остановка системы евро на полпути выглядит все менее обоснованной. Представляется очевидным, что ЕЦБ будет вынужден скупать гораздо большие количества бросовых (высокодоходных, но ненадежных) государственных облигаций зоны евро. Это может сработать в кратковременной перспективе, но если риски дефолта государственного долга материализуются (что вполне вероятно, как показывает совместное с К. Рейнхарт исследование), придется рекапитализировать, в свою очередь, и ЕЦБ. Так или иначе опасность глубокого финансового кризиса является высокой.

Сегодняшняя высокая стоимость евро или ее дальнейшее повышение поддерживаются рядом обстоятельств.

Во-первых, инвесторы рассчитывают, что при худшем варианте северные страны ЕС эффективно «вытолкнут» более слабые страны, создав зону суперевро. Хотя данный сценарий и обладает определенной долей вероятности, любой спад будет крайне болезненным: прежде чем восстановиться, стоимость евро сначала резко упадет.

Во-вторых, инвесторы помнят, что, хотя доллар находился в эпицентре финансовой паники 2008 г., ее последствия распространились настолько широко и, как ни парадоксально, стоимость доллара даже выросла. Вполне возможно, что масштабный кризис евро произведет эффект «снежного кома» в США и в других странах мира и американские банки станут его своеобразным трансмиссионным механизмом, так как многие из них по-прежнему довольно уязвимы по причине низкой капитализации и огромного портфеля ипотечных кредитов, намного превышающего их рыночную стоимость.

В-третьих, иностранные центральные банки и государственные инвестиционные фонды, возможно, будут стремиться по-прежнему покупать евро для ограждения себя от рисков экономики США и своей собственной экономики.

В-четвертых, инвесторы могут посчитать, что в конечном счете риски США так же велики, как и риски ЕС. Действительно, политическая система США, похоже, поставлена в тупик и не может предложить никакого плана стабилизации среднесрочного дефицита бюджета.

В-пятых, сегодняшняя стоимость евро не кажется такой уж необоснованной с точки зрения его покупательной способности. Обменный курс 1,4 долл. за 1 евро является выгодным для экспортёров Германии, где некоторые немецкие компании убедили рабочих согласиться с сокращением зарплат для преодоления финансового кризиса. Однако для южной периферии зоны евро такой курс недостаточно высок в условиях, когда зарплата неуклонно растет, а производительность остается прежней. Но из-за того, что стоимость евро должна обеспечить баланс между интересами севера и юга зоны евро, можно оценить установившийся курс как разумный.

Наконец, многие инвесторы просто верят в то, что новый план лидеров зоны евро может сработать, хотя последние десять провалились. Всеобъемлющая реформа евро наверняка поможет некоторым странам через некоторое время, но не скоро и не всем. При этом не стоит рассчитывать на стабильный курс евро к доллару (а тем более на усиление евро) в следующем году, заключает К. Рогофф.

С. Аллар, заместитель начальника отдела в Европейском департаменте МВФ, анализируя долговой кризис в Европе с позиции интеграционных процессов, утверждает, что отчасти он является следствием неполной экономической, финансовой и бюджетной интеграции (5).

Европейский валютный союз (ЕВС) был создан на основе предположения о том, что выгоды от общей валюты будут превосходить издержки, связанные с отказом от национальных валют. В Пакте о стабильности и росте¹ (ПСР) предусматривалось, что общеевропейские институты будут пристально следить за бюджетами стран и ежегодно проводить их оценку, а также что будет поддерживаться достаточно жесткая бюджетная дисциплина, чтобы оставалась возможность преодолевать шоки в конкретных странах (5, с. 52). Координация реформ национальных товарных рынков или рынков труда должна была выровнять экономические системы, так чтобы они похожим образом реагировали на общие шоки.

¹ Пакт стабильности и роста (Pacte de stabilité et de croissance), подписанный в Амстердаме в 1997 г., – соглашение между государствами Европейского союза, касающееся налоговой и бюджетной политики. Пакт предусматривает контроль над налоговой политикой и санкции (после нескольких предупреждений) к странам-нарушителям. Критерии, которые обязаны соблюдать члены Евросоюза, следующие: годовой дефицит бюджета не более 3% ВВП; национальный долг меньше 60% ВВП либо приближается к этой величине.

Однако при введении ЕВС южные страны зоны евро и Ирландия (обобщенно называемые периферийными странами) испытали весьма специфический шок, указывает С. Аллар: в этих странах наблюдалось резкое снижение стоимости заимствований после многих лет более высоких процентных ставок, чем в их северных партнерах. Это позволяло фирмам финансировать производительные инвестиции с меньшими затратами и расширять производство. Такое, несомненно, позитивное изменение одновременно способствовало широкому распространению представления о том, что высокий экономический рост будет постоянным. Домашние хозяйства полагали, что они могут позволить себе гораздо более высокий жизненный уровень. Следствием стали покупательский бум, в основном за счет кредита, и быстрый рост цен на недвижимость. В свою очередь правительства вместе с их кредиторами принимали как должное доходы, создаваемые резким увеличением темпов роста, и не сберегали средства, сэкономленные на обслуживании долга в результате падения процентных ставок.

Тем временем, поскольку общая валюта устранила трансграничные транзакционные издержки, финансовая интеграция в зоне евро расширилась – еще одна выгода от ЕВС (5, с. 53). Но финансовые ресурсы поступали в периферийные страны в основном в форме банковских кредитов, а потому финансирование внутренних кредитов все больше опиралось не на средства, привлеченные с помощью депозитов, а на средства, привлеченные с рынка финансирования. В противоположность этому потоки акционерного капитала (например, связанные с трансграничными слияниями и приобретениями фирм, при которых риски распределяются между инвесторами) были небольшими.

Национальные органы финансового надзора поддались тому же оптимистическому настрою и благодушно относились к растущим кредитным рискам. Как следствие, возник риск того, что средств правительства может оказаться недостаточно для поддержки банковского сектора в случае финансового кризиса. В отсутствие общеевропейского надзорного органа риски, связанные с растущей взаимосвязанностью национальных финансовых систем, были оставлены без внимания.

Легкодоступное финансирование в пределах зоны евро позволяло игнорировать усиление разрыва между странами в уровне конкурентоспособности. В то время как Германия и соседние страны зоны евро перестраивали свои производственные модели, включая в них предприятия Восточной Европы, чтобы противо-

стоять конкуренции со стороны низкозатратных промышленных гигантов из Азии, периферийные страны как будто не замечали растущих издержек, по мере того как перегрев экономики приводил к сильному повышению заработной платы.

До того как возникла зона евро, проблемы суверенного долга были в основном проблемами внешнего долга. Номинальную стоимость внутреннего долга обычно можно было поддерживать, хотя нередко за счет усиления инфляции. С созданием зоны евро этот механизм исчез, и внутренний и внешний долг государств-членов стал неразличимым. К тому же отныне не существовало центрального банка, который мог его устраниить с помощью инфляции.

Одновременно страны зоны евро сохраняли контроль над налогово-бюджетной политикой, и отсутствовало общее казначейство зоны евро, в том числе для поддержки операций ЕЦБ. Основатели зоны евро очень хорошо понимали необходимость поддерживать налогово-бюджетную дисциплину и рассчитывали на сочетание административных инструментов (ПСР) и рыночной дисциплины. Но оба механизма были ослаблены. План ПСР хорошо работал в благоприятные времена, но распался с наступлением глобального кризиса, заключает С. Аллар (5, с. 53).

Такую же точку зрения высказывают и другие зарубежные специалисты, в частности глава Банка Франции К. Нуайе, который указал, что кризис обнаружил важные недостатки, касающиеся соблюдения бюджетной дисциплины и управления экономикой в зоне евро (19). Очень трудно эффективно управлять единой валютой, подчеркивает он, при наличии множества национальных структурных и бюджетных политик.

Немаловажным, по мнению главы Банка Франции, является и тот факт, что большинство стран зоны евро вошли в кризис в состоянии, далеком от структурного и бюджетного равновесия, в результате чего они были поражены не только увеличением бюджетных расходов, но и – особенно – снижением бюджетных доходов. По данным МВФ, в группе развитых стран, включающей США и Великобританию, эти потери составляли около 2/3 общего бюджетного дефицита за период кризиса. В некоторых странах бюджетный дефицит возрос из-за увеличения объема государственных гарантий, предоставленных банковскому сектору (19).

Понимая, что валютный союз не будет работать без общей бюджетной дисциплины, основатели единой европейской валюты приняли ПСР, отмечает К. Нуайе, который содержал надежные принципы поддержания бюджетной стабильности в долгосрочном

аспекте. Однако реализация этих принципов была неудовлетворительной. Две главные ошибки заключались в следующем.

Во-первых, государства, в том числе Франция и Германия, не уважали превентивные рекомендации (дефицит бюджета всегда был близок к 3% ВВП, т.е. к максимально допустимому уровню в соответствии с Мaaстрихтским соглашением) и корректирующие меры (они никогда не принимали всерьез предусмотренные санкции).

В идеале соблюдение требования ПСР о том, что дефицит государственного бюджета не должен превышать 3% ВВП, означает поддержание строгой бюджетной дисциплины в зоне евро. Однако фактически пакт никогда и никем не воспринимался всерьез. На конец 2010 г. насчитывалось 97 случаев превышения бюджетного дефицита сверх 3% ВВП. При этом в 29 случаях это было результатом антикризисного регулирования, как это и предусматривалось пактом, а в остальных 68 случаях требования пакта нарушались, за что в отношении стран-нарушителей должны были вводиться санкции, которые, однако, ни разу не налагались (9).

Во-вторых, зона евро с самого начала не имела инструмента для поддержания конкурентоспособности. Идея была простой: при присоединении к валютной зоне, официальная цель которой состоит в удержании инфляции в пределах 2%, страна должна привести в соответствие с данной целью свои затраты на единицу выпуска продукции. Если страна не выполняет данное условие из года в год, то она теряет конкурентоспособность. Дело в том, что, выполнив требования, предъявляемые к претендентам на присоединение к валютному союзу, и вступив в этот союз, страна чувствует себя защищенной. Если появляются сомнения в отношении какой-либо страны, то реакция рынков бывает внезапной, сильной, обычно чрезмерной.

Какое будущее ждет Европу и зону евро? Ответу на этот вопрос посвящены книги двух известных французских экономистов Жака Сапира «Надо ли уходить от евро?» (24) и Мишеля Альетты «Еврозона: распад или федерация?» (4), опубликованные в 2011 г. Авторы обрисовывают два возможных способа оздоровить экономику и два пути выхода из кризиса, опасных и трудных, но возможных. Ж. Сапир, противник евро, ратует за радикальные меры, а М. Альетта – сторонник скорее восстановительной хирургии.

Ж. Сапир, руководитель исследований в одном из ведущих университетов Франции (*École des hautes études en sciences sociales, EHESS*), в недавнем прошлом игнорируемый крупными СМИ, в настоящее время стал одной из самых заметных фигур среди про-

тивников единой валюты. В своей книге «Надо ли выходить из зоны евро?» он объясняет, почему единая валюта не имеет будущего (24). По его мнению, то, что принято обозначать понятием «кризис евро», в действительности является результатом трех кризисов, переплетающихся между собой.

Первый – это кризис задолженности (государственной и частной), который душит некоторые европейские экономики. Евро выступает фактором увеличения долга, так как, во-первых, он заставляет государства привлекать для финансирования средства с финансовых рынков и, во-вторых, мешает исправить нарастающие различия в конкурентоспособности отдельных стран, не допуская девальвацию.

Второй – это структурный кризис, обусловленный завышенным курсом евро и его тормозящим влиянием на экономический рост. Этот кризис порождает нищету и безработицу (особенно среди молодежи) в южных странах Европы. В обстановке кризиса такая относительно завышенная оценка оказывает влияние на экономику стран зоны евро, которое опять-таки неравномерно распределяется по странам. Под жестким давлением «оштейни» единой валюты некоторые государства – члены зоны евро не видят иного выхода, кроме всевозрастающего роста (бюджетного) дефицита.

Третий – это кризис институтов, которые обеспечивают функционирование общей валюты, а именно федеративного государства и финансовых трансфертов между государствами – членами зоны. Сегодня всего этого не существует, как и условий для создания таких институтов.

Современный кризис имеет двойное измерение, указывает Ж. Сапир. В своем конъюнктурном измерении он порожден расхождениями политики отдельных стран в ответ на проявления международного финансового кризиса. Эти расхождения отражают в свою очередь структурные диспропорции: евро не привел к гармонизации структур. Ж. Сапир делает вывод: отсутствие механизма управления межстрановыми структурными различиями (что возможно, например, в стране, основанной на принципе федерализма) является, без сомнения, слабостью зоны евро (2, с. 7–8).

История оценит ответственность европейских правительств, которые (по идеологическим соображениям, в силу конформизма, а иногда из-за малодушия) пустили ситуацию на самотек, так что теперь ее уже не исправить. История также покажет огромную вину тех людей в европейских столицах, которые пытались через еди-

ную валюту навязать федеративное государство народам, не желающим такой валюты, указывает Ж. Сапир.

Для значительной части европейских политиков евро является тотемом, который надо защищать любой ценой, чтобы избежать огласки того факта, что политический проект Соединенных штатов Европы – это утопия, и его провал уже стал очевидным. Единая валюта утратила свое предназначение и превратилась в фетиш в религиозном смысле этого слова.

Как считает Ж. Сапир, выбор в пользу той модели единой валюты, которая сейчас существует, был не единственным возможным решением. Более приемлемым, по его мнению, было создание общей валюты, которая обращается одновременно с национальными и дополняет их в международных сделках. Преимущества были бы теми же (стабильность, снижение издержек коммерческих операций), но одновременно появилась бы возможность периодически корректировать валютные курсы в случае необходимости. И такое решение потребовало бы строгого контроля над движением капитала – того, что приверженцы либерализма всегда отрицают.

Единая валюта была представлена ее создателями как решение, позволяющее преодолеть кризисы ЕВС, хотя в действительности кризисы связаны с отсутствием контроля. Концепция евро с самого начала была несовершенна. В частности, она предполагала жесткость и невозможность корректировать отклонения в конкурентоспособности, которые должны были компенсироваться трансфертами между «регионами» (как это происходит в рамках национальных государств). Ничего такого до сих пор нет главным образом потому, что Германия этого не хочет, а также потому что народы, по-видимому, никогда не согласятся на такой «федеративный скачок» (8).

Цель единой валюты заключалась не в том, чтобы повысить экономическую эффективность, а в том, чтобы создать Соединенные штаты Европы. Однако бессмысленно мечтать о федеративной Европе, когда народы не разделяют эту мечту.

Сторонники плана федеративной Европы считают его панaceaей от экономических проблем, но наталкиваются на реальность: не существует единого сообщества граждан, объединенных общими интересами, нет ни европейской нации, ни европейского народа, ни общего проекта. Технократический и вынужденный федерализм не может быть единственной перспективой для разнородной группы наций, имеющих многовековую историю. В этих условиях

неудивительно, что 75% немцев и 68% французов против новой помощи Греции.

Гипотеза федерализма уже была отклонена народами (в частности, на референдуме во Франции и Нидерландах в 2005 г.), но кризис вновь поднял эту тему: высокомерность и непрекращающиеся требования А. Меркель рассматриваются греками как диктат империалистов, в то время как немецкие, австрийские и нидерландские СМИ посмеиваются над медлительностью и враньем стран «средиземноморского клуба». Трудно понять, как в таких условиях может возникнуть гипотетический «общий европейский интерес».

В противоположность тому, что говорят сторонники евро, единая валюта не сблизила страны, а, наоборот, усилила различия между ними: сильные стали сильнее, а слабые – слабее. Кроме того, единая валюта вовсе не стала защитой от спекуляций: просто изменился их характер (с игры на обменных курсах они переместились на операции с процентными ставками).

Такие известные европейские политики, как Р. Проди и Ж. Делор, предполагали, что евро будет способствовать росту европейской экономики. Но все было как раз наоборот: рост в зоне евро стал отставать от роста в других развитых странах. Среднегодовой прирост ВВП в зоне евро в 2001–2011 гг. равнялся 1,1% против 1,1 в США, 1,6 – в Великобритании, 3,1 – в Австралии, 2,1% – в Канаде и т.д. (8).

По мнению Ж. Сапира, евро стал дополнительным грузом для экономики зоны евро, различия в конкурентоспособности усилились: если взять за точку отсчета конкурентоспособность Германии, то по отношению к ней некоторые страны (Испания, Италия и Греция) утратили с момента перехода на евро примерно 25% своей конкурентоспособности.

Это объясняется политикой «танца одного танцора», которую проводит Германия, начавшая с 2002 г. осуществлять меры жесткой экономии в ущерб интересам большинства своего населения. Значительный актив торгового баланса Германии в торговле со странами зоны евро позволил ей компенсировать сокращение этого показателя в торговле со странами за пределами ЕС (такими как Китай и Индия). Данная стратегия, не направленная на сотрудничество, вывела из равновесия остальные страны зоны евро.

Так называемая «немецкая модель» стала возможной по той причине, что политику жесткой экономии проводила только одна Германия. Если данная политика получит широкое распространение, то Германия потеряет свои экспортные рынки (8).

Сторонники единой валюты предсказывают апокалипсис в случае раз渲ла зоны евро. Однако в этой связи встает вопрос: а во что обойдется сохранение столь плохо продуманной и разбалансированной зоны?

Издержки спасения Греции и других стран, оказавшихся в трудном положении (Португалии, Ирландии, Италии, Испании), Э. Сапир оценивает для всей зоны евро в несколько сотен миллиардов в год в течение восьми лет. Еще хуже то, что предполагается осуществлять эту защиту неприкосновенности единой валюты путем всеобщего использования политики жесткой экономии. Ее последствия неизбежно ощутят все народы. «Защита евро любой ценой с помощью радикальных мер по стабилизации отношения “долг/ВВП” трансформирует Европу в зону социального регресса и всеобщей экономической рецессии» (8).

По мнению Ж. Сапира, *единственным ответом предстоящему кризису будет отказ от евро* (25). Вполне допустимо, что со временем такие страны, как Греция, выйдут из зоны евро. Это не будет концом света: многие страны (Россия в 1998 г. и Аргентина в 2002 г.) смогли восстановить экономику после кризиса. Распад зоны евро – это возможность, которую следует рассматривать.

В условиях кризиса такое решение, как «монетизация» долга (прямая покупка суверенных долгов ЕЦБ), полагает Ж. Сапир, может остановить спекуляции и дать передышку зоне евро на несколько лет. Проблема заключается в том, как к этому отнесется Германия, которая не хочет принимать такое решение. Будучи времененным, это решение не ослабит структурных проблем, зато может дать европейским руководителям возможность спланировать «в верхах» выход из кризиса, подготовив, например, переход к «общей валюте».

Сегодня не только евро – эта непрочная и несовершенная конструкция – агонизирует, но и определенная концепция единой Европы. Сегодня странам приходится дорого расплачиваться за временную победу восторженных поклонников единой Европы. Нынешний кризис, по словам Ж. Сапира, это расплата одновременно за ошибки чрезмерной задолженности и за политическую ошибку, которой стало Лиссабонское соглашение, и за пренебрежение демократией, последовавшее за референдумом по конституционному соглашению в 2005 г.

Самые убежденные скептики должны признать: помимо кризиса в отдельных странах, который в каждом случае имеет специфические причины, помимо кризиса в системе управления зоной

евро, предсказуемого, но обостряющегося из-за противостояния между Германией и Францией, есть кризис единой валюты. Диспропорции, вызванные единой валютой, постепенно пробивали бреши в экономике зоны евро. Хотя кризис 2008 г. дал решительный толчок кризису евро, этот кризис просто дождался сбоя в мировой экономике, чтобы стать явным.

Нынешний кризис связывается с опасениями в отношении ситуации в США, которая остается неустойчивой и опасной с плохими прогнозами в отношении роста. Совпадение кризисов заставляет забыть, что у кризиса зоны евро есть своя специфика, и последствия введения единой валюты усугубляют кризис. В то же время это совпадение напоминает, что в глобализированном мире разные проблемы тесно взаимосвязаны. Существование политически слабого евро, на многие годы привлекшего к себе внимание международных спекулянтов и сдерживающего развитие европейских экономик, гораздо выгоднее руководителям в Вашингтоне. Если евро исчезнет, то на переднем плане окажется доллар, которому придется противостоять расширившимся из-за краха единой валюты спекуляциям.

Какие бы аргументы ни выдвигали сторонники евро, очевидно, что единая европейская валюта, с появлением которой связывали столько надежд, не оправдала ни одной из них. Самое страшное – что вместе с евро может умереть принцип монетарной координации, и вопрос сегодня состоит в том, можно ли спасти этот принцип координации в свете краха, ожидающего евро, резюмирует Ж. Сапир (25).

Главный урок, с точки зрения Ж. Сапира, состоит в «провале сотрудничества на европейском уровне». По этой позиции к нему присоединяется профессор экономики Университета Нантерра М. Альетта, но главной проблемой М. Альетта считает «поляризацию» между странами, составляющими промышленный конкурентоспособный центр, и странами периферии, которые получают «кредитный допинг» (4).

Корни европейского кризиса, который принял катастрофические размеры в 2011 г., по мнению М. Альетты, лежат в генетических пороках евро, который так и не стал полноценной валютой из-за крупного конструктивного дефекта, заложенного в его основании, а также из-за различий в конкурентоспособности между Германией, с одной стороны, которая обеспокоена увеличением актива внешней торговли, и остальными странами зоны евро, в которых растет внешнеторговый дефицит (4). Проблемы обостря-

ются из-за отклонений от нормы в развитии частных финансов, которые оставлены вне всякого контроля. Все это используется в качестве аргументов в защиту мнения, что «федеративный союз европейских государств стал необходимым». Этот федерализм, разъясняет М. Альетта, имеет три неразделимых столпа: сделать евро полноценной валютой, изменив мандат ЕЦБ и возложив на него функцию кредитора в последней инстанции; создать систему экономического управления, при которой разработка бюджетов происходит в процессе диалога между Европарламентом и национальными парламентами; обеспечить распределение государственных долгов по объединенному финансовому рынку общих облигаций (евробондов). Европа, таким образом, должна способствовать установлению «обновленного валютного порядка» и укреплять свое экономическое управление, заключает М. Альетта (4, с. 172).

Перспективы развития ЕС на ближайшие годы не внушают оптимизма. Как считают многие эксперты, выход из кризиса будет длительным и тяжелым. Устойчивость долговой ситуации продолжает оставаться серьезной проблемой, которую пока не удалось решить. Экономический рост – важнейшее условие устойчивости бюджета – оказался более труднодостижимым, чем ожидалось. Проводя политику жесткой бюджетной экономии для снижения долгового бремени, правительства стран ЕС отодвигают на все более отдаленные сроки выход из рецессии, а следовательно, увеличение государственных доходов от налогообложения и стабилизацию государственных финансов.

Сторонники единой валюты обычно подчеркивают защитную роль евро во время кризиса, в частности, указывая, и совершенно справедливо, на то, что евро помог государствам – членам этой зоны избежать последствий резких колебаний их валют по отношению друг к другу. Но такие колебания – о чем защитники постарались умолчать – могли иметь место лишь при условии введения принципа полной конвертируемости. Контроль над капиталом, который в настоящее время рекомендован МВФ, также мог бы помочь избежать резких колебаний валют.

Хотя в прошлом валютная интеграция принесла зоне евро определенные выгоды, во время кризиса институты, составляющие основу общей валюты, оказались явно неадекватными. В итоге издержки валютной интеграции стали чрезмерно высокими, что сделало очевидным необходимость передачи центру больших суверенных полномочий в бюджетной и валютной сферах при ограничении соответствующих функций национальных органов власти.

Литература

1. Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. На этот раз все будет иначе: Восемь столетий финансового безрассудства / Пер. с англ.; Предисл. Хазина М. – М.: Карьера Пресс, 2011. – LVI, 470 с. – Библиог.: С. 457–470.
2. Сапир Ж. Кризис еврозоны и перспективы евро // Проблемы прогнозирования. – М., 2011. – № 3. – С. 3–18.
3. Чувахина Л.Г. Вторая волна кризиса: Миф или реальность? // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. – М., 2011. – № 4. – С. 19–28. – Режим доступа: http://www.nifi-abik.ru/nifi/info/vtoraya_volna.pdf
4. Aglietta M. Zone euro: Eclatement ou federation. – P.: Michalon, 2011. – 188 p.
5. Allard C. More Europe, not less // Finance a. development. – Wash., 2011. – Sept. – P. 52–54.
6. Arnaud Ph. Quel avenir pour la zone euro? // Le Monde. – P., 2011. – 16 janv. – Mode of access: http://www.lemonde.fr/idees/article/2012/01/16/quel-avenir-pour-la-zone-euro_1630129_3232.html
7. As downside risks rise, fiscal policy has to walk a narrow path // IMF Fiscal affairs department Fiscal monitor. – Wash., 2012. – Jan. 24. – P. 1–7. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/update/01/pdf/0112.pdf>
8. Duval Y. Pour Jacques Sapir, la sortie de l'euro est inévitable // Les échos. – P., 2012. – 30 janv. – Mode of access: <http://lecercle.lesechos.fr/economie-societe/international/europe/221142787/jacques-sapir-sortie-leuro-est-inevitable>
9. EEAG Report on the European economy 2011 // IFO-Schnelldienst. – München, 2011. – Jg. 64, N 6. – S. 29–35.
10. Eurostat: Dette publique de la zone euro en baisse à 87,4% du PIB // Communiqué de presse. – Bruxelles, 2012. – N 20, 6 févr. – 5 p. – Mode of access: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-06022012-AP/FR/2-06022012-AP-FR.PDF
11. Eurostat: Euro area unemployment rate at 10,4% // Newsrelease: Euroindicators. – Brussels, 2012. – N 16, 31 Jan. – 4 p. – Mode of access: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-31012012-AP/EN/3-31012012-AP-EN.PDF
12. Eurostat: Taux de croissance du PIB réel. – Bruxelles, 2012. – 13 févr. – Mode of access: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1>
13. Eurostat: EU27 current account deficit 21,4 bn euro // Newsrelease: Euroindicators. – Brussels, 2012. – N 11, 19 Jan. – 6 p. – Mode of access: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-19012012-AP/EN/2-19012012-AP-EN.PDF
14. Financial services: Additional legislative proposal to complete the framework for financial supervision in Europe. – Mode of access: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/49&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
15. Grèce: le plan de sauvetage «ferme la porte au défaut de paiement» // Monde. – P., 2012. – 21 févr. – Mode of access: <http://www.lemonde.fr/crise-financiere/article/>

- 2012/02/21/accord-de-la-zone-euro-sur-un-plan-de-sauvetage-de-la-grece_1646092_1581613.html
16. Gresillon G. Stiglitz exhorte les Européens à repenser leur gestion de la crise // Les Echos. – P., 2012. – 17 janv. – Mode of access: <http://www.lesechos.fr/economie-politique/monde/actu/0201846370526-stiglitz-exhorte-les-europeens-a-repenser-leur-gestion-de-la-crise-276137.php>
 17. Noyer Ch. Discours au Symposium international «After the global crisis, which models of growth?» Tokyo, 3 octobre 2011. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2011/apres-la-crise-globale-quels-modeles-de-croissance-tokyo-3-10-2011.pdf>
 18. Noyer Ch. Enjeux et perspectives de l'économie mondiale: Discours. – 14 nov. 2011. – Mode of access: http://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/enjeux-et-perspectives-de-l-economie-mondiale-la-reunion-14-11-2011_01.pdf
 19. Noyer Ch. La zone euro: défis et réponses. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2011/18042011.pdf>
 20. Noyer Ch. Voeux du gouverneur de la banque de France et président de l'autorité de contrôle prudentiel: Discours: – 16 janv. 2012. – Mode of access: http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/La_Banque_de_France/voeux-Christian-Noyer-16-01-2012-2.pdf
 21. Rogoff K. A Gravity test for the euro. – Mode of access: <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff86/English>
 22. Roubini N. Down with the Eurozone. – Mode of access: <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini44/English>
 23. Roubini N. How to prevent a depression. – Mode of access: <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini42/English>
 24. Sapir J. Faut-il sortir de l'Europe. – P.: Le Seuil, 2011. – 192 p.
 25. Sapir J. Pour Sapir, nous sommes près de la fin de l'Euro // Tribune. – P., 2011. – 19 sept. – Mode of access: http://www.marianne2.fr/Pour-Sapir-nous-sommes-pres-de-la-fin-de-l-Euro-1_a210557.html
 26. Traité instituant le Mécanisme européen de stabilité (MES). – Bruxelles, 2012. – 1 févr. – Mode of access: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=DOC/12/3&format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=en>
 27. Stiglitz J. 2012, année de tous les périls? – Mode of access: <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz147/English>
 28. Stiglitz J. What can save the euro? – Mode of access: <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz146/English>
 29. The European stability mechanism // Month. bull. of ECB. – Frankfurt a. Main, 2011. – N 7. – P. 71–84. – Mode of access: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201107en.pdf>

Е.Е. Луцкая

**ФОРМИРОВАНИЕ НОВОЙ МЕЖДУНАРОДНОЙ
СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ**

*Памяти Лилии Александровны Зубченко,
кандидата экономических наук, ведущего научного
сотрудника отдела экономики ИНИОН РАН
посвящается. В обзоре использованы подготовленные
Л.А. Зубченко материалы.*

Финансово-экономический кризис, начавшийся в 2008 г. на рынке субстандартной ипотеки в США и быстро принявший глобальные масштабы, обнажил серьезные изъяны международной системы финансового регулирования и надзора и поставил на повестку дня необходимость ее реформирования. В истекшее десятилетие в США и ЕС в государственной политике преобладал курс на дерегулирование финансовой системы, однако с начала финансового кризиса эти регионы вступили в эру «ре-регулирования». Одновременно в стратегии регулирования произошли существенные изменения в расстановке акцентов.

Процесс регулирования становится все более политизированным. Политики пытаются продемонстрировать избирателю свое стремление «прижать банковскую отрасль и сверхмощные рынки». При этом выработка законов и правовых норм подразумевает широкое взаимодействие национальных правительств, национальных регулирующих органов и международных организаций.

Основные положения по реформированию международной системы финансового регулирования поступают (и в настоящее время реализуются) от МВФ, «группы 20» (G-20), Совета по финансовой стабильности (Financial stability board) и Базельского комитета по банковскому надзору (Basel committee on bank supervi-

sion). Роль Совета по финансовой стабильности в этом процессе вытекает из его исключительной способности служить форумом для дискуссий, в которых участвуют международные организации, представители центральных банков, министерств финансов и других регулирующих ведомств стран – членов этой организации. Роль МВФ также уникальна, учитывая численность его участников, функции и опыт в области макрофинансового регулирования и многостороннего надзора.

За годы, прошедшие после начала кризиса, уже сделано многое, но еще больше предстоит сделать для предотвращения ошибок и ликвидации деформаций в системе регулирования.

В настоящее время считается общепризнанным, что кризис был обусловлен недооценкой системного риска. Действительно, низкие процентные ставки, избыточная ликвидность и повышательный макроэкономический тренд подталкивали частный сектор к принятию на себя чрезмерных рисков. Кредитные институты предоставляли займы, не проводя необходимой оценки платежеспособности заемщика, и создавали новые, все более сложные финансовые инструменты, стремясь получить высокие доходы. Регуляторы и надзорные ведомства пребывали в состоянии самоуспокоенности и не реагировали на появление уязвимых мест.

В результате национальные финансовые системы претерпели деформации, которые выразились в следующем:

- усилении сложности и непрозрачности финансовых систем;
- чрезмерном уровне левериджа финансовых учреждений и их высокой взаимозависимости;
- повышении риска ликвидности;
- практике крупных финансовых институтов, нацеленных на извлечение выгод из сложившегося стереотипа «слишком большой, чтобы обанкротиться» (too big to fail), заеме средств под льготные проценты, высоком леверидже и высоком уровне риска операций;
- перемещении финансового посредничества в теневой сектор – к небанковским финансовым учреждениям; деятельность этих учреждений, не подпадавшая под нормы регулирования банков, стала высокоприбыльной и получила широкий размах (8, с. 7).

До сих пор многие структурные характеристики, которые способствовали возникновению системных рисков, все еще сохраняются. Одна из них – это широкомасштабная государственная поддержка крупных финансовых игроков и рынков (размеры финансовых рынков в развитых странах составляют до $\frac{1}{4}$ ВВП). Такая поддержка обусловливает недостаточное внимание финансовых

институтов к оценке возможных рисков и питает уверенность как самих институтов, так и государства в том, что большие размеры и экономическая мощь служат гарантией от банкротства. Остается актуальной также задача создания такой системы госрегулирования, которая одновременно способствовала бы экономическому росту и снижению амплитуды циклических колебаний в экономике. Как отмечает Д. Дойл, советник по регулированию финансовых услуг в ЕС, новый подход к системе регулирования и надзора заключается в том, что «данная система должна быть существенно расширена благодаря охвату большего числа как финансовых инструментов, так и игроков рынка. Все, что заключает в себе риск, должно быть регулируемо» (2, с. 137).

Макропруденциальный подход – новый акцент в системе регулирования

Как показывает опыт промышленно развитых стран и глобальной экономики в целом, макроэкономическая стабильность – недостаточное условие для финансовой стабильности. Более того, пруденциальное регулирование и надзор, которые фокусируют внимание на отдельных финансовых институтах, стали неадекватными для купирования системных рисков. Возникла необходимость в мерах макропруденциальной политики – именно на них и сделан акцент в новых реформах глобальной финансовой системы. Среди разработчиков реформ сложился консенсус, что микро- и макропруденциальные подходы взаимодополняют друг друга и не могут применяться раздельно.

Макропруденциальная политика, по определению Банка международных расчетов (BIS), – это меры, нацеленные на снижение внешних и внутренних системных рисков и усиление стабильности финансовой системы в целом. Макропруденциальные меры способствуют также снижению процикличности финансовых рынков, суть которой состоит в том, что в период подъема банки берут на себя чрезмерно высокие риски и тем самым увеличивают свои балансы, а во время спада значительно снижают объем кредитования. Макропруденциальный подход и создание противоциклического механизма направлены на то, чтобы переломить эту тенденцию путем ужесточения требований к накоплению резервов и увеличению капитала в верхней точке цикла. Тем самым сокращается амплитуда циклических колебаний. В целом данный вид регули-

рования позволяет улучшить макрофинансовую среду для деятельности финансовых институтов.

Взаимодополняемость и взаимодействие микро- и макропруденциального подходов наилучшим образом достигаются тогда, когда организация регулирования осуществляется «под крышей» центрального банка, который обладает информацией о состоянии финансового сектора и о взаимодействии между сферой финансов и реальной экономикой (4).

Реформы регулирования мировых финансов развиваются по нескольким основным направлениям, каждое из которых предполагает реализацию комплекса мер.

Микропруденциальное регулирование банковского капитала и ликвидности

Банки вступили в кризис без достаточного запаса капитала и понесли серьезные потери. Центральное место в программе реформ, предложенной Базельским комитетом по банковскому надзору (далее – Базельский комитет) и G-20, занимают меры, направленные на снижение вероятности банкротств банков за счет уменьшения левериджа, ужесточения требований к капиталу банков и формирования более надежных резервов капитала и ликвидности. Конкретные меры включают в себя:

- повышение качества и количества собственного капитала и создание его запаса на случай будущих кризисов;
- установление более тесной взаимосвязи между нормативными требованиями в отношении капитала и рисками, в том числе рыночным и кредитным рисками (улучшение покрытия рисков);
- введение коэффициента левериджа в качестве дополнительной меры к требованиям, учитывающим риск;
- введение мер защиты против нехватки ликвидности, в частности увеличение размера активов, которые могут быть быстро превращены в наличность, и снижение рисков рефинансирования (продления кредитов) путем сбалансирования требований и обязательств по срокам (8, с. 11–12).

Новые требования к собственному капиталу разрабатываются МВФ и Базельским комитетом с учетом большей прозрачности, более высокого качества и количества собственного капитала, большего покрытия рисков. Конкретные предложения Базельского комитета нацелены на повышение обеспечения банков капиталом по сравнению с докризисным периодом. Предусмотрено постепен-

ное введение новых показателей с 1 января 2013 г. по 1 января 2019 г. К январю 2015 г. требования по основным показателям достаточности капитала возрастут до следующих величин: отношение собственных средств к активам, взвешенным с учетом риска, – 4,5% (против 3,5% в 2013 г.); отношение капитала первого порядка к активам, взвешенным с учетом риска, – 6 (против 4,5); отношение совокупного капитала к активам, взвешенным с учетом риска, – 8% (как и в 2013 г.). В 2019 г. эти три показателя останутся на уровне 2015 г. (8, с. 13).

Повышение требований к капиталу подкрепляется созданием буферного капитала, который составит в 2019 г. 2,5% от величины активов, взвешенных с учетом риска. К этой дате показатель собственных средств с учетом буферного капитала должен повыситься до уровня не менее 7% от активов банка, взвешенных с учетом риска. Банки, коэффициенты капитала которых попадают в буферную зону, будут сталкиваться с ограничениями в распределении капитала (дивиденды, выкуп акций, бонусные платежи высшему персоналу). Буферный капитал, таким образом, будет служить механизмом, который стабилизирует ресурсы банка и видоизменяет стимулы его деятельности в зависимости от фазы цикла.

Поскольку в последние годы, и особенно в период кризиса, риски финансовых институтов существенно возросли, причем как операционные и кредитные, так и риски трансграничных сделок, требования соглашения Базель-3, касающиеся повышения достаточности капитала банков, распространяются также и на общую сумму активов, взвешенных с учетом риска (1, с. 4).

Новые требования к ликвидности. Кризис показал, что механизм платежеспособности должен быть дополнен механизмом ликвидности как на уровне каждого учреждения, так и на уровне финансовой системы в целом. Банковские риски зависят от используемой банком бизнес-модели, нарушения равновесия между активами и пассивами, природы источников финансирования – финансовый рынок или банковские вклады.

Базельский комитет разработал новый стандарт ликвидности (liquidity coverage ratio, LCR), использование которого дает возможность противостоять усилению напряженности на финансовых рынках (4). С 1 января 2015 г. вводится показатель ликвидности, отражающий объем не обремененных высоколиквидных активов, имеющихся в распоряжении банка. За счет этих активов банк может обеспечить чистый отток денежных средств исходя из условий сценария, определенного надзорными органами на краткосрочный

период. Согласно требованию регулятора, крупные глобальные банки должны иметь на балансе краткосрочные ликвидные активы, достаточные для того, чтобы финансировать свои операции в течение по меньшей мере 30 дней без обращения в центральный банк за кредитами. Создание пула ликвидных активов (буфера ликвидности) позволяет банку выиграть время, необходимое для того, чтобы с помощью ряда шагов восстановить доверие рынка в условиях стресса. Такими шагами могут быть: продажа активов или их реструктуризация, мобилизация дополнительного капитала, перестановки в высшем руководстве и др. (1, с. 4).

Итак, реформы, направленные на повышение количества и качества банковского капитала и создание буфера ликвидности, должны сделать отдельные институты и банковскую систему в целом более устойчивыми по отношению к различным шокам. Цель этих реформ – создать условия, при которых банки сохраняют доступ к рынкам капитала даже в периоды крупных потерь.

Укрепление системы надзора

Принятие регулирующих норм и правил – это лишь одна часть решения проблем, поскольку для обеспечения их соблюдения необходима система надзора. Данная система должна иметь предупреждающий характер, т.е. она должна быть адаптивной к меняющимся условиям и отслеживать процессы, которые находятся на грани регулирующих нормативов. При этом контроль и надзор должны распространяться на все финансовые институты, а не только на банки. Надзорные органы должны получить мандат на вмешательство не только в случае, когда отдельное финансовое учреждение уже оказалось в бедственном положении, но и тогда, когда существует угроза системной стабильности финансовой сферы. Большое значение приобретает также трансграничная координация национальных систем надзора. Последние зачастую действуют неэффективно. В частности, это касается контроля ключевых рисков, своевременного принятия корректирующих мер, принуждения к соблюдению регулирующих норм и применения санкций против их нарушителей.

В США в рамках реформирования надзорной системы реализуется ряд нововведений, к числу которых, в частности, относится распространение надзора на процесс *оценки и планирования банковскими холдингами их потребностей в капитале*. В 2011 г. ФРС приняла программу Всеобъемлющего анализа и проверки капитала

(Comprehensive capital analysis and review, CCAR) 19 наиболее крупных банковских холдинговых компаний. Цель данной программы – оценить планируемое размещение (распределение) капитала относительно сопряженного с ним риска, а также воздействие этого размещения на экономическую и финансовую среду. Понятие «распределение» включает в себя также планируемые банковским холдингом выплаты дивидендов, обратный выкуп акций и т.п. Программа разработана с учетом уроков последнего кризиса, а именно важности предвидения и оценки достаточности капитала в стрессовых экономических и финансовых условиях (1, с. 6).

Еще одно направление реформы надзорной системы США – это контроль за так называемой теневой банковской системой. Работа регулирующих актов в этой области находится на начальной стадии. Так, в США Совет по финансовой стабильности начал работу по идентификации потенциальных источников уязвимости, связанных с деятельностью теневых институтов, а Наблюдательный совет по финансовой стабильности (Financial stability oversight council, FSOC) пытается выявить системные риски и разработать меры борьбы с ними путем мониторинга и оценки деятельности системно значимых небанковских финансовых посредников.

Регулирование системообразующих финансовых учреждений

МВФ, Банк международных расчетов и Совет по финансовой стабильности совместно разработали определение системного риска и проект регулирования системно значимых институтов. Системный риск – это риск нарушения нормального хода предоставления финансовых услуг, который вызван повреждением всех или отдельных частей финансовой системы и который содержит потенциальную угрозу серьезных негативных последствий для реальной экономики. Из данного определения вытекают три критерия, касающиеся системной значимости финансового учреждения: размер (объем финансовых услуг отдельного учреждения); уровень заменяемости (степень, в которой другие финансовые учреждения могут заменить услуги данного учреждения в случае его банкротства); уровень взаимосвязи с другими учреждениями финансовой системы (8, с. 19).

Рассматриваются следующие меры по регулированию системно значимых учреждений:

– установление норм капитала и ликвидности в зависимости от системной значимости учреждения;

- создание системы страхования, чтобы гарантировать системно значимым институтам доступ к ликвидности и (или) к источникам дополнительного капитала;
- введение дифференцированного надзора;
- разделение между розничной и инвестиционной деятельностью банков (4).

Важным направлением регулирования системно значимых институтов является *разрешение кризисных ситуаций*, т.е. разработка методов, позволяющих повысить их сопротивляемость финансовым потрясениям и тем самым обеспечить устойчивость финансовой системы в целом. В этой области Совет по финансовой стабильности предпринял ряд инициатив. Так, разрабатывается режим регулирования системно значимых финансовых институтов, находящихся на грани банкротства. Этот режим позволяет регуляторам действовать в двух направлениях, в зависимости от особенностей каждого института: а) сделать процесс банкротства более плавным и мягким и таким образом минимизировать степень «заражения» других частей финансовой системы или б) предотвратить банкротство прежде всего путем налаживания эффективного управления процессом выхода из кризиса совместно с руководством учреждения. Последний метод предполагает наличие у руководства учреждения планов санации (так называемых «прижизненных завещаний» – «living wills»). Механизм санации должен быть ориентирован на достижение следующих целей: 1) поддержание непрерывности функционирования платежных и расчетных систем; 2) минимизацию угроз и (или) остроты разрушений до начала процедуры санации; 3) минимизацию угроз налогоплательщикам; 4) недопущение опустошения всех пассивов. Однако, отмечают эксперты, при выработке конкретных подходов следует учитывать, что оптимальное соотношение целей практически недостижимо в силу их противоречивости.

В целях сокращения вероятности разрушительных и дорогостоящих банкротств крупных финансовых структур проводится оценка различных форм государственной помощи по двум основным критериям – стабильность всей финансовой системы и наименьший ущерб для отдельных фирм. Регуляторы могут санкционировать вливание капитала в ту или иную фирму с целью ее рекапитализации или, как альтернативный вариант, оказать ей помощь, облегчающую безболезненное свертывание деятельности (wind-down) и уход с рынка. Вливание капитала может осуществляться в форме займа, который (при обстоятельствах, определяе-

мых регулятором) будет конвертирован в акции. Существенной проблемой для регуляторов является обеспечение прозрачности и объективности процесса государственной помощи, с тем чтобы рекапитализация конкретной фирмы не послужила катализатором такой же помощи другим фирмам со схожими характеристиками. В любом случае вливание капитала способно предотвратить необходимость насилиственной и быстрой ликвидации активов и таким образом смягчить финансовые шоки, связанные с банкротством крупных фирм (1, с. 7).

Международные организации разрабатывают также *трансграничные механизмы санации и методы разделения финансового бремени*. В их числе выработка странами-реципиентами мер, направленных на то, чтобы заставить иностранный банк (при отсутствии эффективных трансграничных механизмов санации) работать под их юрисдикцией, т.е. автономно, в режиме дочерней компании. Кроме того, предпринимаются шаги в направлении усиления финансовой рыночной инфраструктуры, при этом акцент делается на разработку минимальных бизнес-стандартов на глобальном уровне. Речь идет о стандартах управления, доступа на рынки, практики риск-менеджмента, а также о стандартах капитала и ликвидности.

Финансовое регулирование в США и ЕС: сближение правил и различия

К настоящему времени достигнут существенный прогресс в разработке общих правил регулирования. Однако поскольку меры регулирования в этих двух регионах во многом эволюционируют по-разному, существует проблема их координации и согласования, чтобы избежать неравенства в подходах, снижающего эффективность глобальных финансовых рынков. Три главных направления реформирования заслуживают особого внимания.

1. *Работа Базельского комитета по банковскому надзору*. Новые требования соглашения Базель-3 ужесточают пруденциальное регулирование банков. Список рисков, учитываемых в новых требованиях, значительно расширен. Если учесть требования о повышении качества собственного капитала банков, то способность последних поглощать потери увеличена втрое. Стремление банков брать на себя чрезмерные риски ограничивается и корректируется с помощью требования об увеличении собственных капиталов, а также новых правил о выплате бонусов топ-менеджерам.

При этом в США требования Базеля-3 в отношении банков должны вводиться одновременно с их введением в европейских странах. Неспособность реализовать реформу на мировом уровне может посеять семена нового кризиса.

2. Реформа неофициального (внебиржевого) рынка деривативов. Как в США, так и в ЕС принятые новые законы и правовые нормы, нацеленные на контроль и надзор за данным рынком, который до кризиса 2008–2010 гг. не был объектом регулирования. США, где принят закон Додда–Фрэнка (Dodd–Frank Wall street reform and consumer protection act), в большей степени, чем ЕС, продвинулись в проведении реформы. В ЕС нормы, регулирующие рынок деривативов, разрабатываются в рамках законодательства о регулировании инфраструктуры европейского рынка (European market infrastructure regulation). Наиболее важными аспектами регулирования рынков деривативов являются повышение их прозрачности, предупреждение системных рисков и обеспечение финансовой стабильности. Для достижения этих целей предлагается стандартизировать внебиржевую торговлю производными финансовыми инструментами и организовать централизованный клиринг сделок через расчетно-клиринговые палаты, называемые «центральными контрагентами» (central counterparties, CCPs). При участии CCPs информация о потенциальных рыночных рисках агрегируется и может быть подвергнута тщательному мониторингу со стороны либо самой палаты, либо органов регулирования. Однако предлагаемые в США и ЕС меры в области регулирования рынка деривативов при всей их значимости являются лишь первым этапом и должны быть дополнены согласованными мерами в области взаимного сотрудничества и обмена информацией между европейскими и американскими регуляторами. В частности, нужно достичь единства в определении понятия «дериватив», во взаимном признании центральных банков данных, в обеспечении доступа к ним и т.д.

3. Пересмотр международных стандартов бухучета и финансовой отчетности. С начала кризиса под давлением G-20 и Совета по финансовой стабильности происходит пересмотр международных стандартов в направлении уменьшения роли оценки финансовых активов по рыночной стоимости. В частности, принципы Международных стандартов финансовой отчетности (International financial reporting standards, IFRS) и действующие в США Общепринятые принципы и правила бухучета (Generally accepted accounting principles, GAAP) при оценке финансовых активов бу-

дут включать категорию амортизационной стоимости, например, выданных или полученных займов. Подобные изменения будут способствовать уменьшению процикличности стандартов отчетности. Как отмечают специалисты, для обеспечения единых правил бухучета и финансовой отчетности необходима конвергенция принципов IFRS и GAAP; это поможет получать сопоставимую информацию о финансовых институтах органами регулирования и операторами рынка. Наилучшим решением проблемы было бы принятие в США принципов IFRS, что, как ожидается, произойдет не позднее начала 2012 г. (5, с. 7–12).

При общих чертах реформы регулирования в США и ЕС обладают определенными особенностями.

Реформирование системы регулирования банков и финансовых рынков в США включает:

- наделение Федеральной резервной системы (ФРС) полномочиями в области регулирования деятельности финансовых институтов (в первую очередь инвестиционных банков), имеющих системное значение и могущих влиять на стабильность финансовой системы в целом;
- создание системы спасения банков в случае кризиса;
- создание нового агентства защиты потребителей финансовых продуктов и услуг.

В ЕС особенности реформ связаны главным образом с фрагментарностью финансового рынка, с его разделением на отдельные национальные рынки. С учетом этой специфики реформы регулирования предусматривают:

- разработку в ЕС единых правил регулирования и запрет отдельным странам прибегать к «национальным исключениям» из этих правил;
- предоставление трем новым европейским органам по финансовому надзору, которые начали работу 1 января 2011 г., – Европейской банковской организации (European banking authority, EBA), Европейской организации по страхованию и пенсионному обеспечению (European insurance and occupational pensions authority, EIOPA) и Европейской организации по ценным бумагам (European securities and markets authority, ESMA) – более широких полномочий в области надзора и регулирования, помимо консультационных функций. Начало деятельности этих трех официальных органов знаменовало собой движение к «единому своду правил» регулирования банковской деятельности, страхового бизнеса и рынка ценных бумаг (3, с. 671).

Таким образом, результатом введения новой системы регулирования и надзора в ЕС будет «больше прямого регулирования» и меньше директив, т.е. предполагается сужение возможностей для интерпретации законов на национальном уровне.

Существенным препятствием на пути реализации новой системы регулирования финансовой сферы является огромный объем и жесткие сроки рассмотрения законопроектов, нехватка персонала органов ЕС, а также противоречивость многих поставленных задач. Одно из противоречий касается предписаний в отношении банков и страховых компаний. Так, требования к банкам по поводу достаточности собственного капитала повышаются, но при этом страховые компании – наиболее крупные инвесторы банков будут впредь лишены возможности вкладывать свой капитал в банки (2, с. 139).

Регулирование стабильности глобальной финансовой системы: нерешенные проблемы и вызовы

Хотя в процессе реформ, направленных на усиление финансовой стабильности, уже достигнуты определенные результаты, многое еще предстоит сделать. Аналитики выделяют следующие главные проблемы и способы их решения.

1. Крупные финансовые фирмы, действующие во многих странах с разными юрисдикциями, остаются вне досягаемости регулирующих органов. Это происходит из-за того, что национальные законодательные нормы, касающиеся, в частности, банкротства и ликвидации таких фирм, до сих пор не гармонизированы на глобальном уровне. Так, в США в соответствии с законом Додда–Фрэнка разработан режим урегулирования деятельности крупных отечественных финансовых фирм, имеющих разветвленную глобальную структуру. Однако за пределами США этот режим не действует. Разработка более эффективной трансграничной системы надзора, предусматривающей режим урегулирования крупных фирм и меры управления кризисом, находится пока еще на начальной стадии.

2. Измерение и уменьшение системных рисков ликвидности должны занимать первое место в программе регулирующих органов. Эти риски были одной из основных особенностей финансового кризиса и полностью еще не преодолены. Проблема не будет решена даже в результате введения разработанных Базельским комитетом требований к ликвидности (Базель-3). Как подчеркивается в докладе МВФ о финансовой стабильности (январь 2011 г.), необходимо создать макропруденциальную систему надзора за рисками

ликвидности, при которой большую часть бремени ответственности за риски должны нести сами финансовые организации, а не центральные банки и правительства. Макропруденциальный инструмент может принимать форму дополнительного требования к собственному капиталу банка, сбора, налога или страховой премии. Методы измерения риска ликвидности, предлагаемые МВФ, направлены на решение двух задач: 1) измерение величины вклада данной организации в системные риски ликвидности; 2) использование полученной величины для расчета цены поддержки ликвидности, которую организация будет получать от центрального банка. Подход органов регулирования к преодолению системных рисков ликвидности должен быть многоплановым и включать следующие меры:

- улучшение функционирования финансовых рынков путем укрепления их инфраструктуры;
- усиление надзора и регулирования небанковских финансовых организаций, содействующих усилению системных рисков (теневых банков, хедж-фондов, взаимных фондов и т.п.);
- более тесную международную координацию и более полное раскрытие информации по финансовым рынкам и срокам погашения активов и пассивов (7, с. 3–4).

3. Неравномерный характер процесса проведения реформ в сфере банковского регулирования в разных странах сказывается на снижении эффективности реформ на глобальном уровне. В международных дискуссиях по выработке глобальных норм происходит постоянное смещение акцента с макропруденциальной системы надзора и общих требований относительно капитала и ликвидности к вопросам относительной конкурентоспособности национальных экономик и «национальных чемпионов».

4. Сохраняются межстрановые различия в последовательности реформ. Многие юрисдикции сосредоточились на банковских реформах, но при этом не уделяют должного внимания реформированию теневой банковской деятельности. В результате возникает стимул для роста теневого сектора, что чревато новыми рисками.

Среди других проблем и нерешенных задач, связанных с обеспечением стабильности глобальной финансовой системы, аналитики выделяют:

- необходимость создания такой системы глобального регулирования, которая исключит возможность «арбитража регулирования» и извлечения «узких национальных выгод за счет глобальной финансовой стабильности;

– потребность в более тесной глобальной кооперации регуляторов во всех сферах регулирования и надзора, особенно в том, что касается обмена информацией относительно трансграничной деятельности крупных банков, а также по вопросам разделения ответственности между страной происхождения того или иного банка и страной расположения его отделений и филиалов.

Как отмечает президент Федерального резервного банка Нью-Йорка У. Дадли, мир вряд ли совсем избавится от будущих крахов и кризисов, но «если мы будем настойчивыми и последовательными в их урегулировании, то сможем существенно ограничить частоту, суровость и масштаб их воздействия» (1, с. 11).

Литература

1. Dudley W.C. Regulatory reform of the global financial system. – 2011, April 12. – Mode of access: <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2011/dud110412.html>
2. Lambe G. How EU regulation comes to pass // The Banker. – L., 2011. – Vol. 161, N 1028. – P. 134–139.
3. Larosière J. de. Régulation financière: Europe – États-Unis // Commentaire. – P., 2009. – N 127. – P. 669–673.
4. L’avenir de la régulation // Documents et débats. – P., 2010. – N 3. – Mode of access: http://www.banque-france.fr/fr/doc_debat/numero_3/pdf
5. Noyer Ch. L’évolution de la régulation en Europe et aux États-Unis: Convergence ou divergence? – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2011/Paris-Europlace-Financial-Forum-intervention-gouverneur-Noyer-18042011.pdf>
6. Noyer Ch. La zone euro: défits et réponses. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2011/18042011.pdf>
7. Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR): Resumé analytique. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/pressf.pdf>
8. Shaping the new financial system / Vinals J., Fichter J., Pazarbasioglu C., Kodres L., Narain A., Moretti M. // IMF Staff position note. – Wash., 2010. – N 15, October 3. – 30 p.

Е.А. Пехтерева

МЕЖДУНАРОДНАЯ ПРАКТИКА ПРЕДУПРЕЖДЕНИЯ БАНКРОТСТВА БАНКОВ. ОПЫТ ДЛЯ РОССИИ

Важнейшим результатом глобального финансового кризиса стало признание руководителями ведущих стран мира неэффективности существовавшей до 2008 г. системы регулирования финансовой сферы, позволившей кризису возникнуть и развиться в столь острой форме.

Шейла С. Бэйр, до недавнего времени председатель Федеральной корпорации по страхованию депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), на слушаниях в комитете сената США по банкам, жилью и развитию городов в феврале 2011 г. сказала: «Уроки истории – недавней и далекой – напоминают нам, что финансовые рынки не могут долго функционировать эффективно и стабильно без жестких, четких регуляторных указаний. Все мы слишком хорошо знаем, что рыночные структуры, которые мы имели до кризиса, порождали неверные стимулы, были непрозрачны, имели недостаточный капитал и брали на себя чрезмерные риски» (18).

Многие страны, включая Россию, пришли к пониманию необходимости модернизировать финансовую систему в целом и механизмы предотвращения банкротства банков в частности. Изменения, вносимые в последнее время в законодательства различных стран, призваны вывести на новый качественный уровень механизмы регулирования финансового сектора, повысить эффективность действующих систем защиты вкладчиков и способствовать более ответственному отношению банков к ведению бизнеса. Особенно пристальное внимание при этом уделяется вопросам повышения устойчивости банковских систем и удаления с рынка проблемных финансовых институтов без нанесения ущерба финансовой стабильности.

Среди наиболее значимых и представляющих практический интерес инициатив последнего времени можно выделить банковские реформы в США и Евросоюзе, мероприятия, проводимые под эгидой Совета по финансовой стабильности и Базельского комитета, а также совершенствование механизмов банковского регулирования в России.

Банковские реформы в США

США особенно сильно пострадали на начальном этапе кризиса. Во время финансового хаоса, последовавшего за банкротством в сентябре 2008 г. банка «Lehman Brothers», государственная поддержка системно значимых финансовых институтов в разных формах к весне 2009 г. составила почти 14 трлн. долл. Прямая поддержка крупнейших финансовых институтов позволила снизить остроту краткосрочного кризиса доверия на межбанковском рынке, и финансовая система США продолжила функционировать. Но, как сказала в июне 2011 г. Ш.С. Бэйр, выступая в Национальном пресс-клубе (National Press Club) в Вашингтоне, «политики не смогли эффективно воздействовать на корень проблем, заключавшийся в накоплении неподъемных и недообеспеченных ипотечных кредитов, что продолжает замедлять восстановление наших рынков жилья и нашей экономики» (15). Она согласилась с мнением многих экономистов, что государственная поддержка системных банков чревата негативными последствиями. Государственные вливания, считает Ш.С. Бэйр, подрывают рыночную дисциплину и провоцируют принятие повышенных рисков. Государственная поддержка сдерживает реструктуризацию проблемных финансовых организаций и тормозит процесс признания ими убытков. Неквалифицированные менеджеры остаются на своих местах, и продолжается неэффективное использование капитала. Это несправедливо по отношению к хорошо управляемым банкам. В результате действия государства, направленные на спасение крупнейших банков, изменили конкурентную среду в пользу нескольких мегабанков. В первом квартале 2011 г. стоимость финансирования работающих активов была наполовину меньшей у банков с активами свыше 100 млрд. долл., чем у коммунальных банков с активами до 1 млрд. долл. Доля банковских активов, приходящаяся на четыре крупнейших застрахованных FDIC института, за последние 20 лет выросла почти в пять раз – до более 40%. Эта растущая концентрация финансовой деятельности обогнала способности государства

регулировать мегабанки или, что еще важнее, укреплять рыночную дисциплину через реальную угрозу разорения (16). В конечном счете, отмечает Ш.С. Бэйр, масштабная государственная поддержка проблемных банков нарушает систему свободного предпринимательства (15).

В США в июле 2010 г. вступил в силу целый комплекс правовых норм, объединенный в рамках Закона Додда–Фрэнка о реформе Уолл-стрит и защите потребителей (Dodd–Frank Wall street reform and consumer protection act). Фундаментом реформ в соответствии с Законом Додда–Фрэнка является комплекс мер, который, если он будет правильно реализован, поможет восстановить рыночную дисциплину, улучшить регулирование и значительно уменьшить частоту и остроту будущих кризисов. Этот комплекс мер также покончит с доктриной «слишком крупные, чтобы обанкротиться» (too big to fail) (16).

Ряд норм нового законодательства непосредственно затрагивает функции и полномочия FDIC. Следует отметить, что в США FDIC имеет функции не только страховщика депозитов, но и регулятора банковской деятельности. Корпорация уполномочена выдавать и отзывать лицензии на банковскую деятельность, а также осуществлять банковский надзор.

Закон предусматривает создание Совета по надзору за финансовой стабильностью (Financial stability oversight council) как межведомственного органа, возглавляемого министром финансов и состоящего из десяти членов с правом голоса, включая председателя FDIC, а также пяти членов, не имеющих права голоса. Задачей совета является своевременное выявление системных рисков и оперативное реагирование на них в целях поддержания финансовой стабильности в стране. Наряду с прочими круг полномочий совета включает отнесение финансовых организаций к числу системно значимых. В качестве критерии для включения финансовой организации в число системно значимых закон называет ее размер, объем операций, долю рынка, возможные негативные последствия ее краха для рынков и других финансовых институтов, а также для финансовой стабильности в целом. В частности, к числу системно значимых финансовых организаций отнесены любые банковские холдинговые компании с совокупными активами, превышающими 50 млрд. долл. США.

Законодательно запрещается оказание государственной поддержки отдельным действующим финансовым институтам. В отношении признанных системно значимыми организаций вводится

процедура так называемой упорядоченной ликвидации (orderly liquidation) под управлением FDIC. Упорядоченная ликвидация может применяться как альтернатива традиционной процедуре банкротства. Данная процедура впервые будет применяться в отношении и небанковских финансовых институтов: брокерских, дилерских и страховых компаний¹. Ее применение требует официального признания министром финансов (по согласованию с FDIC² и Советом Федеральной резервной системы и после проведения консультаций с президентом США) того, что компания находится на грани краха, что ее ликвидация с использованием стандартной процедуры банкротства окажет серьезное негативное влияние на финансовую стабильность США и что нет возможности предотвратить крах компании без привлечения государственных средств. Обязанность управлять процедурами упорядоченной ликвидации системно значимых банков возлагается на FDIC.

Упорядоченная ликвидация должна осуществляться способом, позволяющим минимизировать системный риск, возложить убытки на акционеров и кредиторов, обеспечить отстранение менеджмента компании и привлечение к ответственности всех лиц, чьи действия повлекли убытки компании. FDIC запрещается любое владение акциями или долями финансовых компаний и банков. Запрещается использовать деньги налогоплательщиков для предотвращения ликвидации финансовых организаций.

Для финансирования процедур упорядоченной ликвидации предусматривается создание специального Фонда упорядоченной ликвидации под эгидой Министерства финансов. За счет средств этого фонда должны финансироваться расходы FDIC, связанные с проведением «упорядоченных» ликвидационных процедур, включая предоставление кредитов и выкуп обязательств и/или активов несостоятельной финансовой организации, а также финансирование деятельности переходных финансовых компаний (аналогов бридж-банков в Европе). Формирование фонда осуществляется путем зачисления в него средств, направляемых Министерством

¹ За исключением страховых компаний с лицензиями штатов, которые сансируются или ликвидируются на основе применения законодательства соответствующего штата.

² Если компания или ее крупнейшая дочерняя компания является брокером и/или дилером, или страховой компанией, то вместо FDIC ее ликвидацией занимается Комиссия по ценным бумагам и биржам (Security and exchange commission, SEC) или Федеральный офис по страхованию; в этих случаях в процессе признания наличия системного риска FDIC выступает в качестве консультанта.

финансов на выкуп облигаций, выпускаемых FDIC в пределах 90% от справедливой стоимости активов ликвидируемой организации. Погашение облигаций осуществляется FDIC за счет выручки от реализации активов ликвидируемой организации (требования FDIC, возникшие после назначения ее конкурсным управляющим, имеют приоритет по отношению к требованиям иных кредиторов), а также взимания FDIC специальных, основанных на учете рисков сборов с системно значимых небанковских финансовых организаций и банковских холдингов с совокупными активами 50 млрд. долл. США и более¹.

Существенной содержательной стороной упорядоченной ликвидации финансовой организации является возможность «спасения» ее определенных финансовых контрактов (*qualified financial contracts*), которые FDIC может переводить в другую финансовую организацию или в специально созданную переходную компанию в течение одного рабочего дня после ее назначения конкурсным управляющим. Таким образом, речь может идти о сохранении определенной части бизнеса, но не самой системно значимой финансовой организации; сама организация в итоге «упорядоченно» ликвидируется.

Введено также требование о предоставлении банковскими холдингами и небанковскими финансовыми организациями, поднадзорными Федеральной резервной системе, с активами более 50 млрд. долл. так называемых «прижизненных завещаний» (*living wills*), содержащих существенную информацию о структуре собственности, активах и обязательствах, а также способах, посредством которых эта организация может противостоять угрозе разорения при возникновении кризисных явлений либо ликвидироваться. Анализ «прижизненных завещаний» будет осуществлять FDIC совместно с ФРС, и они могут устанавливать в отношении компаний пруденциальные требования, превышающие стандартные, а также обязывать организацию избавиться от определенных активов или направлений бизнеса, если это облегчит процесс ее «упорядоченной ликвидации» (при возникновении необходимости).

Закон предоставляет FDIC полномочия проводить специальные проверки финансовых организаций, поднадзорных ФРС, и банковских холдинговых компаний с активами не менее 50 млрд.

¹ Сумма и порядок взимания этих специальных сборов будут определяться исходя из необходимости обеспечить погашение облигаций в течение 60 месяцев (пяти лет) с даты их выпуска.

долл., если совет директоров FDIC установит, что они необходимы для определения финансового состояния организации для целей подготовки к ее упорядоченной ликвидации.

Законодательство закрепляет за FDIC полномочия по реализации программ гарантирования обязательств, которые могут вводиться в действие в периоды финансовой нестабильности и должны быть широко доступны для здоровых банков и банковских холдинговых организаций. Примером таких полномочий служат программы FDIC, которые осуществлялись в период нынешнего кризиса, – программа гарантирования обязательств кредитных организаций¹ и программа гарантирования средств на трансакционных счетах². В случае дефолта компании-должника FDIC имеет право инициировать банкротство такой организации или исключить ее из числа застрахованных (17).

Стратегия Европейского союза по предупреждению банкротства банков

В мае 2010 г. Европейская комиссия (ЕК) предложила сформировать в ЕС специальные фонды урегулирования несостоятельности банков, с тем чтобы возможные проблемы банков не destabilизировали финансовую систему и не решались за счет средств налогоплательщиков. По мнению специалистов, такие фонды должны стать частью более широкой системы механизмов, направленных на предотвращение возможных финансовых кризисов и укрепление финансовой системы. Фонды должны создаваться и функционировать за счет взносов банков, их средства должны направляться не на спасение банков, а на обеспечение того, чтобы процесс лик-

¹ Действовала с 14 октября 2008 г. по 31 октября 2009 г. Общая сумма обязательств, которые были гарантированы FDIC, составила 300 млрд. долл. США. Участники программы уплачивали комиссию за полученную гарантию в размере 50, 75 или 100 базисных пунктов годовых (в зависимости от срока действия гарантируемого обязательства).

² Действие программы, также начатой 14 октября 2008 г., продлено до 31 декабря 2012 г. Она предусматривает полную гарантию FDIC по всем трансакционным не приносящим процентного дохода счетам юридических и физических лиц (счета до востребования, текущие и расчетные счета и пр.). Участие банков в программе также добровольное и платное, т.е. банки-участники уплачивают комиссию в размере 10 базисных пунктов от суммы гарантированных FDIC средств (остатки на трансакционных счетах сверх 250 тыс. долл. США – лимита страхового возмещения).

видации проблемных банков был управляемым и не приводил к дестабилизации финансовой системы.

В январе 2011 г. были опубликованы предложения ЕК по созданию общеевропейских механизмов для предотвращения и урегулирования несостоятельности банков. Было предложено внедрить комплекс мер воздействия на банки на ранней стадии возникновения у них проблем.

Подготовительные и превентивные меры включают требование к системно значимым банкам разработать и представить регулятору план собственного оздоровления и упорядоченной ликвидации (так называемых «прижизненных завещаний» – living wills) на случай возникновения проблем. Было предложено наделить регулятора правом требовать от банков изменить структуру их бизнеса, если это облегчит их возможную реструктуризацию/ликвидацию. Здесь важным является то, что тем самым внедряется принцип самооздоровления проблемных банков («bailin») вместо принципа «bailout», когда спасение системно значимого банка осуществлялось за счет бюджетных средств.

Меры по устранению выявленных проблем включают наделение регулятора полномочиями менять руководство, запрещать выплату дивидендов, требовать избавиться от отдельных видов деятельности, начать выполнять план оздоровления, а также полномочиями назначать специального временного управляющего для управления банком, устранения имеющихся недостатков в его деятельности, восстановления его финансового положения до нормального.

Наряду с этим предложено внедрить новые инструменты урегулирования несостоятельности банков, обеспечивающие так называемую упорядоченную ликвидацию нежизнеспособных банков, включая наделение регулятора полномочиями по переводу активов и обязательств проблемного банка в другой банк или в бридж-банк, списанию долговых обязательств для облегчения реструктуризации банка и его оздоровления. Часть убытков банков переносится на их кредиторов. При упорядоченной ликвидации допускаются: продажа части бизнеса без согласия акционеров банка; рекапитализация банка сторонними инвесторами без согласия действующих акционеров; создание бридж-банка, выделение проблемных активов и перевод их в специально созданную финансовую организацию, а также списание определенных категорий требований кредиторов или их конвертация в участие в капитале (предлагается предусмотреть возможность списания или конвертации только в отношении новых,

специально выпущенных банками по требованию регуляторов долговых инструментов на определенную сумму).

Мероприятия, проводимые под эгидой Совета по финансовой стабильности и Базельского комитета по банковскому надзору

В разгар кризиса на саммите «двадцатки» (G-20) в Лондоне в 2009 г. в развитие идеи Форума финансовой стабильности¹ был создан Совет по финансовой стабильности (СФС, Financial stability board). Именно он теперь призван заниматься координацией и мониторингом мер финансового регулирования. Основной задачей СФС, согласно документам саммита, является координация на международном уровне работы национальных финансовых властей и международных финансовых организаций по созданию эффективной надзорной и регуляторной политики в мировом финансовом секторе. В состав совета входят представители национальных финансовых органов власти (центральных банков, надзорных органов, министерств финансов), международных финансовых институтов, комиссий экспертов центральных банков

В апреле 2011 г. СФС начал разработку документов, касающихся инструментов и режимов урегулирования несостоительности финансовых институтов, механизмов минимизации морального вреда, урегулирования несостоительности системно значимых финансовых институтов с сохранением их жизненно важных для экономики функций и с возложением убытков не на налогоплательщиков, а на акционеров и на незастрахованных и не имеющих обеспечения кредиторов.

Параллельно СФС вел работу над документом «Необходимые элементы эффективных планов оздоровления и урегулирова-

¹ Форум финансовой стабильности (Financial stability forum, FSF) – неформальная межправительственная организация, основанная 14 апреля 1999 г. в Вашингтоне. Включает в себя представителей центральных банков и министерств финансов стран – членов «семерки» (G-7), а также Австралии, Сингапура, Гонконга, Нидерландов, представителей Всемирного банка и Международного валютного фонда. Играет роль наблюдения и реагирования на возможные кризисные явления международной финансовой системы, способные привести к мировому финансовому кризису. Разрабатывает политику предотвращения таких ситуаций и управления ими. В 2009 г. Россия вступила в FSF, где получила три места, которые займут представители Минфина, Центробанка и Федеральной службы по финансовым рынкам.

ния несостоятельности» («Essential elements of effective recovery and resolution plans»). Эти планы оздоровления, именуемые «прижизненными завещаниями», регуляторы должны будут использовать для планирования своих действий при угрозе банкротства какого-либо системно значимого финансового института. Рабочая группа СФС по самооздоровлению проработала правовые и операционные аспекты введения инструментов и механизмов самооздоровления финансовых институтов (таких как обязательный выпуск долговых обязательств, подлежащих конвертации в участие в капитале или частичному списанию в случае возникновения угрозы банкротства) для покрытия их убытков и реструктуризации.

Кроме того, 13 января 2011 г. Базельский комитет по банковскому надзору опубликовал минимальные требования к капиталу банков, призванные обеспечить покрытие убытков в случае нежизнеспособности кредитной организации. В соответствии с этими требованиями определенные инструменты, учитываемые в составе капитала первого и второго уровня, должны будут подлежать списанию или конвертации в обыкновенные акции при наступлении определенных событий. Такими событиями являются: а) принятие уполномоченным органом решения о том, что списание является необходимым и без него банку грозит банкротство; б) принятие уполномоченным органом решения о вливании государственных средств в капитал, без которого банку грозит банкротство. Установлено, что соответствующие инструменты, которые будут эмитироваться банками после 1 января 2013 г., должны соответствовать вышеуказанным требованиям.

4 ноября 2011 г. СФС опубликовал заявление о том, что им разработаны «стратегические меры в отношении системно значимых финансовых институтов», которые ориентированы на снижение системного риска, риска недобросовестного поведения системно значимых финансовых институтов (СЗФИ), обусловленного принятием ими необоснованно высокого уровня рисков в расчете на косвенную или прямую поддержку государства. В отношении СЗФИ, имеющих значение для глобальной экономики и чья деятельность сопряжена с повышенным уровнем рисков для глобальной финансовой системы, предложены специальные подходы. Опубликован также первоначальный список группы глобальных банков, отнесенных к категории СЗФИ.

В заявлении СФС системно значимые финансовые институты определяются как финансовые институты, ухудшение финансового положения или нарушение деятельности которых, обусловленное

размером, сложностью операций и системной взаимосвязанностью, может нанести существенный ущерб финансовой системе и экономике. Для того чтобы предотвратить подобный исход, в подавляющем большинстве случаев уполномоченные органы располагают единственной возможностью – не допустить банкротства СЗФИ за счет предоставления государственной поддержки. Такого рода решения, как показал кризис, имеют весьма болезненные последствия как для частного сектора, так и для государственного бюджета.

Основные направления стратегических мер в отношении СЗФИ сводятся к следующим:

– *новый международный стандарт в области эффективных режимов оздоровления и санации финансовых институтов*; данный стандарт был разработан СФС совместно с Базельским комитетом по банковскому надзору и Международной ассоциацией страховщиков депозитов и должен послужить основой для реформирования национальных режимов финансового оздоровления через усиление полномочий регулирующих органов по своевременному финансовому оздоровлению институтов, испытывающих проблемы в деятельности, без перекладывания убытков на государственный бюджет; указанный стандарт содержится в документе СФС «Ключевые атрибуты эффективных режимов оздоровления и санации финансовых институтов», принятом в октябре 2011 г. (14);

– *требования по оценке регулирующими органами способности глобальных СЗФИ к восстановлению нормального функционирования при возникновении проблем в их деятельности* на основании оценки качества и эффективности представленных ими планов по финансовому оздоровлению и санации («living will»), а также требования по наличию индивидуальных (для каждого глобального СЗФИ) соглашений о трансграничном сотрудничестве между национальными регулирующими органами, в том числе в кризисные периоды;

– *требования по формированию глобальными СЗФИ дополнительного объема собственных средств (капитала), способного обеспечить большую (по сравнению с обычными банками в рамках соглашения Базель-3) степень покрытия убытков* (подходы определены в документе Базельского комитета по банковскому надзору «Глобальные системно значимые банки: Методология оценки и требования по дополнительному покрытию убытков», ноябрь 2011 г.) (13);

– *повышение интенсивности и эффективности надзора за СЗФИ, включая усиление надзорных полномочий и повышение ре-*

гулятивных требований к внутренним системам риск-менеджмента СЗФИ, сбору данных, корпоративному управлению, внутреннему контролю на основе рекомендаций СФС «Усиление интенсивности и эффективность надзора за СЗФИ», принятых в ноябре 2010 г. (Intensity and effectiveness of SIFI supervision).

СФС определил первоначальную группу из 29 глобальных СЗФИ, которые обязаны разработать индивидуальные планы по финансовому оздоровлению к концу 2012 г. Перечень этих банков будет ежегодно обновляться.

Дополнительные требования к достаточности собственных средств (капитала) будут применяться ко всем банкам, которые будут включаться в группу глобальных СЗФИ. Эти требования будут реализовываться поэтапно: начиная с января 2016 г. и заканчивая январем 2019 г. Глобальные СЗФИ к началу 2016 г. также должны соответствовать повышенным требованиям надзорных органов в части предоставления данных о своем финансовом состоянии.

В целях обеспечения полного и последовательного внедрения нового стандарта в области эффективных режимов оздоровления и санации финансовых институтов в различных странах СФС будет проводить сопоставительные оценки. Совет по взаимным оценкам СФС будет проводить оценку степени, полноты и своевременности реализации мер, предусмотренных для глобальных СЗФИ, а также изменений в национальных режимах финансового оздоровления. СФС начинает также работу по определению параметров и условий распространения подходов к регулированию глобальных СЗФИ на все СЗФИ.

Лидеры стран G-20 на саммите в Каннах 5 ноября 2011 г. поддержали реализацию предложенных мер, направленных на снижение рисков, привносимых в финансовую систему СЗФИ, а также утвердили сроки реализации этих мер. В 2012 г. СФС планирует провести анализ существующих в странах – членах G-20 режимов урегулирования несостоятельности финансовых институтов (3; 12).

Как мы видим, весьма схожие изменения в регулировании финансового сектора происходят во всем мире. Эти изменения могут послужить основой для выработки предложений по совершенствованию соответствующего законодательства в России. Особенного внимания заслуживают реализуемые в зарубежной практике меры по установлению специального режима регулирования и ликвидации в отношении системно значимых банков.

Меры по предупреждению банкротства банков в России

В России термин «предупреждение банкротства кредитных организаций» возник в 1999 г. с принятием Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций». Под ним понимается комплекс мер, включающих финансовое оздоровление, назначение временной администрации либо реорганизацию кредитной организации. Под несостоятельностью (банкротством) кредитной организации законом понимается признанная арбитражным судом ее неспособность удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязательные платежи (11, ст. 2, п. 1).

Изначально задача устранения финансовой несостоятельности банка лежит на его владельцах. По закону руководители кредитной организации «в случае возникновения оснований обязаны принимать необходимые и своевременные меры по финансовому оздоровлению и (или) реорганизации кредитной организации» (11, ст. 4).

Если руководители кредитной организации сами не принимают необходимых мер по преодолению возникших проблем, Банк России вправе потребовать от кредитной организации осуществления мер по ее финансовому оздоровлению, реорганизации, а также назначить временную администрацию (11, ст. 3, п. 2).

По закону основаниями применения мер по оздоровлению банка являются следующие обстоятельства:

- не удовлетворяются в течение последних шести месяцев требования отдельных кредиторов по денежным обязательствам и (или) не исполняются обязательства по уплате обязательных платежей в связи с отсутствием или недостаточностью денежных средств на корреспондентских счетах кредитной организации;

- допускается абсолютное снижение собственных средств (капитала) по сравнению с максимальной величиной более чем на 20%;

- нарушается норматив достаточности капитала и норматив текущей ликвидности, установленный Банком России (11, ст. 4).

Если собственникам не удается спасти проблемный банк, государство в лице Центробанка удаляет его с рынка через процедуру банкротства. Таков стандартный подход к решению проблем банков в «обычных» условиях.

Международная практика показала, что в периоды системных банковских кризисов или даже при возникновении острых проблем у отдельных групп банков, оказывающих значительное

влияние на экономику страны, всецело полагаться на рыночные механизмы опасно, поскольку их применение зависит от финансовых возможностей, добросовестности и адекватности поведения владельцев и руководителей банков.

Когда на первый план выходят задачи минимизации общественных потерь и обеспечение системной стабильности, требуются специальные государственные инструменты, а также законодательно оформленные правила принятия решений, поскольку проблемы значимого банка неминуемо вызывают рост социальной напряженности, снижение доверия к банковской системе, нарушение хозяйственных связей и сбои в системе расчетов (8, с. 10).

Осознавая всю серьезность данного вопроса, Банк России совместно с Агентством по страхованию вкладов (АСВ) еще в 2006 г. подготовил проект Концепции роли государственного участия в предупреждении банкротства банков. Наступление мирового финансового кризиса заставило подготовить и быстро принять Федеральный закон «О дополнительных мерах для укрепления стабильности банковской системы в период до 31 декабря 2011 года» и 28 октября 2008 г. этот закон уже вступил в силу.

В соответствии с данным законом в целях поддержания стабильности банковской системы и защиты интересов вкладчиков и кредиторов банков при наличии у них признаков неустойчивого финансового положения и выявлении ситуаций, угрожающих стабильности банковской системы, Банк России вправе привлечь для осуществления мер по предупреждению банкротства банков государственную корпорацию «Агентство по страхованию вкладов» (АСВ) (10, ст. 1). Решение о предложении АСВ участвовать в предупреждении банкротства банка принимается Комитетом банковского надзора Банка России (10, ст. 3). Участие АСВ в предупреждении банкротства банков строится на трех базовых принципах.

Во-первых, помочь оказывается не банкирам, а банкам как экономическим субъектам, предоставляющим банковские услуги реальному сектору экономики и населению. Неэффективные собственники этих банков ограничиваются в правах либо вовсе отстраняются от ведения дел.

Во-вторых, поскольку финансовое оздоровление всех проблемных банков за счет государства невозможно, помочь предоставляется исключительно банкам, которые обладают социальной и экономической значимостью для России в целом или для конкретного региона.

В-третьих, определяется экономическая целесообразность вмешательства государства. Его активные действия возможны только в случаях, когда банкротство банка обойдется обществу дороже, чем попытка его восстановления.

Решение об участии агентства в мероприятиях по предупреждению банкротства того или иного банка принимает Банк России как надзорный орган. Затем АСВ оценивает финансовое положение банка и либо принимает решение о своем участии в предупреждении банкротства, либо отказывается, если затраты АСВ на восстановление банка будут неоправданно высокими. Тогда у банка просто отзываются лицензия, а вкладчикам выплачивается страховое возмещение.

Если АСВ берется за восстановление банка, то оно разрабатывает и согласовывает с Банком России специальный план своего участия в финансовом оздоровлении банка. Этот план должен содержать меры по восстановлению показателей финансового состояния банка до значений, установленных федеральными законами и нормативными актами Банка России.

Согласно закону, меры по предупреждению банкротства банков могут осуществляться агентством путем:

- оказания финансовой помощи инвесторам, приобретающим акции (доли в уставном капитале) банка в размере, позволяющем определять решения банка по вопросам, отнесенными к компетенции общего собрания его акционеров (участников);

- оказания финансовой помощи приобретателям имущества и обязательств банка; в качестве таких приобретателей могут выступать финансово устойчивые банки, для которых подобная сделка не вызовет нарушения ими обязательных нормативов Банка России или иных негативных последствий;

- приобретения акций (долей в уставном капитале) банка в размере, позволяющем определять решения банка по вопросам, отнесенными к компетенции общего собрания его акционеров (участников);

- оказания финансовой помощи банку при условии, что агентством и (или) инвестором приобретены у данного банка его акции (доли) в установленном размере;

- организации торгов по продаже имущества, являющегося обеспечением исполнения обязательств банка, в том числе перед Банком России (10, ст. 2).

Восстановление банка происходит в первую очередь за счет привлечения агентством с рынка денег заинтересованных инвесто-

ров. Предусмотрено также и государственное софинансирование. Для этих целей из федерального бюджета агентству в ноябре 2008 г. было выделено 200 млрд. руб. Кроме того, законом предусмотрена возможность предоставления агентству кредитов со стороны Банка России, а также использование средств фонда страхования вкладов для защиты интересов застрахованных вкладчиков. Если дефицит фонда составит сумму до 1 млрд. руб., АСВ могут быть выделены средства из резерва правительства России. Если дефицит будет больше 1 млрд. руб., то АСВ может получить поддержку путем внесения поправок в Закон о федеральном бюджете (7). Законом предусмотрены три основных механизма предупреждения банкротства банка.

Первый механизм предполагает оказание финансовой помощи новому инвестору, который входит в капитал банка и самостоятельно осуществляет меры по предупреждению банкротства, принимая на себя ответственность за дальнейшую судьбу банка. С использованием этого механизма осуществляется санация большинства банков, переданных АСВ.

В этом случае в целях выполнения запланированных мероприятий между АСВ, инвестором и банком заключается Генеральное соглашение, в рамках которого инвестор обязуется предоставлять АСВ всю необходимую информацию, свободный доступ во все помещения банка, к любым его документам и информационным системам. Инвестор обязуется также разработать план финансового оздоровления банка, представить его в агентство для согласования, а затем ежемесячно направлять в АСВ отчет о ходе выполнения запланированных мероприятий. В случае выявления нецелевого использования полученных от агентства денежных средств, а также если финансовое положение инвестора не позволяет ему осуществлять запланированные мероприятия, он обязан возвратить полученные средства в полном объеме.

Таким образом, ни о какой безвозмездной и бесконтрольной раздаче государственных средств речь не идет. Привлечение инвесторов к участию в финансовом оздоровлении банков в наибольшей мере способствует выполнению стратегической задачи агентства по максимизации достаточности и ликвидности ресурсов агентства при приемлемом уровне риска, в том числе потому, что позволяет осуществлять санацию без государственного финансирования. С использованием этого механизма в России было предупреждено банкротство тринадцати банков (6).

Второй механизм – перевод активов и обязательств проблемного банка в здоровый банк. Суть его заключается в том, что финансово устойчивый банк принимает на себя обязательства перед вкладчиками несостоятельного банка. На соответствующую сумму ему передается часть сохранившихся активов банка. Для вкладчиков это означает сохранение полноценного банковского обслуживания на прежних условиях. К тому, что осталось от несостоятельного банка, применяются процедуры обычного конкурсного производства.

Передача активов и обязательств проблемного банка в здоровый банк – достаточно распространенная практика решения проблем банков. Она предусмотрена законодательством США, Канады, Испании, большинства стран Латинской Америки, Филиппин, Турции, Румынии, Казахстана и Кыргызстана. Мировой опыт свидетельствует о достаточно высокой эффективности данного инструмента финансового оздоровления банков.

Во-первых, его использование выгодно для всех клиентов банка. В частности, вкладчики на прежних условиях продолжают обслуживаться в новом банке.

Во-вторых, банки-инвесторы привлекают новую клиентуру. При этом здоровая часть бизнеса ликвидируемой кредитной организации, переходя к другому банку, сохраняется в банковской системе.

В-третьих, требуются существенно меньшие материальные, людские и временные затраты, чем при обычных ликвидационных процедурах.

Третий механизм предупреждения банкротства банка реализуется:

- при отсутствии нового инвестора, но при необходимости санации банка;

- как временная мера, реализуемая при наличии инвестора в рамках мероприятий по реорганизации банка в форме присоединения к финансово устойчивой кредитной организации;

- в случае совместного приобретения пакетов акций банка агентством и инвестором, в частности, в целях усиления контроля со стороны АСВ за ходом финансового оздоровления банка, в том числе посредством участия в его органах управления.

Проблемный банк при этом передается временной администрации в лице АСВ, которое входит в капитал банка и становится его основным акционером. Данному событию предшествует ряд подготовительных процедур. Значение уставного капитала банка уменьшается до действительного размера его собственных средств.

Если собственные средства банка имеют отрицательное значение, уставный капитал уменьшается до 1 рубля.

Одновременно с уменьшением уставного капитала принимается решение о его последующем увеличении за счет средств агентства. После получения контроля над банком АСВ самостоятельно реализует программу его финансового оздоровления.

В настоящее время АСВ является акционером (участником) шести банков с долей участия в размере, позволяющем определять решения банков по вопросам, отнесенным к компетенции общего собрания их акционеров (участников). При этом инвесторы отсутствуют только в двух из них.

Финансовое оздоровление банков, в которых агентство является основным акционером, осуществляется по двум основным направлениям – урегулирование задолженности перед кредиторами и операционная реструктуризация.

Задачей первого этапа является организация справедливых и прозрачных расчетов для всех групп кредиторов.

Операционная реструктуризация подразумевает комплексную реорганизацию бизнеса банка и систем его управления. Для возвращения докризисных позиций каждому банку подбирается особая рыночная ниша, пересматриваются технологии продвижения банковских продуктов, выстраивается система бюджетных заданий и лимитов на финансовые операции. Вносятся изменения в организационную структуру и кадровую политику. Большое внимание уделяется повышению качества корпоративного управления.

Одновременно осуществляется поиск новых частных инвесторов. Как только они находятся, агентство обязано продать свою долю в уставном капитале банка на открытых торгах. Иными словами, даже в этом случае государственное вмешательство в банковский сектор не ведет со всей необратимостью к национализации.

Три описанных механизма предупреждения банкротства банка определяют общую схему действий агентства. При этом важно отметить, что первые два основных механизма, широко используемых в зарубежной банковской практике, никогда ранее в России не применялись. Это свидетельствует о том, что агентство выполняет стратегическую задачу своей деятельности по предупреждению банкротства банков в соответствии с проверенными и лучшими международными практиками.

Специалисты АСВ считают, что серьезнейшую опасность для российских банков в настоящее время представляют «плохие» активы, т.е. возрастание просроченной задолженности до крити-

ческой величины, которая составляет для банков 10–15%. Просроченная задолженность банков несет в себе потенциальную угрозу новой волны кризиса в банковском секторе. Выкуп проблемных активов стал в период кризиса важным инструментом финансового оздоровления банков. АСВ использует его уже достаточно регулярно при предварительной оценке целесообразности такого рода сделок. Выкуп активов признается целесообразным в том случае, если активы являются проблемными только в текущий период времени, но не безнадежными, а также при условии улучшения в результате выкупа активов финансового положения банка и перспектив его развития. К таким активам, например, относятся права требования по кредитам, предоставленным на цели финансирования строительных проектов, поскольку по мере оживления рынка недвижимости качество обслуживания данных кредитов стабилизируется. Наиболее быстрое улучшение финансового положения банка после передачи проблемных активов агентству отмечено в Нижегородпромстройбанке. Также положительная динамика наблюдалась в банках «Открытие» и «Союз».

Практика показала, что указанный выше инструментарий соответствует интересам всех участников процесса санации проблемных банков (6).

Выбор того или иного механизма реструктуризации проблемного банка в значительной степени зависит от текущего состояния его активов. В зависимости от состояния активов специалисты АСВ выделяют четыре группы банков.

К первой группе относятся банки с относительно хорошими активами. Трудное финансовое положение таких банков главным образом обусловлено не низким качеством активов, а существенным временным дисбалансом активов и пассивов. В подобных случаях удается отыскать инвестора, готового приобрести весь банк целиком.

Вторую группу составляют банки, значительная часть активов которых – низкого качества. При этом банк имеет и хорошие активы, которые поддаются группировке и обособлению из общей массы активов. В этом случае сбалансированные по объему активы и обязательства передаются в здоровый банк. Как правило, при этом в здоровый банк переходит и большинство сотрудников, которые ранее работали с переданными активами.

К третьей группе относятся банки, текущая стоимость активов которых крайне низкая, но потенциал ее увеличения в будущем (в частности, связанный с изменением рыночной конъюнктуры) –

велик. В этом случае возможно вхождение санатора в лице АСВ, например, в капитал банка.

Наконец, четвертая группа банков характеризуется тем, что их активы не имеют экономически обоснованных перспектив улучшения. В этом случае банк подлежит ликвидации (8, с. 11).

При этом подчеркивается, что представленная классификация обусловлена многолетним опытом работы сотрудников АСВ в сфере реструктуризации банков. Нынешний коллектив АСВ сформировался в Агентстве по реструктуризации кредитных организаций (АРКО), созданном для ликвидации на банковском рынке последствий банковского кризиса 1998 г. В 1999–2003 гг. АРКО участвовало в проектах, связанных с реструктуризацией и развитием 21 банка. В 15 из них АРКО было основным акционером, показав, что государственные институты могут выступать эффективными собственниками. После восстановления текущей прибыльной деятельности банков АРКО выставляло их акции на открытые торги для продажи заинтересованным инвесторам. Цены продаж обеспечили полный возврат бюджетных средств, вложенных в капитал банков.

За время действия закона «О дополнительных мерах для укрепления стабильности банковской системы в период до 31 декабря 2011 года» агентство получило от Банка России предложения в отношении 20 банков. В основном это региональные банки – в Москве зарегистрированы лишь пять из них.

Для десяти банков были найдены частные инвесторы. В этих проектах агентство выполнило роль организатора переговоров и оказывало необходимую финансовую помощь. Заявки потенциальных инвесторов, договорившихся с акционерами санируемого банка о приобретении у них акций банка, рассматривались АСВ в приоритетном порядке. Отбор инвесторов осуществлялся на основе подаваемых в АСВ заявок, исходя из соответствия требованиям прозрачности структуры собственности, финансовой устойчивости, положительной деловой репутации, наличия профессионального управленческого потенциала.

Инвесторам, желающим приобрести проблемные активы, АСВ предоставило дешевые и долгосрочные кредиты (5–6 млрд. руб. на 3–5 лет под 6,5% годовых), а состояние этих банков взял под особый контроль ЦБ. Банки-инвесторы направляли на улучшение финансового состояния не только кредиты АСВ, но и собственные ресурсы.

В трех банках был осуществлен перевод активов и обязательств проблемного банка в здоровый банк. Впервые этот механизм был применен в банке «Электроника», вкладчики которого были переведены на обслуживание в Национальный резервный банк (НРБ). Все вклады и счета продолжили обслуживаться в прежнем режиме и на прежних условиях. Одновременно НРБ принял на баланс часть имущества банка «Электроника» в виде объектов недвижимости и прав требования по кредитным договорам. Недвижимость передавалась по цене, определенной независимым оценщиком, кредитный портфель – по балансовой стоимости, что и определило экономическую выгоду для всех кредиторов, включая юридические лица. Первый опыт был успешным – оттока вкладов не произошло. Напротив, банк-приобретатель зафиксировал приток новых клиентов.

В связи с отсутствием инвестора, но необходимостью срочной поддержки, два банка («Российский капитал» и «Тарханы») агентство взяло под управление, отстранив прежних менеджеров от руководства. При этом поиск заинтересованных инвесторов для указанных банков продолжается. Как только они будут найдены, АСВ продаст акции банков на открытых торгах.

От работы с пятью банками агентство было вынуждено отказаться из-за существенной величины потерь капитала в этих банках и неконструктивной позиция их менеджеров и собственников, их вкладчикам было выплачено страховое возмещение.

По состоянию на 1 февраля 2012 г. общий размер финансирования мероприятий по финансовому оздоровлению банков с учетом погашения основного долга (в том числе по активам, приобретенным АСВ или полученным в счет погашения предоставленных займов) составляет 493,5 млрд. руб., из которых за счет средств Банка России профинансировано 345,6 млрд. руб., за счет имущественного взноса Российской Федерации в АСВ – 147,9 млрд. руб.

На указанную дату агентство принимает участие в финансовом оздоровлении семи банков. Санация пяти банков осуществляется с привлечением инвесторов, в том числе в двух из них АСВ в настоящее время владеет акциями. Еще в двух банках АСВ осуществляет мероприятия по финансовому оздоровлению без участия инвесторов, являясь основным акционером этих банков (5).

Наиболее крупным и нашумевшим в банковском сообществе событием стало начало мероприятий по санированию Банка Москвы. В июле 2011 г. Совет директоров Банка России утвердил план участия АСВ в предупреждении банкротства указанного банка. Банк

Москвы входил и входит в пятерку самых крупных российских банков. Когда он оказался в сложной финансовой ситуации, основную часть его акций приобрел банк ВТБ. Уже после оформления покупки менеджеры банка ВТБ обнаружили в балансе Банка Москвы серьезные проблемы: кредиты, выданные примерно на 150 млрд. руб., оценивались как практически невозвратные. Был продуман план финансовой поддержки Банка Москвы и АСВ в рамках санации этого банка выделило ВТБ соответствующий кредит. Если бы лицензию Банка Москвы отозвали, то обязательства АСВ перед вкладчиками составили бы 80 млрд. руб. (7).

В целях устранения обстоятельств, вызывающих неустойчивое финансовое положение Банка Москвы, и обеспечения стабильности его работы предусматривается осуществление следующих основных мер:

- увеличение уставного капитала Банка Москвы на сумму 100 млрд. руб. за счет инвесторов – организаций группы ВТБ;
- предоставление АСВ Банку Москвы обеспеченного залогом займа на сумму 295 млрд. руб. по ставке 0,51% годовых на десять лет; средства на эти цели в виде кредита АСВ на пять лет по ставке 0,5% годовых предоставил Банк России.

Также предусмотрен досрочный частичный возврат суммы займа с учетом поступлений денежных средств от взыскания проблемных активов (5).

Практика показала, что напряжение вокруг санируемых банков после заключения соглашения с агентством быстро спадает. Банки начинают расплачиваться по своим долгам перед клиентами и перестают «генерировать» проблемы для реального сектора экономики. В ряде случаев наблюдается начало восстановления нормальной банковской деятельности – возобновляется выдача кредитов, отмечается приток новых клиентов.

В конце 2009 г. АСВ разработало поправки к Закону «О дополнительных мерах для укрепления стабильности банковской системы в период до 31 декабря 2011 года», в соответствии с которыми АСВ обязано будет проводить финансовый анализ деятельности санируемого банка за два предшествующих года, с тем чтобы выяснить причины возникновения его финансовых трудностей. Такая норма есть в законе о банкротстве, и специалисты агентства считают целесообразным распространить ее на закон о санации. Действующая редакция закона о санации не содержит норм, регламентирующих детальные проверки санированных банков агентством после принятия решения об оздоровлении. Оперативная

оценка финансовой устойчивости банка, которую проводят Банк России и АСВ перед санацией, имеет целью определение необходимости в спасении того или иного банка, а не выявление причин происшедшего. Эта проверка проводится в очень сжатые сроки и на конкретную отчетную дату, а не за период. Поправки к закону стали бы предупредительной мерой. В АСВ считают, что в банковском сообществе необходимо сформировать понимание того, что санация всегда будет сопровождаться поиском возможных виновных в том, что случилось. В АСВ также рассчитывают, что неизбежность масштабной проверки досанационной деятельности банка снизит интерес недобросовестных банкиров к незаконным операциям. Конечной целью этих поправок является сокращение затрат государства на санацию, напрямую зависящих от масштаба вывода активов.

АСВ выявило основные причины, по которым целый ряд банков оказался на грани банкротства в острую фазу кризиса и возникла необходимость их санации. В ходе проверок этих банков оказалось, что частой причиной ухудшения положения большинства санированных банков стала практика использования привлеченных в банк краткосрочных средств для инвестиций в долгосрочные проекты крупных акционеров. Риски по таким кредитам, в отличие от рисков по кредитам, не связанным с банком-заемщиком, не оценивались должным образом, резервы не досоздавались, а залоги в большинстве случаев не оформлялись.

Разновидностью указанной схемы явилось кредитование инвестиционных проектов собственников банков через цепочку подставных фирм. Банк кредитует какую-то компанию, она кредитует следующую компанию и так далее в три–пять этапов. В результате фактическое качество выданного банком кредита нулевое, а реальный объект кредитования не определен. Такие схемы использовались банками, чтобы удовлетворить потребности собственников в заемных средствах в случае, когда они превышали возможности банка. Целый ряд схем, выявленных АСВ в проблемных банках, был чисто мошенническим (4).

В целом полученный опыт позволяет говорить о высоком потенциале агентства в деле предупреждения банкротств банков. У агентства есть основания полагать, что созданный механизм отвечает интересам всех сторон экономического взаимодействия и будет востребован банковским сектором при возникновении кризисных явлений (8).

С самого начала АСВ стремилось к тому, чтобы Закон «О дополнительных мерах для укрепления стабильности банковской системы в период до 31 декабря 2011 года» имел статус постоянно действующего и чтобы за ним были закреплены функции предупреждения банкротства проблемных банков. В конце 2011 г. Совет Федерации одобрил закон о продлении до 2014 г. срока действия закона о дополнительных мерах для укрепления стабильности банковской системы и антикризисных полномочиях Банка России и АСВ. Как отмечают разработчики закона, в условиях нестабильности в мировой экономике целесообразно сохранение возможности применения надзорными органами предусмотренных ранее специальных мер вмешательства в деятельность рынка (7).

В обществе существуют опасения относительно необоснованного применения мер санации как постоянного инструмента. Однако специфика санации заключается в том, что такие меры применяются при возникновении системных угроз. При этом определение таких обстоятельств осуществляется Банком России, отвечающий за стабильность банковской системы и обладающий необходимым инструментарием, позволяющим дать обоснованную оценку наличия или отсутствия такой системной угрозы. При этом агентство само в добровольном порядке не вправе начинать делить какой-нибудь банк и передавать его активы и пассивы, это возможно только после поступления соответствующего поручения от Банка России. При этом в своей деятельности по санации конкретного банка Агентство руководствуется соответствующим планом мероприятий, утвержденным либо Комитетом банковского надзора, либо Советом директоров Банка России (6).

Осенью 2011 г. ЦБ подготовил законопроект, который предусматривает несколько поправок в Закон «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций». В их числе – возможность оздоровления банков без отзыва лицензии и без привлечения АСВ и, соответственно, без предоставления государственных средств на спасение банка. Поправки к закону дают частным инвесторам право на реализацию плана санации банка, которому грозит отзыв лицензии. Если законопроект будет принят, то проблемный банк, который найдет инвестора, готового представить в ЦБ план его финансового оздоровления, сможет продолжать работу с вкладчиками и кредиторами при условии, что регулятор одобрит смену собственника и план финансового оздоровления банка. От инвестора при этом потребуется в течение двух недель погасить неисполненные платежи (как это и предусмотрено законом о банков-

ской деятельности) и в течение года восстановить капитал банка. В ЦБ полагают, что оздоровление банка по такой схеме должно быть выгодно и вкладчикам, и кредиторам. В проекте закона указано, что претендовать на банк может инвестор, владевший не более чем 1% капитала банка (и не имевший косвенного контроля над ним) в течение трех месяцев, предшествовавших появлению у него признаков банкротства. Сделка не будет одобрена, если инвестором захочет стать банк, чье финансовое положение в результате приобретения проблемного актива ухудшится. Разработчики поправок при этом считают, что АСВ имеет смысл заниматься лишь банками, имеющими системную значимость, а данная норма будет применима к более широкому кругу банков. По некоторым оценкам, в группу риска банков с низким уровнем достаточности капитала входят около 100 кредитных организаций. Отказ от господдержки проблемных банков, не имеющих системной значимости, сэкономит казне до трети расходов на спасение этих банков, а на эти цели к концу 2012 г., по некоторым оценкам, может потребоваться 100–200 млрд. руб. (2).

Важной мерой в деле предотвращения банкротства банков стало внесение в марте 2009 г. изменений в Федеральный закон «О банках и банковской деятельности». Изменения предусматривают повышение требований к капиталу банков. С 1 января 2012 г. вступило в силу требование к минимальному размеру собственного капитала в объеме 300 млн. руб. для вновь создаваемых банков. Требования к минимальному собственному капиталу для действующих банков будут повышенены до 300 млн. руб. с 1 января 2015 г. По данным Банка России, количество банков, не отвечающих требованию к минимальному размеру собственного капитала в 180 млн. руб., составляет 103 кредитные организации. Потребность этих банков в капитале оценивается примерно в 5 млрд. руб. Банков с капиталом менее 300 млн. руб. в России 319, их потребность в капитале (с учетом 103 банков с капиталом менее 180 млн. руб.) – 33,2 млрд. руб. (1).

В заключение следует отметить, что кризис показал настоятельную необходимость разработки и проведения реформ системы регулирования банков и финансовой сферы в целом. Такие преобразования, направленные не только на оздоровление банковских систем и совершенствование антикризисных механизмов, но и на предотвращение возможных шоков в будущем, разрабатываются и уже начали осуществляться во многих странах, в том числе и в России (9).

Литература

1. Банкам повысят капитал // Российская газета. – М., 2011. – 6 дек. – Режим доступа: <http://www.rg.ru/2011/12/06/kapital.html>
2. Зубова Е. Кризис случится в конце 2012 года, ЦБ уже расстилает соломку. – Режим доступа: – http://slon.ru/economics/krizis_sluchitsya_v_kontse_2012_goda_tsbt_uzhe_rasstilaet_solomku-730243.xhtml
3. Информация Департамента внешних и общественных связей Центрального банка РФ О заявлении Совета по финансовой стабильности «Стратегические меры в отношении системно значимых финансовых институтов». – Режим доступа: http://www.cbr.ru/Press/Archive_get_blob.asp?doc_id=111122_145633 intern1.htm
4. Мельников А. Мнение специалиста // Эксперт. – М., 2009. – № 30–31. – Режим доступа: http://www.expert.ru/printissues/expert/2009/31/mnenie_goskorporacii
5. Оздоровление банков. Сводная информация о реализуемых АСВ мероприятиях по предупреждению банкротства банков. – Режим доступа: <http://www.asv.org.ru/sanation/>
6. О предупреждении банкротства банков (С заседания Экспертно-аналитического совета при Государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов»). – Режим доступа: <http://justicemaker.ru/view-article.php?id=2&art=2610>
7. Слюсарева И. Деньги будут целы // Российская бизнес-газета. – М., 2011. – № 826(44). – 6 дек. – Режим доступа: <http://www.rg.ru/2011/12/06/banki.html>
8. Турбанов А. Участие Агентства по страхованию вкладов в предупреждении банкротства кредитных организаций // Деньги и кредит. – М., 2009. – № 3. – С. 9–13.
9. Турбанов А. Антикризисные механизмы в банковской системе // Деньги и кредит. – М., 2012. – № 1. – С. 20–23. – Режим доступа: <http://www.asv.org.ru/agency/appearance/show/?id=262934>
10. Федеральный закон «О дополнительных мерах для укрепления стабильности банковской системы в период до 31 декабря 2011 года» № 175-ФЗ от 27 октября 2008 г. – Режим доступа: <http://www.rg.ru/2008/10/28/banki-mery-dok.html>
11. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций» № 40-ФЗ от 25 февраля 1999 г. – Режим доступа: <http://www.legis.ru/misc/doc/989/>
12. Effective resolution of systemically important financial institutions. Recommendations and timelines. – Mode of access: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110719.pdf

13. Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement. – Mode of access: <http://www.bis.org/publ/bcbs201.pdf>
14. Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions. – Mode of access: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf
15. Remarks by FDIC Chairman Sheila C. Bair to the National press club. – Wash., D.C. – June 24, 2011. – Mode of access: <http://www.fdic.gov/news/news/speeches/archives/2011/spjun2411.html>
16. Remarks by FDIC Chairman Sheila C. Bair «Financial reform: The road ahead» delivered at the 20 th Annual Hyman P. Minsky conference: Financial reform and the real economy. – N.Y. – April 15, 2011. – Mode of access: <http://www.fdic.gov/news/news/speeches/chairman/spapr1511.html>
17. Selected sections of the Dodd-Frank Wall street reform and consumer protection act. – Mode of access: http://www.fdic.gov/regulations/reform/dfa_selections.html
18. Statement of Sheila C. Bair, Chairman, Federal deposit insurance corporation on Implementation of the Dodd-Frank Wall street reform and consumer protection act to the Committee on banking, housing, and urban affairs, U.S. Senate; 538 Dirksen Senate office building. February 17, 2011. – Mode of access: <http://www.fdic.gov/news/news/speeches/chairman/spfeb1711.html>

С.С. Костяев

**ФИНАНСОВАЯ РЕФОРМА В США:
ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ**

21 июля 2010 г. президент США Б. Обама подписал Закон Додда–Фрэнка о реформе Уолл-стрит и защите потребителей (Dodd–Frank Wall street reform and consumer protection act) (7). Закон отражает финансовые приоритеты Конгресса США 111-го созыва и администрации Б. Обамы и представляет собой крупнейшую реформу финансового сектора страны со времен Великой депрессии. Критики нового закона отмечают, что, с одной стороны, он не сможет предотвратить очередные экономические кризисы, а с другой – помешает банкам и другим финансовым учреждениям осуществлять кредитование населения.

В дополнение к новым регуляторным механизмам в отношении капитальных инвестиций банков и страховых компаний Закон Додда–Фрэнка вводит нормативы деятельности для хедж-фондов и фондов прямых инвестиций (private equity funds), изменяет определение аккредитованного инвестора, вводит для всех акционерных обществ требование об отчете о соотношении заработной платы руководителя и остальных сотрудников. Также делается попытка облегчить и урегулировать доступ к кредитным ресурсам для всех категорий потребителей финансовых услуг. Более того, вводится система стимулов для развития банковских услуг среди людей с ограниченными доходами.

Спустя два года после принятия закона о финансовой реформе в США страсти по его поводу не только не утихли, но все больше разгораются. И это неудивительно, ведь он вводит несколько сотен новых очень детальных правил для бизнеса и создает новые регулирующие структуры для контроля их исполнения. Многие корпорации, ранее не вовлеченные в баталии по поводу

закона Додда–Фрэнка, сейчас вынуждены нанимать консультантов, чтобы разобраться в его положениях.

Основные положения закона о финансовой реформе

Закон Додда–Фрэнка о реформе Уолл-стрит и защите потребителей состоит из 16 разделов. Он нацелен на изменение регуляторной структуры финансовой системы США за счет создания одних ведомств и ликвидации или объединения других. Предпринимается попытка структурировать систему управления американскими финансами, усилить надзор за теми институтами, которые воспринимаются как системная угроза, вносятся поправки в Закон о федеральной резервной системе США в надежде увеличить степень прозрачности. Закон нацелен на защиту экономики, американских потребителей, инвесторов, бизнесменов и предполагает, что в будущем не потребуется выделять помочь финансовым учреждениям за счет налогоплательщиков. Кроме того, ликвидируется часть пробелов в законодательстве, приведших к финансовому кризису 2008 г. Отныне многие ведомства обязаны регулярно отчитываться перед Конгрессом США по предмету своей деятельности. Среди новых государственных структур следует отметить Совет по надзору за финансовой стабильностью (SNFSC, Financial stability oversight council), Управление финансовых исследований (УФИ, Office of financial research), Бюро финансовой защиты потребителей (БФЗП, Bureau of consumer financial protection). Среди ведомств, подвергшихся реформированию – Федеральная корпорация страхования депозитов (ФКСД, Federal deposit insurance corporation), Комиссия по ценным бумагам и биржам (КЦББ, Securities and exchange commission), Федеральная резервная система (ФРС), Корпорация по защите инвесторов в ценные бумаги (КЗИЦБ, Securities investor protection corporation). Одновременно было ликвидировано Управление надзора за сберегательными учреждениями (Office of thrift supervision) при Министерстве финансов, контролирующее сбербанки и ссудо-сберегательные ассоциации.

В результате, например, все финансовые консультанты обязаны регистрироваться в ФРС, тогда как ранее те из них, кто имел менее 15 клиентов в год, были освобождены от этой обязанности. Кроме того, многие небанковские финансовые учреждения также теперь должны направлять отчетность о своей деятельности в ФРС.

В первом разделе Закона Додда–Фрэнка государство надеяется полномочиями отслеживать системные риски финансовой

системы и издавать новые нормативно-правовые акты. ФРС надеяется новыми полномочиями для надзора за банковскими холдингами. Создается два новых ведомства – Совет по надзору за финансовой стабильностью (СНФС) и Управление финансовых исследований (УФИ). Первое возглавляет министр финансов, а главу второго назначает лично президент США по согласованию с сенатом. СНФС должен собираться на свои заседания не реже раза в квартал для выявления долгосрочных угроз финансовой стабильности, продвижения рыночной дисциплины и определения текущих проблем функционирования финансовой системы США. Одной из функций этого совета также является отслеживание регуляторных предложений и новаций как в США, так и за их пределами и консультировать Конгресс США по этой проблематике.

СНФС и УФИ наделены полномочиями ускорять обмен информацией между всеми ведомствами, регулирующими финансовый сектор США. Более того, СНФС, на который возлагаются основные полномочия, без дополнительного согласования с Конгрессом может брать под контроль проблемные финансовые учреждения, подобные обанкротившемуся в 2008 г. инвестиционному банку «Lehman Brothers». Решение о помещении того или иного финансового заведения под контроль ФРС должно приниматься не менее чем двумя третьими голосов постоянных членов СНФС. Реструктуризация проблемных структур будет проводиться за счет средств специального фонда, взносы в который в обязательном порядке делают все финансовые учреждения с капиталом более 50 млрд. долл. (7). Более того, эти компании обязаны по первому требованию СНФС предоставить информацию о своем финансовом состоянии, о мерах по мониторингу и контролю над рисками, о транзакциях с учреждениями, регулируемыми в качестве банковских заведений, о степени, в которой финансовая деятельность данной компании может представлять угрозу стабильности экономики США. В то же время делается попытка поставить этот совет под надзор, а именно генеральный контролер США имеет право проводить инспекции СНФС и его отдельных членов.

СНФС как высший регуляторный финансовый орган состоит из десяти членов с правом голоса: министра финансов США, который возглавляет совет, контролера денежного обращения, председателя ФРС, директора КЦББ, директора нового ведомства – БФЗП, председателя ФКСД, председателя Комиссии по торговле товарными фьючерсами (КТТФ, *Commodities futures trading commission*), директора Федерального агентства финансирования жи-

лищного строительства (ФАФЖС, Federal housing financing agency), председателя Национального административного совета кредитных союзов (НАСКС, National administrative credit unions council), независимого члена с опытом в сфере страхования, назначенного президентом США с согласия сената на шесть лет. Пять членов СНФС не имеют права голоса: директор УФИ, который также является исполнительным директором СНФС; директор Федерального управления по страхованию (ФУС, Federal insurance office), подразделения Министерства финансов США, учрежденного Законом Додда–Фрэнка; комиссар по страхованию от штатов, назначаемый в ходе специального процесса группой комиссаров по страхованию от 50 штатов на два года; контролер по банкам от штатов, назначаемый контролерами по банкам от штатов на два года; контролер по ценным бумагам от штатов, выбираемый из пула контролеров по ценным бумагам от 50 штатов США.

Ресурсы СНФС практически неограничены. Согласно положениям финансовой реформы, любой государственный служащий США может привлекаться к работе этого совета без дополнительной оплаты, но с сохранением жалованья по основному месту занятости.

Управление финансовых исследований является подразделением Министерства финансов США, учрежденным законом Додда–Фрэнка. Его основная функция состоит в административной, технической, бюджетной поддержке СНФС. Директор этого ведомства назначается на шесть лет и имеет право составлять бюджет своего подразделения и назначать заработные платы сотрудникам в индивидуальном порядке без учета системы оплаты труда федеральных служащих США, описанной в главах 51–53 раздела 5 Свода законов США. Директор УФИ обладает правом «судебной повестки» для того, чтобы иметь право затребовать у финансового заведения необходимую информацию. Директор УФИ отчитывается о своей работе перед сенатским Комитетом по банкам, жилищному строительству и городским делам и Комитетом палаты представителей по финансовым услугам. Данный отчет представляется ежегодно. Более того, Законом Додда–Фрэнка специально оговаривается, что ни одно должностное лицо в США не имеет права требовать данный доклад для предварительного просмотра и одобрения. Таким образом, делается попытка обеспечить независимость данного подразделения Министерства финансов и гарантировать объективность информации, предоставляемой Конгрессу США.

Ресурсы УФИ также неограничены, как и СНФС. Иными словами, директор УФИ может задействовать любого федерального служащего США без дополнительных затрат, его труд будет оплачиваться предыдущим работодателем. Предполагается учреждение Фонда финансовых исследований, из которого в дальнейшем будет финансироваться деятельность УФИ. Ожидается, что через два года с момента основания УФИ выйдет на самоокупаемость. УФИ также наделяется правом вырабатывать методики сбора и представления финансовой отчетности для государственных ведомств, которым они обязаны следовать.

УФИ функционирует при поддержке Центра данных (Data center), который собирает, уточняет, публикует информацию, необходимую для работы СНФС. Источником информации является частный финансовый сектор, общественность и учреждения, подлежащие регулированию штатными и федеральными органами власти. Вторым вспомогательным подразделением УФИ является Центр анализа и исследований (Analysis and research center), который разрабатывает методику оценки угроз финансовой стабильности США; осуществляет мониторинг и представляет доклады Конгрессу США и СНФС о системных экономических рисках; проводит, координирует и финансирует исследования регуляторной системы США; занимается стресс-тестированием учреждений, подведомственных американским надзорным органам; расследует проблемы функционирования финансовых рынков США; проводит исследования воздействия тех или иных мер государственной политики на уровень риска для финансовой системы; продвигает лучшие практики управления рисками.

Второй раздел Закона Додда–Фрэнка регламентирует порядок ликвидации финансовых учреждений. Общими полномочиями в этой сфере наделены ФРС и Федеральная корпорация страхования депозитов; право ликвидировать брокерские фирмы закреплено за ФРС и КЦББ, а право ликвидировать страховые фирмы – за Федеральным управлением по страхованию, новым подразделением Министерства финансов, учрежденным Законом Додда–Фрэнка, и за ФРС.

При прочих равных условиях ФКСД является «основным ликвидатором» всех финансовых учреждений, не подпадающих под контроль КЗИЦБ. При решении вопроса о ликвидации той или иной фирмы ФКСД должна руководствоваться следующими принципами: ликвидация компании должна способствовать финансовой стабильности США; владельцы акций ликвидируемой

фирмы получают компенсацию после выплаты данной компанией всех своих долгов и обязательств; кредиторы получают компенсацию в установленном законом порядке; руководство и члены совета директоров ликвидируемой компании должны быть уволены, если это не было сделано ранее; акции ликвидируемой фирмы не должны выкупаться ФКСД.

Закон Додда–Фрэнка санкционирует создание специального Фонда упорядоченной ликвидации под управлением ФКСД. При этом Фонд страхования депозитов ФКСД сохраняется в неизменном виде. Фонд упорядоченной ликвидации пополняется за счет специальных, основанных на учете рисков сборов (risk-based assessment fee), собираемых с финансовых учреждений, обладающих активами на сумму не менее 50 млрд. долл. (7). Периодически ФКСД проводит оценку всех финансовых фирм для того, чтобы определить необходимость уплаты этих сборов. Параметры оценки рисков определяются СНФС и включают: экономические условия в стране; статус конкретной фирмы (является ли она застрахованным заведением и членом ФКСД, членом КЗИЦБ, застрахованным кредитным союзом, страховой компанией); степень сбалансированности активов и пассивов; доля фирмы на рынке; риски ликвидации, связанные с ухудшением экономической ситуации; наличие задолженности перед другими финансовыми учреждениями и ее структура; стабильность и разнообразие доходов компании; роль компании как кредитора домашних хозяйств, предприятий, местных и региональных органов власти и в целом как источника ликвидности на финансовом рынке; эффективность системы владения и управления компанией.

При ликвидации компаний согласно положениям этого раздела Закона Додда–Фрэнка государство несет ответственность не более чем за 10% общих консолидированных активов, или 90% справедливой стоимости (fair value) общих консолидированных активов (7). При нехватке имеющихся активов ФКСД имеет право продавать и покупать ценные бумаги с целью привлечения средств, необходимых для упорядоченной ликвидации той или иной фирмы. Все расходы по ликвидации фирм должны покрываться за счет продажи активов и сборов в Фонд упорядоченной ликвидации. Использование средств налогоплательщиков не допускается.

Решение о ликвидации той или иной компании по второму разделу Закона Додда–Фрэнка принимает министр финансов США после консультаций с президентом США. Главное контрольно-финансовое управление (ГКФУ, Government accountability office)

Конгресса США проводит проверку этого решения и направляет отчет в Конгресс США. Решение о ликвидации вступает в силу после утверждения Комиссией по управлению упорядоченной ликвидацией (Orderly liquidation authority panel), которая учреждается в суде по банкротствам США по округу Делавэр. Данная комиссия состоит из трех судей этого округа, назначаемых председателем суда. Если судьи утверждают решение о ликвидации, принятое министром финансов, то оно вступает в законную силу. Если – нет, министр финансов имеет право скорректировать свое решение или обжаловать вердикт этой комиссии в апелляционном суде США по третьему округу и далее – в Верховном суде США.

Третий раздел Закона Додда–Фрэнка посвящен перераспределению полномочий между различными ведомствами, регулирующими финансовую систему США. Сумма депозита, застрахованного в ФКСД и Национальном фонде страхования кредитных союзов (НФСКС, National credit union insurance fund), увеличивается с 100 тыс. до 250 тыс. долл. (7).

Четвертый раздел закона о финансовой реформе США посвящен регулирование хедж-фондов. Предусматривается увеличение объема отчетности, направляемой инвестиционными советниками в федеральные ведомства, однако делаются исключения для советников фондов венчурного капитала, семейных фондов и советников, управляющих активами в размере менее 150 млн. долл. Изменяется и определение аккредитованного инвестора, под которым отныне понимается лицо с активами более 1 млн. долл. за четыре года, из данной суммы исключается стоимость жилья. КЦБ имеет право увеличивать эту сумму в соответствии с инфляцией (7).

Данный раздел Закона Додда–Фрэнка санкционирует следующие мероприятия: ГКФУ должно каждые три года определять пороговое значение для вычисления того, является ли то или иное лицо аккредитованным инвестором или нет; ГКФУ должно определить необходимость учреждения саморегулирующихся организаций для определенного типа финансовых учреждений; КЦБ обязывается изучать феномена «коротких продаж».

Пятый раздел закона о финансовой реформе представляет собой свод правил в отношении страхования. Он учреждает в рамках Министерства финансов США Федеральное управление по страхованию (ФУС), целью которого является: мониторинг всех аспектов страховой деятельности (за исключением медицинского страхования, отдельных видов долгосрочного страхования и страхования сельскохозяйственных культур) с целью выявления про-

белов в регуляторном режиме, которые могут привести к финансово-му кризису; мониторинг степени доступности страховых услуг для национальных меньшинств и людей с низкими доходами (за исключением медицинского страхования); выработка рекомендаций для СНФС в отношении тех страховых компаний, которые могут угрожать финансовой стабильности; помошь страховым надзорным ведомствам штатов в работе с федеральными органами власти; администрирование программы страхования от терроризма; координация по вопросам международного страхования. Директор ФУС назначается министром финансов США. Данное ведомство имеет право затребовать необходимую информацию у любой страховой компании. Регуляторные меры штатов в отношении страховых компаний должны быть заменены положениями Закона Додда-Фрэнка в той степени, в которой они предъявляют более жесткие требования к зарубежным страховым корпорациям, при условии, что США имеет соответствующий договор с иностранным государством о сотрудничестве в сфере страхования.

Шестой раздел реформы финансовой системы США посвящен регулированию банковской системы. Одной из основных новаций является введение так называемого правила Волкера, названного в честь бывшего председателя ФРС Пола Волкера. Это правило запрещает коммерческим банкам инвестировать в хедж-фонды и фонды прямых инвестиций, а также запрещает банковским служащим совершать операции с ценными бумагами за счет средств банка и с целью получения прибыли для банка. При этом производить торговлю ценными бумагами в процессе обслуживания своих клиентов данное нововведение не запрещает. Его цель запретить коммерческим банкам спекулировать на рынке ценных бумаг, поскольку они имеют привилегии страховать депозиты своих вкладчиков и обращаться в случае необходимости к льготному кредитованию через дисконтное окно ФРС. Согласно закону, банки теперь могут вкладывать в хедж-фонды не более 3% капитала (7). Правило Волкера впервые было вынесено на общенациональное обсуждение президентом США Б. Обамой 21 января 2010 г. Правило Волкера вступает в законную силу 21 июля 2012 г.

Кроме того, любые контакты банков с хедж-фондами теперь подлежат раскрытию для исключения возможного конфликта интересов. В свое время большой шум наделала история с банком «Goldman Sachs», который возглавлял Генри Полсон до занятия должности министра финансов США. Этот инвестиционный банк рекомендовал своим клиентам покупку пресловутых субстандартных

ипотечных кредитов (subprime mortgages), в то время как сам банк активно избавлялся от них, в том числе и через свои хедж-фонды.

Седьмой раздел Закона Додда–Фрэнка нацелен на регулирование внебиржевого рынка ценных бумаг. Два вида ценных бумаг находятся в центре внимания – свопы на дефолт по кредиту и кредитные деривативы. Общее требование к деривативам заключается в том, что расчеты по ним должны проходить через биржи или клиринговые палаты. Операции с деривативами регулируются Комиссией по торговле товарными фьючерсами и КЦББ, однако последняя имеет приоритетное право на нормотворческую деятельность в отношении деривативов, основанных на ценных бумагах. Закон Додда–Фрэнка закрывает лазейку для свопов, основанных на ценных бумагах, которые ранее не подлежали регулированию из-за соответствующего положения в Законе о финансовой модернизации Грэмма–Лича–Блейли (Gramm Leach Bliley Financial modernisation act). КТТФ и КЦББ должны проводить консультации друг с другом и с ФРС, прежде чем принимать те или иные подзаконные акты в отношении свопов.

Восьмой раздел Закона Додда–Фрэнка наделяет ФРС полномочиями по выработке универсальных стандартов управления рисками, увеличению ликвидности системно значимых финансовых инструментов.

Девятый раздел закона о реформировании финансовой системы США называется «Защита инвесторов и улучшение системы регулирования ценных бумаг». Он перекраивает структуру и полномочия КЦББ, внедряет новую систему регулирования рейтинговых агентств и взаимоотношений между инвесторами и брокерами. Для защиты инвесторов вводятся регламенты, за исполнением которых будет следить Управление кредитных рейтингов КЦББ. Эти правила регулируют деятельность рейтинговых агентств, чтобы повысить их ответственность перед инвесторами и исключить ситуацию, имевшую место с «Lehman Brothers», когда накануне банкротства финансовый институт получает самые высокие рейтинги кредитоспособности. Кроме того, ритейловые продавцы финансовых услуг теперь обязаны в самом подробном виде раскрывать все возможные риски и конфликты интересов. Для контроля исполнения этого требования учреждается специальное Управление защиты инвесторов в рамках КЦББ.

Данный раздел также дает право КЦББ принять подзаконный акт, регламентирующий фидуциарную обязанность¹ брокера по отношению к своему клиенту. Эта комиссия обязана провести исследование практики оказания брокерских услуг и доложить Конгрессу США о результатах.

Кроме того, закон наделяет государство новыми полномочиями для ужесточения нормативов финансовой отчетности, чтобы предотвращать мошенничества и ситуации конфликта интересов со стороны финансистов.

Для улучшения системы контроля исполнения финансовых правил учреждается «Программа стимулирования осведомителей», по которой лицо, сообщившее о нарушении, по которому взыскан штраф свыше 1 млн. долл., получает от 10 до 30% суммы штрафа (7). Подобная мера была введена налоговым управлением США – Службой внутренних доходов (Internal revenue service) еще в 2006 г. и доказала свою эффективность.

Для контроля над рейтинговыми агентствами, которые внесли свою лепту в экономический кризис 2008 г., в рамках КЦББ создается Управление кредитных рейтингов (УКР). Основной задачей этого подразделения является надзор за национально признанными статистическими рейтинговыми организациями (НПСРО, nationally recognized statistics rating organizations). Такие организации обязаны создать эффективную внутреннюю структуру по управлению методиками составления кредитных рейтингов. НПСРО должны ежегодно отправлять в УКР отчеты о своей деятельности. Маркетинговые и иные обстоятельства не должны влиять на рейтинги, вырабатываемые НПСРО. Рейтинговые агентства должны выработать процедуры для избегания конфликта интересов среди своих сотрудников при смене мест работы, обработки жалоб клиентов, уведомления клиентов о совершенных ошибках. Оплата труда сотрудника рейтингового агентства, ответственного за соблюдение федеральных нормативов и регламентов, не должна зависеть от степени доходности фирмы, в которой он работает. НПСРО обязаны уведомлять КЦББ о подозрениях в нарушениях законодательства со стороны эмитентов ценных бумаг. Для улучшения системы корпоративного управления НПСРО эмитенты обязаны иметь в советах директоров не менее двух независимых членов.

¹ Фидуциарная обязанность – это обязанность агента действовать честно и грамотно в интересах заказчика. – *Прим. авт.*

КЦББ наделяется правом отменить регистрацию НПСРО целиком или в отношении отдельного вида ценных бумаг, если посчитает, что последняя не имеет достаточных ресурсов для рейтингования той или иной категории ценных бумаг. Более того, КЦББ отныне определяет методику и методологию кредитных рейтингов. УКР обязан ежегодно инспектировать одно из рейтинговых агентств и публиковать результаты. Закон Додда–Фрэнка предписывает НПСРО публиковать методологию, способы сбора и все промежуточные этапы составления кредитных рейтингов. КЦББ должна следить за рейтинговыми агентствами, с тем чтобы разные виды услуг – рейтингование, консультирование и т.п. – не вступали в конфликт интересов друг с другом. Генеральный контролер США обязан провести исследование на предмет выявления альтернативных бизнес-моделей НПСРО, чтобы обеспечить объективность вырабатываемых ими рейтингов.

На Бюро финансовой защиты потребителей (БФЗП) возлагается обязанность жестко регулировать хедж-фонды, схемы ипотечного и потребительского кредитования, рынок деривативов и других финансовых инструментов. В частности, банки, учрежденные штатами, могут покупать и продавать деривативы, только если такое право прописано в законе о создании банка, иными словами, фактически торговля деривативами для таких банков запрещена, ведь они были созданы задолго до того, как появился этот финансовый инструмент.

Внедряются новые правила корпоративного управления. В частности, акционеры американских компаний отныне обладают правом совещательного голоса в назначении размера оплаты труда и бонусов топ-менеджменту. Кроме того, руководство корпораций теперь обязано объяснять своим акционерам, почему одно и то же лицо занимает должность председателя совета директоров и генерального директора. Весьма распространенная практика в деловой среде.

Реальное влияние Закона Додда–Фрэнка на финансовую систему США будет зависеть от практики его реализации. Он предписывает КЦББ принять 400 новых регламентов, провести 47 исследований и подготовить 74 доклада, которые могут привести к новым нормативно-правовым актам. Поэтому сейчас слово за бизнесом.

Борьба вокруг реформы финансовой системы США

Финансовая реформа, по мнению представителей интересов большого бизнеса США, не решает ключевых проблем рынка ка-

питала: наличие регуляторов с дублирующими функциями, выборочное применение правил и нормативов. Основная претензия американского бизнеса к Закону Додда–Фрэнка – создание БФЗП, которое призвано стоять на страже интересов рядовых потребителей услуг банков и других финансовых учреждений. В официальном заявлении Торговой палаты США указывается, что «новое агентство добавляется к уже существующей, раздутой и неэффективной системе финансовых регуляторов (Федеральная резервная система, КЦББ и др. – *Авт.*), в то время как ключевые проблемы, такие как будущее «Freddie Mac» и «Fannie Mae», остаются нерешенными» (9).

Среди задач Торговой палаты США, связанных с нормами Закона Додда–Фрэнка, значатся: воздействие на БФЗП с целью ограничить его полномочия; недопущение «ограничения потребительского выбора»; борьба с «федерализацией ценообразования на кредитные и другие финансовые услуги банков» (9). Под этими красивыми словами скрывается нежелание банков отказываться от схем, которые многие аналитики называют не иначе как мошенническими.

Только одна «услуга» – плата за овердрафт (overdraft protection fee), позволяющая делать покупки держателям дебетовых карт даже при негативном балансе, приносит банкам десятки миллиардов долларов. (Практика показывает, что зачастую клиент «уходит в минус» на 1–2 долл., но банк взимает пресловутую плату за овердрафт в размере 35 долл. и более.) Эта «услуга» стала предметом коллективного иска (class action suit) клиентов «Bank of America». Теперь при заключении договора с банком клиент имеет право в специальном порядке отказаться от этой «услуги».

Большой бизнес также намерен ограничить регулирование деривативов, раздутый рынок которых стал одной из причин мирового экономического кризиса, а также заработную плату менеджмента и корпоративных управленцев в целом.

Стратегия большого бизнеса в отношении финансовой реформы претерпела длительную эволюцию. Сначала представители бизнеса пытались дискредитировать саму идею изменений регуляторного режима рынка капитала, когда стало очевидным, что принятие закона в том или ином виде абсолютно неизбежно, все усилия были брошены на внесение необходимых бизнесу поправок. В частности, почла в бозе идея восстановить разделение коммерческих и инвестиционных банков, введенное во время Великой депрессии Ф. Рузвельтом и отмененное Б. Клинтоном с подачи

министра финансов Р. Рубина, который впоследствии получил хлебное место в совете директоров «Citigroup». После принятия закона финансисты занялись попытками оспорить отдельные положения Закона Додда–Фрэнка в судебном порядке и скорректировать нормативно-правовые акты, которые издает КЦББ, после вступления в силу основных положений финансовой реформы.

21 июля 2011 г. республиканская палата представителей с подачи Американской ассоциации банкиров приняла законопроект о повышении безопасности и надежности финансовой защиты потребителей (5). Согласно этому биллю, СНФУ может отменить нормативно-правовой акт, принятый столь нелюбимым бизнесом БФЗП, не двумя третьими голосов его членов, как определено в Законе Додда–Фрэнка, а простым большинством. Это лишь одна из шпилек, которую крупный капитал пытается воткнуть в финансовую реформу администрации Б. Обамы.

«TCF Financial Corp.» пыталась оспорить соответствие Конституции одного из положений финансовой реформы – так называемую поправку Дурбина, согласно которой ФРС имеет право ограничивать плату, взимаемую банками за проведение операций с дебетовыми банковскими картами. Однако апелляционный суд отверг претензии банка. Еще один камень преткновения – статья 953(б). Эта статья предписывает Комиссии по ценным бумагам и биржам внести поправки в федеральные административные акты, согласно которым все публичные компании должны предоставлять следующие данные: среднеарифметический годовой заработок всех своих сотрудников, за исключением генерального директора; годовой доход генерального директора; соотношение первого и второго показателей. Законопроект от 21 июля 2011 г. направлен на отмену этой статьи Закона Додда–Фрэнка.

С 2010 г. и по первую половину 2011 г. расходы на «отношения с правительством» (т.е. на лоббирование) Американской ассоциации банкиров составили более 16,2 млн. долл. Использовались лоббисты 14 консалтинговых фирм, среди них такие гиганты рынка, как «Covington & Burling» и LLP. Расходы бизнеса за аналогичный период – около 20 млн. долл., тогда как Торговой палаты США, считающейся «главным рупором крупного капитала», – немногим более 1 млн. долл. (8).

Попытки большого бизнеса США предотвратить принятие Закона Додда–Фрэнка оказались тщетными. Судебные тяжбы также пока безрезультатны. Перспективы одобрения в демократическом сенате различных поправок к реформе, принятых республиканской

палатой представителей, остаются призрачными. Единственный шанс на их вступление в законную силу – включение этих биллей в пакетное соглашение в переговорах по лимиту госдолга. Воздействие на регуляторов в условиях, когда Белый дом занимает демократ, не всегда эффективно, хотя бывают и исключения. Переломными для большого бизнеса могут оказаться выборы президента США в ноябре 2012 г.

Профильный комитет Конгресса США одобрил законопроект «Об облегчении обременительного сбора данных», позволяющий американским корпорациям не раскрывать сведения о разрыве в оплате труда высшего менеджмента и рядовых сотрудников. Большой бизнес одержал первую победу на пути принятия этого закона. Скорее всего, он будет принят республиканской палатой представителей, но пройти через демократический сенат сможет лишь в качестве элемента пакетного соглашения. Скажем, в ходе переговоров об увеличении лимита государственного долга, которое должно произойти до 2 августа 2012 г., иначе США впервые за всю историю могут объявить дефолт по своим обязательствам. Лоббистская кампания в поддержку этого законопроекта проходит на фоне национальной дискуссии об увеличении имущественного неравенства в США.

Наступление на КЦББ идет по всем фронтам. Так, 23 июня 2011 г., на следующий день после одобрения законопроекта, комитет палаты представителей по ассигнованиям отверг предложенное администрацией Б. Обамы увеличение бюджета КЦББ, которое было необходимо для найма новых сотрудников, чьей задачей стал бы контроль над ходом финансовой реформы.

Среди авторов законопроекта «Об облегчении обременительного сбора данных» член палаты представителей от третьего округа Нью-Йорка П. Кинг, получивший, по данным американской некоммерческой организации «Центр за ответственную политику», значительную сумму денег в предвыборный фонд от корпорации «General dynamics», выступающей за отмену злополучной статьи (3).

Примечательна и скорость, с которой рассматривается этот билль. 14 марта 2011 г. он был внесен в палату представителей, а через два дня по нему уже провели слушания в подкомитете по финансовым рынкам и государственным предприятиям комитета палаты представителей по финансовым услугам. 3–4 апреля 2011 г. он был рекомендован к рассмотрению на комитете, где был одобрен 22 июня 2011 г. и направлен на пленарное заседание всей палаты.

Инициатор рассматриваемого законопроекта член палаты представителей Н. Хейуорт заявила, что «требуемые вычисления – тяжелое бремя для компаний, особенно тех, которые ведут бизнес по всему миру» (4). Однако «действительная причина того, что республиканцы в палате представителей хотят держать заработок типичного сотрудника в секрете, – неудобное положение, в котором находятся многие компании, вынужденные объявить, что их руководство получает в 400 раз больше своего среднестатистического работника», отмечал автор ст. 953(б), сенатор-демократ от Нью-Джерси Р. Менендес (6).

По данным исследования, проведенного в Массачусетском технологическом институте и ФРС, с 1970-х годов доходы руководителей корпораций с учетом инфляции выросли в четыре раза, тогда как заработки 90% американцев не изменились. В 1970 г. зарплата руководителя корпорации в 28 раз превышала зарплату рядового сотрудника, а к 2005 г. это соотношение выросло до 158 раз. В исторической перспективе США вернулись к ситуации 1920-х годов. По данным Бюро переписи населения, в 1929 г. при президенте-республиканце Г. Гувере коэффициент Джини составлял 45. Сегодня же он составляет 46,8 (10).

Лоббистскую кампанию за отмену статьи закона о финансовой реформе еще год назад начала 81 крупнейшая акционерная корпорация США, в частности «McDonald's», «General dynamics», «American airlines», IBM. Особенность стратегии большого бизнеса – использование ведущей в стране Ассоциации по политике в области трудовых ресурсов (HR Policy Association) и нежелание засвечивать работу по этому направлению в отчетах собственных корпоративных лоббистов. Эта ассоциация объединяет более 250 директоров по персоналу крупнейших американских корпораций. Для решения своих задач она пользуется услугами юридической фирмы «McGuiness & Yager», которая специализируется на трудовом законодательстве. По отчетной документации лоббистов с 2010 г. по первый квартал 2011 г. гонорары этой фирмы составили 1,9 млн. долл. (8). Среди объектов приложения усилий – палата представителей, сенат и Комиссия по ценным бумагам и биржам. Интересно отметить, что Дж. Макгиннес одновременно является руководителем и ассоциации, и юридической фирмы; иными словами, он как руководитель ассоциации нанял себя как главу консалтинговой фирмы для оказания лоббистских услуг самому себе.

Как отмечает исследователь американской экономики В.К. Кулакова, «эффективность нового инструментария поддержания фи-

нансовой стабильности, появляющегося в результате принятия Закона Додда–Фрэнка, а также других инструментов, применяемых регуляторами, в значительной степени будет зависеть от того, как именно будут применяться вышеизложенные механизмы, насколько сильно удастся финансовому лобби повлиять на регуляторов. Эффективность мер внутри страны будет также зависеть от успешности и согласованности международной реформы финансового регулирования, лидером которой выступают США» (1, с. 27).

В заключение следует подчеркнуть, что с конца 2011 г. экономика США показывает признаки выхода из рецессии. В 2011 г. рост реального ВВП страны, по предварительным оценкам, был равен 1,7% по сравнению с 2010 г., что значительно ниже роста ВВП в 2010 г. (по сравнению с 2009 г.), составившего 3,0%. Однако в январе 2012 г. розничные продажи выросли на 5,8% по отношению к январю предыдущего года. В декабре 2011 г. общий объем продаж увеличился на 10% по сравнению с декабрям 2010 г. Строительство жилья в январе 2012 г. увеличилось на 9,9% относительно января года ранее. Имеется оживление и на рынке жилья, его продажи в январе 2012 г. выросли на 3,5% по сравнению с январем 2011 г. (10). Можно заключить, что реформирование финансовой системы начало позитивно сказываться на американской экономике. Доверие как ключевой компонент снижения транзакционных издержек было в значительной степени восстановлено, благодаря пока что психологическому эффекту введения новой системы регуляторных мер, многие из которых, в частности правило Волкера, еще не вступили в силу.

Литература

1. Кулакова В.К. Поддержание стабильности финансовой системы в США: Новый инструментарий в руках государства // Перспективы социально-экономического развития США после кризиса 2008–2009 гг. / Под ред. Э.В. Кириченко. – М.: ИМЭМО РАН, 2012. – 168 с.
2. American bankers association. – Mode of access: <http://www.aba.com/default.htm> (data of access 15.07.2011)
3. Center for responsive politics. – Mode of access: <http://www.opensecrets.org/> (data of access 15.07.2011)
4. Hayworth N. Press release. March 14, 2011. – Mode of access: <http://hayworth.house.gov/press-releases/hayworth-to-hold-three-town-hall-meetings-saturday/> (data of access 14.03.11)

5. H.R. 1315: Consumer financial protection safety and soundness improvement act of 2011. – Mode of access: <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d112:h.r.1315>
6. Menendez R. Press release. June 22, 2011. – Mode of access: <http://menendez.senate.gov/> (data of access 22.06.11)
7. The Dodd–Frank Wall street reform and consumer protection act. – Mode of access: www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf
8. The Lobbying disclosure act of 1995 database. – Mode of access: <http://soprweb.senate.gov/index.cfm?event=selectfields> (data of access 15.07.2011)
9. U.S. Chamber of commerce. – Mode of access: <http://www.uschamber.com/> (data of access 15.07.2011)
10. U.S. Department of commerce. Economics and statistics administration. – Mode of access: <http://www.esa.doc.gov/about-economic-indicators> (data of access 01.03.2012)

Экономические и социальные проблемы России

Сборник научных трудов

2012 № 1

ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И ЕГО ПОСЛЕДСТВИЯ

Редакторы-составители выпуска –
канд. экон. наук **Семеко Галина Викторовна**,
канд. экон. наук **Пехтерева Елена Александровна**

Художественный редактор Т.П. Солдатова

Технический редактор Н.И. Романова

Компьютерная верстка О.В. Егорова

Корректор В.И. Чеботарева

Гигиеническое заключение

№ 77.99.6.953.П.5008.8.99 от 23.08.1999 г.

Подписано к печати 12/V – 2012 г. Формат 60x84/16

Бум. офсетная № 1. Печать офсетная Свободная цена

Усл. печ. л. 9,75 Уч.-изд. л. 8,5

Тираж 300 экз. Заказ № 69

**Институт научной информации по общественным наукам РАН,
Нахимовский проспект, д. 51/21, Москва, В-418, ГСП-7, 117997**

Отдел маркетинга и распространения информационных изданий

Тел/Факс (499) 120-45-14

E-mail: inion@bk.ru

Отпечатано в ИНИОН РАН
Нахимовский проспект, д. 51/21,
Москва, В-418, ГСП-7, 117997

042(02)9