

# Вопросы ЭКОНОМИКИ<sup>TM</sup>

[www.vopreco.ru](http://www.vopreco.ru)

В НОМЕРЕ :

Мировые дисбалансы сбережений и инвестиций

---

Возвращение российской экономики  
на траекторию роста

---

За пределами политэкономии Мински

---

О новых конфигурациях собственников  
в российском крупном бизнесе

---

6

2 0 1 1

---

---

# CONTENTS

---

---

## MACROECONOMY

<b>L. Grigoriev, A. Ivashchenko</b> — Global Investment—Saving Balance .....	4
<b>B. Zamaraev, A. Kiyutsevskaya, A. Nazarova, E. Sukhanov</b> — Russian Economy's Returning to a Growth Curve: It's Time to Summarize .....	20
<b>A. Apokin</b> — Towards New Policy Incentives for Fixed Capital Investment and Technological Upgrades in Russia.....	43

## MONETARY POLICY

<b>S. Andryushin, V. Kuznetsova</b> — Monetary Policy's Priorities of Central Banks in New Conditions.....	57
<b>A. Rakviashvili</b> — Modern Banking System as a Source of Cyclic Development of Market Economy .....	71

## PROBLEMS OF THEORY

<b>S. DellaVigna</b> — Psychology and Economics: Evidence from the Field. Part III. Nonstandard Decision Making and Market Response.....	82
<b>A. Nesvetailova</b> — Beyond the Minskyan Political Economy: Liquidity and Financial Innovation in the Global Credit Crunch .....	107

## SPECIFICS OF RUSSIAN BUSINESS

<b>Ya. Pappe, N. Antonenko</b> — On New Configurations of Owners of Russian Big Business .....	123
<b>I. Gurkov, E. Avraamova</b> — Russian Companies in Search of Sustainable Development .....	138
<b>A. Vilensky</b> — The Paradox of Small Business Support: Preliminary Outcomes of the Crisis .....	149

---

<b>Abstracts</b> .....	156
------------------------	-----

**МАКРОЭКОНОМИКА**

<b>Л. Григорьев, А. Иващенко</b> — Мировые дисбалансы сбережений и инвестиций.....	4
<b>Б. Замараев, А. Киюцевская, А. Назарова, Е. Суханов</b> — Возвращение российской экономики на траекторию роста: время подводить посткризисные итоги .....	20
<b>А. Апокин</b> — Повышение стимулов для инвестиций в основной капитал и технологии: основные направления экономической политики .....	43

**ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА**

<b>С. Андриюшин, В. Кузнецова</b> — Приоритеты денежно-кредитной политики центральных банков в новых условиях .....	57
<b>А. Раквишвили</b> — Современная банковская система как источник циклического развития рыночной экономики.....	71

**ВОПРОСЫ ТЕОРИИ**

<b>С. Делавинья</b> — Психология и экономика: результаты эмпирических исследований. Часть III. Нестандартное принятие решений и реакция рынка.....	82
<b>А. Несветайлова</b> — За пределами политэкономии Мински: ликвидность и финансовые инновации в контексте глобального кредитного кризиса .....	107

**ОСОБЕННОСТИ РОССИЙСКОГО БИЗНЕСА**

<b>Я. Паппэ, Н. Антоненко</b> — О новых конфигурациях собственников в российском крупном бизнесе .....	123
<b>И. Гурков, Е. Аврамова</b> — Российские компании в поисках выхода на траекторию устойчивого развития .....	138
<b>А. Виленский</b> — Парадокс поддержки малого бизнеса: предварительные итоги кризиса .....	149

---

Аннотации к статьям номера (на английском языке) .....	156
Льготная подписка на журнал «Вопросы экономики» .....	159

*Л. ГРИГОРЬЕВ,  
кандидат экономических наук,  
профессор НИУ ВШЭ,  
замгенерального директора  
Российского энергетического агентства (РЭА),*

*А. ИВАЩЕНКО,  
аспирант МГУ имени М. В. Ломоносова,  
начальник отдела РЭА*

## **МИРОВЫЕ ДИСБАЛАНСЫ СБЕРЕЖЕНИЙ И ИНВЕСТИЦИЙ**

Данная работа преследует несколько целей. Во-первых, мы охарактеризуем теоретические основания процессов сбережений агентами в одних странах и инвестиций в тех же или иных странах. Во-вторых, выявим структуру потоков капитала между основными экономическими агентами. В-третьих, проанализируем глобальный дисбаланс сбережений с точки зрения экономического роста и решения глобальных проблем. В-четвертых, покажем соотношение объемов сбережений и капиталовложений в условиях подъема с начала 2000-х годов и последовавшего глобального кризиса. В-пятых, рассмотрим значение этих потоков и балансов для вложений в развитие, в том числе сформулируем проблему дисбалансов, обуславливающих возникновение кризисов. В статье не затрагиваются процессы передачи сбережений с помощью финансовых институтов и проблемы финансовой архитектуры современной мировой экономики.

### **Теоретические основы анализа**

Для полноценного анализа многочисленных проблем мировой экономики необходимо осмыслить ключевой аспект развития — накопление капитала, причем в глобальных масштабах. Капиталовложения выступают связующим звеном между современной экономикой, с ее проблемами, решениями экономических агентов, и будущей экономикой, с ее ресурсами и возможностями. Разумеется, в каждом отдельном случае решение об инвестициях принимают домохозяйства, фирмы, государственные органы, финансируя капиталовложения из семейных сбережений, прибыли фирм, налоговых доходов правительства.

В целом объем глобальных капиталовложений должен соответствовать величине сбережений, перераспределенных финансовой системой от других агентов и даже других стран. Суммарный объем мировых капиталовложений составляет примерно 14 трлн долл., или около 21,5% мирового ВВП. Преобладающая их часть проходит через финансовую систему. Чем более развиты рынки, тем (в общем случае) выше степень интермедиации (посредничества), сильнее зависимость уровня и сроков капиталовложений от доступности, длительности и стоимости финансовых ресурсов.

Этим вопросам посвящена огромная литература, но и в самих мировых процессах перераспределения сбережений, и в осмыслении итоговых результатов глобального накопления реальных активов остается много неясного. Какие страны сберегают, за счет каких экономических агентов, почему не используют свои сбережения, а экспортируют их в страны, абсорбирующие чужие сбережения, — это стартовые вопросы анализа. Разумеется, можно найти общий ответ на них в рамках макроэкономических теорий. Но здесь надо учитывать реалии нашего мира, временные ограничения перетока ресурсов, факторы накопленного капитала, государственной политики, институциональных особенностей стран и их способностей сберегать и инвестировать.

Принципиально важный исходный момент для анализа этой проблемы — различие мотивов для сбережений агентов на микроуровне (домохозяйств, фирм, других агентов) и инвестирования на всех уровнях. Столетиями сбережения перемещались между экономикami: сначала тамплиерами, затем — итальянскими банкирами в Средние века, потом — английскими и голландскими банкирами, позднее сформировалась современная финансовая система. За это время произошли сотни финансовых паник и многие тысячи банкротств, что показывает рискованность процесса сбережения для тех, кто надеется на высокий или длительно устойчивый процент<sup>1</sup>. Но по-прежнему пенсионные фонды ищут варианты долгосрочных надежных вложений, рисковый капитал мечется по миру в надежде получить высокий доход и успеть уйти из страны (фонда, банка и т. д.) до девальвации, дефолта или просто кризиса. В этих условиях лишь внутренние инвестиции стран и прямые иностранные инвестиции (ПИИ) обеспечивают вложения в развитие.

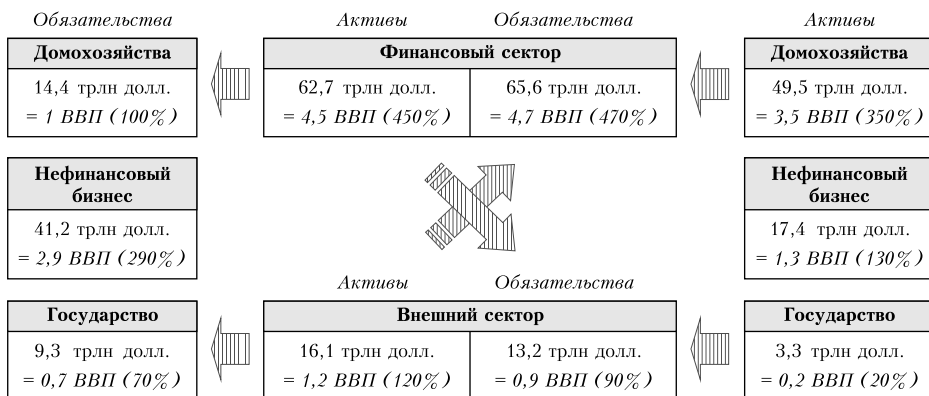
Построить баланс страны по сбережениям и инвестициям можно в рамках концепции «движение капиталов» (flow of funds), которая позволяет понять, как сберегают различные секторы экономики. На рисунке 1 представлен реальный баланс внутренних сбережений США за 2007 (предкризисный) год. Для целей данной работы нас интересует то, что обычно называют «стилизованными фактами», — совокупность статистической информации, дающая достоверное представление о реальном объекте исследования. Огромные заимствования американского нефинансового бизнеса и государства у финансового сектора обеспечены сбережениями населения и иностранными сбережениями.

<sup>1</sup> Об истории развития финансовой системы и истории финансовых кризисов см.: *Kindleberger C. P., Aliber R. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. L.: Palgrave Macmillan, 2005.

Речь идет уже не о едином внешнем балансе «США визави остальной мир», а о сложной картине движения потоков средств через весь мир<sup>2</sup>.

В 2007 г. объем американской финансовой системы достигал 62–65 трлн долл. Страна вложила триллионы долларов за границей, прежде всего в форме ПИИ, и получила еще больше (особенно в форме облигаций)<sup>3</sup>. Перетоки доходов для США сопоставимы, но тема доходности ранее вывезенных сбережений носит самостоятельный характер. Обычно о ней говорят при дефолтах по внешнему долгу или угрозе его реструктуризации, когда заемщик, набрав (как сейчас Греция) слишком много займов по сравнению со своими возможностями обслуживать внешний долг, создает угрозу дефолта. В данной работе мы не затрагиваем важный вопрос балансов инвестиционных позиций развитых и развивающихся стран, хотя при отрицательной инвестиционной позиции развитые страны зачастую имеют положительный инвестиционный доход от операций с внешним миром за счет разницы в процентных ставках по займам и вложениям.

**Финансовый баланс секторов экономики США (flow of funds),  
накопленный итог, 2007 г. (трлн долл. и % ВВП)**



Источники: Federal Reserve, расчеты авторов.

Рис. 1

Теоретический анализ движения сбережений на агрегированном уровне (страны) требует перехода к межстрановой динамике. Изучение процессов формирования сбережений и накопления основного капитала в разрезе развитых и развивающихся стран предполагает совместный анализ их общих макроэкономических счетов и платежных балансов. Нельзя оценивать накопление резервов как рациональную стратегию для развивающихся стран, оставаясь исключительно в рамках статистики платежного баланса. Избыточные резервы могут не только служить источником внутривострановых дисбалансов формирования сбережений и накопления основного капитала, но и приводить к серьезным экономическим проблемам в международном контексте.

<sup>2</sup> Аналогичные схемы можно построить для любой страны, связывая в огромной глобальной матрице движение потоков сбережений, в том числе по инструментам. Такой исследовательский проект труден, поскольку обычно отсутствует должная статистическая база (в частности, для России), но в будущем вполне вероятен.

<sup>3</sup> Обоснование подобной оценки для США см. в: Григорьев Л., Салихов М. Место и роль США в международной финансовой системе // США в поисках ответов на вызовы XXI века / Под ред. Э.В. Кириченко. М.: ИМЭМО РАН, 2010.

Для открытой экономики балансовое соотношение, связывающее национальные сбережения ( $S_{\text{нац}}$ ), накопление основного капитала ( $I$ ) и сальдо счета текущих операций платежного баланса ( $CAB$ ), выглядит так:

$$S_{\text{нац}} - I = CAB.$$

При этом платежный баланс в целом выполняется при:

$$CAB + FI + RES = 0,$$

где:  $FI$  — баланс счета операций с капиталом и финансовыми инструментами (далее — финансовый счет);  $RES$  — изменение резервов за период<sup>4</sup>.

Комбинируя эти два балансовых соотношения, получим ключевое для нашего анализа равенство:

$$S_{\text{нац}} + FI = I + (-RES).$$

Раскладывая национальные сбережения на частные и государственные, получим более детальное соотношение<sup>5</sup>:

$$S_{\text{частн}} + (T - G) + FI = I + (-RES).$$

Последнее балансовое соотношение показывает, как формируются инвестиционные ресурсы страны (левая часть равенства) с учетом притока/оттока капитала и как они фактически используются (правая часть равенства). Например, при положительных частных сбережениях (величина, равная разнице между располагаемым доходом и конечным частным потреблением) и чистом притоке капитала из-за рубежа все эти ресурсы используются для финансирования дефицита бюджета, накопления основного капитала и резервов.

При плавающем валютном курсе и абсолютной мобильности капитала изменение резервов происходит исключительно как балансирующее статистические ошибки и пропуски (то есть это небольшая величина). Но абсолютная мобильность капитала и в меньшей степени свободно плавающий валютный курс — теоретические абстракции, на практике далеко не всегда достижимые, особенно в развивающихся странах. При существенном профиците счета текущих операций, но при не абсолютно свободном движении капитала или валютного курса, в стране возникают условия, при которых накопление резервов становится устойчивым процессом и, с определенной точки зрения, рациональным решением с учетом целей макроэкономической политики государства. Рациональными основаниями для накопления страной ликвидных резервов могут быть: обеспечение внешнеторговой безопасности; формирование «подушки безопасности» на случай возникновения проблем с выплатой госдолга и привлечением внешнего финансирования; потребность балансировать валютный рынок и управлять курсом национальной валюты (в стране с не свободно плавающим курсом).

Разумеется, с точки зрения создания основ долгосрочного экономического роста накапливать основной капитал в стране важнее, чем

<sup>4</sup> Здесь и далее знаки всех потоков отвечают стандартному представлению платежных балансов в методологии МВФ: чистому притоку капитала в страну соответствует *положительное* значение  $FI$ , накоплению резервов — *отрицательное* значение  $RES$ .

<sup>5</sup> Положительный знак выражения  $(-RES)$  указывает на *рост* резервов.

формировать ликвидные резервы. Это особенно актуально в отношении развивающихся стран, где низкий уровень капиталовооруженности труда. Но с учетом нестабильности цен на экспортные товары и сложностей при внешних заимствованиях необходимость накапливать резервы для большинства развивающихся стран часто более насущная.

При заданном объеме национальных сбережений типичная развивающаяся страна условно «распределяет» имеющиеся ресурсы между внутренними инвестициями, экспортом капитала и накоплением резервов (последнее, по сути, — внешнее финансовое вложение под управлением органа национальных денежных властей). Подобное «распределение», конечно, теоретическая абстракция, потому что решения об объемах сбережений и инвестиций принимают различные агенты с разными целевыми функциями, но она адекватно отражает проблему финансирования роста в развивающихся странах. Соответственно в странах — экспортерах капитала вопросы направления, целей и форм его вывоза решают схожим образом экономические агенты различных секторов, которые ищут оптимальные параметры максимизации дохода от размещения активов при приемлемых рисках. Насколько страна может реально использовать свои или чужие сбережения для развития, часто зависит от конъюнктуры финансовых рынков.

Важный теоретический вопрос состоит в том, чем обусловлены разные нормы сбережения и накопления в различных странах и их группах. Соотношение этих норм показывает, какие страны выступают нетто-кредиторами, а какие — нетто-заемщиками, и каков объем экспортируемых или импортируемых сбережений.

В учебниках по макроэкономике детерминанты уровней сбережения и инвестиций определяются достаточно просто: на сбережения в первую очередь влияют текущие и накопленные доходы, в меньшей степени — уровень процентных ставок; объем инвестиций зависит от стоимости заемного капитала и совокупного уровня дохода. Следуя подобной логике, при некоторых простых предпосылках можно построить предположения о соотношении норм сбережения в развитых и развивающихся странах (см. вставку). Для последних при прочих равных условиях норма сбережения должна быть выше. Таким образом, при абсолютной мобильности капитала требуемая норма накопления покрывается внутренней нормой сбережения и неограниченным импортом капитала. При прочих равных условиях развивающиеся страны выступают нетто-кредиторами, а развитые — нетто-заемщиками. Видимо, не бывает *теоретического* избытка сбережений в стране — обычно каждая страна имеет достаточно проблем и объектов для инвестирования. Если экономические агенты не инвестируют по институциональным причинам, то избыток уходит за рубеж. Это называется «плохой инвестиционный климат».

Положение об абсолютной «автономности» сберегательных и инвестиционных решений еще 30 лет назад подвергалось серьезной критике, в частности М. Фельдштайн и Ч. Хориока указывали на высокую корреляцию норм сбережения и накопления<sup>6</sup>. Действительно, «автоном-

---

<sup>6</sup> Feldstein M., Horioka C. Domestic Savings and International Capital Flows // The Economic Journal. 1980. Vol. 90, No 358. P. 314–329.



## В с т а в к а

**Простая функциональная форма нормы частных сбережений**

Детерминанты уровня национальных сбережений страны совпадают с детерминантами уровня потребления, для большинства отличается направление влияния. Рассмотрим вопрос на примере частных сбережений — разницы между располагаемым доходом ( $Y_d$ ) и конечным частным потреблением ( $C$ ), что в самом простом виде можно представить как функцию от располагаемого дохода, накопленного богатства ( $W$ ) и ставки процента ( $r$ ):

$$S_{\text{частн}} = Y_d - C(Y_d, W, r).$$

Здесь зависимость потребления от располагаемого дохода и накопленного богатства положительная, а от ставки процента — отрицательная\*. Тогда с учетом традиционных представлений о значении предельной склонности к потреблению получаем (верхние индексы отражают знак зависимости):

$$S_{\text{частн}} = Y_d - S(Y_d^+, W^-, r^+).$$

В случае простейшей линейной формы функции сбережения норма сбережения  $s$ , рассчитанная как отношение сбережения к располагаемому доходу, имеет вид:

$$s_{\text{частн}} = \alpha - \beta \frac{W}{Y_d} + \gamma \frac{r}{Y_d}.$$

Коэффициенты  $\alpha$ ,  $\beta$  и  $\gamma$  положительные. Соответственно при подобных простых предположениях получаем, что более низкая норма частных сбережений будет характерна для стран с относительно большим накопленным богатством и относительно низким уровнем процентных ставок. Таким образом, домохозяйства развитых стран при прочих равных условиях будут сберегать меньшую долю располагаемого дохода, чем развивающиеся. Учитывая, что государственные сбережения развитых стран скорее отрицательные (бюджет дефицитен), можно распространить последний вывод на национальные сбережения.

Отметим, что при данной логике в развивающихся странах отсутствует потребность в высокой норме накопления как источнике финансирования развития. Другими словами, в теории более высокая норма сбережения не связана с необходимостью иметь высокий уровень реального накопления.

---

\* Современные теории потребления заметно шире рассматриваемой простейшей постановки, но основополагающие моменты они не опровергают. Обзор базовых идей, используемых при эконометрическом построении современных функций потребления, см. в: Deaton A. Understanding Consumption. Oxford: Clarendon Press, 1992.

ность» инвестиционного решения в условиях не абсолютной мобильности капитала не достижима: норма сбережения выступает естественным ресурсным ограничением для инвестиций в странах, не способных занять необходимые средства для покрытия своих инвестиционных потребностей. Научная дискуссия вокруг этой статьи постепенно затухала по мере снятия ограничений на трансграничные потоки капитала и финансовой интеграции в 1990—2000-е годы. Корреляция норм сбережения и накопления снизилась<sup>7</sup>, и идея об относительной «автономности» решений о сбережениях и инвестициях сейчас серьезно не критикуется.

---

<sup>7</sup> Giannone D., Lenza M. The Feldstein—Horioka Fact // ECB Working Paper Series. 2008. No 873.

Современные эконометрические исследования указывают, что влияние одних и тех же детерминантов на *динамику* нормы сбережения в развитых и развивающихся странах несколько различается<sup>8</sup>. Исходным пунктом таких исследований обычно выступают значительные различия в «рисунке» норм сбережения во времени между странами, как по группам, так и индивидуально. В частности, авторы наиболее полного и детального исследования середины 1990-х годов, посвященного данной проблеме, пришли к выводу, что взаимодействие сбережений, накопления и экономического роста сложное и неоднозначное. Выявить жесткую причинную зависимость между этими тремя факторами эконометрическими методами не удалось. Для нашего исследования важен вывод, что высокая корреляция инвестиций и сбережений связана с низкой мобильностью капитала и политикой стран по предотвращению больших дефицитов текущих внешних балансов и другими общими факторами<sup>9</sup>.

В одном из последних докризисных исследований, выполненном МВФ<sup>10</sup>, указано, что 1-процентный прирост ВВП на душу населения в среднем увеличивал национальную норму сбережения на 1 п. п. в развитых странах и на 0,5 п. п. — в развивающихся (за 1972–2004 гг.). При этом в развивающихся странах существенно большее влияние на норму сбережения оказывал рост коммерческого кредитования. При приросте отношения объема кредитов к ВВП на 10 п. п. национальная норма сбережения снижалась на 0,5 п. п. в развитых и на 0,9 п. п. — в развивающихся странах. Этот несколько неожиданный результат означает, что при углублении финансовой системы и повышении мобильности капитала собственные бюджетные ограничения снимаются, и кредит позитивно воздействует на развитие. Кроме того, наблюдается ожидаемое положительное влияние фискальной консолидации (сокращение дефицита/рост профицита бюджета) на норму национального сбережения, причем большее — в развивающихся странах.

Отдельная важная проблема — норма сбережения домохозяйств, которая широко варьирует по странам и часто зависит от особенностей страны и ее культуры. Например, норма личного сбережения в Японии традиционно составляет 9–10%, а в Германии и Франции — 14–16%. Еще одна проблема — фактическое распределение источников сбережений в стране между населением, бизнесом и государством. Соответствующая картина, представленная выше для США, аналогична для других развитых стран по схеме, но не по роли секторов.

За пределами учебных курсов по макроэкономике и большинства эмпирических исследований остается вопрос о детерминантах корпоративных сбережений как части национальных. Роль корпоративных прибылей как источника финансирования накопления основного капитала была особенно значительной в период высоких темпов роста мировой экономики в 2000-е годы. Макроэкономические исследования не уделяют должного внимания балансу сбережений и инвестиций в разрезе различных институциональных секторов.

Было также выявлено определенное различие в интенсивности влияния одних и тех же факторов динамики нормы накопления в развитых и развивающихся странах. Большая доступность кредита и меньшая стоимость заимствования увеличивали норму сбережения как в развитых, так и в развивающихся странах, что в целом согласуется с общими теоретическими представлениями о факторах спроса

<sup>8</sup> Общее представление о теоретическом моделировании процесса сбережения (как остатка от располагаемого дохода после потребления) можно получить в: *Deaton A. Op. cit.*

<sup>9</sup> См.: *Schmidt-Hebbel K., Servén L., Solitano A. Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies // The World Bank Research Observer. 1996. Vol. 11, No 1. P. 108. См. также: Lozaya N., Schmidt-Hebbel K., Servén L. Saving in Developing Countries: An Overview // The World Bank Economic Review. 2000. Vol. 14, No 3. P. 393–414.*

<sup>10</sup> См.: *World Economic Outlook. 2005. Ch. 2. P. 98–106.*

на инвестиции. В последнее время активно изучают роль институциональных факторов динамики нормы накопления в развивающихся странах<sup>11</sup>, однако обнаруженные в эмпирических исследованиях влияния не очень устойчивы.

Итак, источниками инвестиционных ресурсов страны выступают частные сбережения (домохозяйства и фирмы), профицит бюджета (если есть) и чистый импорт капитала (если сформировано положительное сальдо по финансовому счету платежного баланса). Объем сбережений определяется финансовым результатом компаний и потребительскими решениями домохозяйств, основанными на объемах и темпах роста доходов, доступности кредитования и уровне процентных ставок. Ресурсы расходуют прежде всего на накопление основного капитала, решение об объемах которого принимают исходя из размеров и темпов роста доходов, уровня процентных ставок и необходимости инвестировать в развитие.

Инвестиционные решения экономических агентов (компаний, пенсионных фондов, банков, индивидов) в странах, способных относительно свободно экспортировать или импортировать капитал, не ограничены объемом доступных внутренних ресурсов. При этом развитые и развивающиеся страны имеют разные характеристики процессов сбережения и накопления — как уровня норм, так и их динамики. В результате неравномерности развития дисбалансы в мировой финансовой системе увеличиваются, что приводит к избытку или недостатку сбережений относительно внутренних потребностей стран для решения своих проблем. Колебания цен на товары, циклические колебания экономической активности, перемещения потоков частного портфельного капитала отражаются на внутренних инвестиционных решениях. Как отставание, так и ускорение развития стран в значительной степени связаны с использованием собственных или внешних сбережений и инвестиций, хотя, разумеется, факторы институционального развития, научно-технического прогресса, культуры также играют большую роль.

### **Сбережения и накопление: структура и балансы**

Решения многих проблем в области национальных инвестиций и сбережений часто затрагивают внешний мир как источник ресурсов или место хранения капитала (средства ЦБ или пенсионных фондов). Ускорение процессов глобализации в 1990—2000-е годы, информационная революция, рост мощностей по сбору и переработке данных на микроуровне постепенно создали условия, когда частные банки могут опираться на сбережения всего мира, а не только стран своего происхождения или даже развитых стран. Уже появились возможности рассчитывать варианты развития человечества с учетом наличных сбережений и их использования для решения глобальных проблем. Частично это проявляется в работах Международного энергетического агентства (потребности в инвестициях на глобальном уровне), в расчетах, показывающих перемещение источников экономического роста в Азию, в новой роли стран БРИКС и т. п.

---

<sup>11</sup> См., например: *Dang V. Institutional Determinants of Investments in Transition Economies* // Brunel University WP Series. 2009. No 09-33.

Нам важно показать пределы того объема сбережений и соответственно капиталовложений, которые можно реально наблюдать в рамках статистически изучаемой мировой экономики. В каком-то смысле речь идет о динамике «мирового фонда» накопления. Учитывая быстрые изменения экономики и особенно финансовой системы после Второй мировой войны, мы рассматриваем период после 1990 г., когда глобализация и информационная революция, знания науки об экономике достигли определенного уровня зрелости. В нашем подходе, развитом в предыдущей работе, мы полагаем этот период относительно однородным (в том числе по причине отсутствия блока стран с плановой экономикой). Поэтому мы исследуем тренды сбережений и накопления капитала в третьем стационарном режиме (1990—2008 гг.)<sup>12</sup> и в кризисный период 2008—2010 гг. Методология работы в целом соответствует работам других авторов<sup>13</sup>, где изучаются тренды инвестиций и сбережений в первом и втором послевоенном стационарах — 1948—1973 и 1974—1990 гг.

На протяжении двух десятилетий мировой ВВП почти утроился — это можно было бы сказать и о накоплении, если бы глобальный кризис не привел к значительному сокращению капиталовложений. В таблице 1 показано, насколько резко при этом изменилась структура ВВП и капиталовложений мира. Отметим, что доля ВВП развивающихся стран в 2010 г. достигла 34,6%, а по накоплению — 44,7%. Видимо, через несколько лет накопление в развивающихся странах превысит соответствующий показатель в развитых.

В развивающемся мире современные активы чаще всего функционируют в добывающей промышленности (как прямые инвестиции западных ТНК). Именно для развивающихся стран с низким уровнем душевого ВВП, отсталыми физической инфраструктурой и обрабатывающей промышленностью, а также находящимися в зародышевом состоянии постиндустриальными секторами на данном этапе необходима высокая норма накопления (как и для России). Однако преимущество

Т а б л и ц а 1

**Объем мирового ВВП и капиталовложений, доли основных стран и групп стран в 1990, 2008, 2010 гг.**

	ВВП			Вложения в основной капитал			Норма накопления, 2010, % ВВП
	1990	2008	2010	1990	2008	2010	
Всего, трлн долл.	22,2	61,5	63,5	5,0	14,1	13,7	21,6
в том числе (в %):							
США	26,2	23,4	23,1	21,1	18,7	16,3	15,2
Китай	1,8	7,4	9,4	2,0	13,1	17,6	40,4
Развитые страны (без США)	53,3	45,1	42,3	59,7	43,4	39,1	19,9
Развивающиеся страны (без Китая)	18,7	24,1	25,2	17,2	24,7	27,1	23,2

Источники: IMF, расчеты авторов.

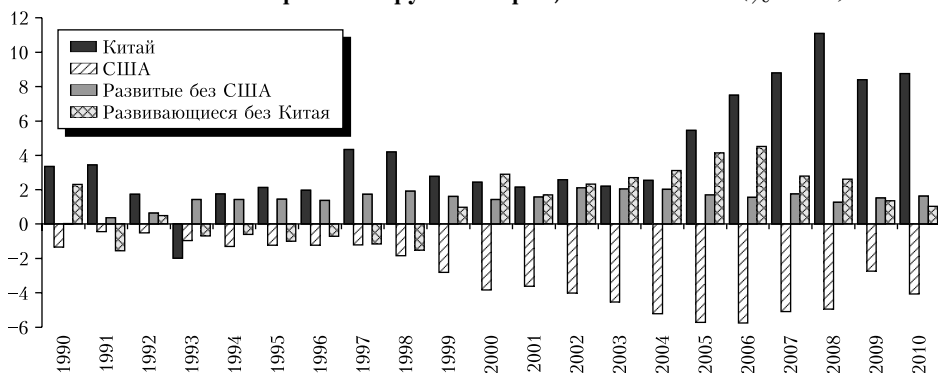
<sup>12</sup> О «стационарных режимах» послевоенной макроэкономической динамики и их выделениях см.: Григорьев Л., Иващенко А. Теория цикла под ударом кризиса // Вопросы экономики. 2010. № 10.

<sup>13</sup> См.: Bosworth B. Saving and Investment in a Global Economy. Wash., DC: Brookings Institution Press, 1993; Schmidt-Hebbel K., Servén L. Saving Across the World / The World Bank. 1997.

развивающихся стран в области капиталовложений связано в основном с Китаем. Норма накопления развивающихся стран без Китая не так велика и не дает оснований ожидать выравнивания в развитии двух групп стран в короткие сроки. Заметим, что низкая норма накопления в США, возможно, пример более сильного влияния научно-технического прогресса на экономический рост.

Динамика счета текущих операций платежных балансов отражает направление движения сбережений. В данном случае экспорт сбережений нефтеэкспортеров «утоплен» в сумме балансов развивающихся стран (см. рис. 2). С учетом некоторого несовершенства статистики все равно видно, что огромное отрицательное сальдо баланса США противостоит положительным балансам большинства стран. Это выводит торгово-финансовые отношения США и Китая, двух экономических гигантов, в совершенно иную категорию парной взаимозависимости.

**Сальдо счета текущих операций платежного баланса по основным странам и группам стран, 1990–2010 гг. (% ВВП)**



*Примечание.* В стандартной методологии платежного баланса положительное сальдо означает превышение объема экспортных текущих операций над импортными.

*Источники:* IMF, расчеты авторов.

Рис. 2

В 2000-е годы США сумели привлечь достаточный объем внешних сбережений для финансирования своего бюджетного дефицита и экономического роста (среднегодовой приток сбережений в США в 2002–2009 гг. составлял порядка 4,7% их ВВП)<sup>14</sup>. В известном смысле можно говорить о чрезмерной зависимости США от сбережений других стран, что может отрицательно сказаться на экономической безопасности самой мощной державы мира. Для большинства развивающихся стран по-прежнему характерны недостаточно высокая норма накопления, проблемы с мобилизацией внутренних сбережений при низком уровне развития и сложности конкурировать с США за сбережения на финансовом рынке. Не очевидна готовность стран принимать ПИИ и кредиты от нефтеэкспортеров и Китая для решения проблем национального развития.

В таблицах 2 и 3 приведены более подробные данные о сбережениях и накоплении по регионам мира. Развитые страны не смогли резко увеличить свои сбережения: в 2009–2010 гг. они оказались отброшены

<sup>14</sup> См.: Григорьев Л., Салихов М. Указ. соч.

Т а б л и ц а 2

**Объем национальных сбережений отдельных стран  
и групп стран, 2001—2010 гг. (трлн долл.)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Мир в целом	6,9	7,1	8,0	9,4	10,4	11,8	13,7	15,1	13,0	14,9
Развитые страны	5,2	5,2	5,9	6,7	7,0	7,5	8,4	8,4	7,1	7,5
США	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	2,0	2,0	1,9	1,7	1,7
Еврозона	1,4	1,6	1,9	2,2	2,3	2,5	2,9	3,1	2,5	2,5
Великобритания	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,3
Япония	1,0	1,0	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,0	1,2
Развивающиеся страны	1,7	1,8	2,2	2,8	3,4	4,3	5,3	6,6	5,9	7,4
Бразилия	0,09	0,09	0,10	0,14	0,17	0,21	0,27	0,36	0,28	0,42
Россия	0,10	0,11	0,14	0,19	0,25	0,33	0,44	0,56	0,30	0,42
Индия	0,11	0,13	0,16	0,21	0,26	0,30	0,39	0,39	0,39	0,50
Китай	0,51	0,59	0,71	0,88	1,10	1,40	1,80	2,30	2,60	3,20
Южная Африка	0,02	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,07
<i>Справочно:</i>										
БРИКС	0,8	0,9	1,1	1,4	1,8	2,2	2,9	3,6	3,6	4,5
ЕС	1,8	2,0	2,4	2,8	2,9	3,2	3,8	4,0	3,1	3,2
ОЭСР	5,2	5,3	5,9	6,8	7,2	7,7	8,6	8,7	7,3	7,7

Источники: IMF, расчеты авторов.

Т а б л и ц а 3

**Объем инвестиций в основной капитал отдельных стран  
и групп стран, 2001—2010 гг. (трлн долл.)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Мир в целом	6,8	6,9	7,8	9,0	9,9	11,1	12,7	14,1	12,7	13,7
Развитые страны	5,3	5,3	6,0	6,7	7,2	7,7	8,5	8,7	7,4	7,6
США	2,0	2,0	2,1	2,3	2,5	2,7	2,7	2,6	2,2	2,2
Еврозона	1,3	1,4	1,7	2,0	2,1	2,3	2,7	2,9	2,4	2,3
Великобритания	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3
Япония	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1
Развивающиеся страны	1,5	1,6	1,8	2,3	2,7	3,3	4,2	5,3	5,3	6,1
Бразилия	0,09	0,08	0,08	0,11	0,14	0,18	0,24	0,31	0,26	0,38
Россия	0,06	0,06	0,08	0,11	0,14	0,18	0,27	0,37	0,26	0,31
Индия	0,11	0,12	0,15	0,21	0,26	0,30	0,39	0,42	0,42	0,51
Китай	0,46	0,53	0,65	0,79	0,91	1,1	1,4	1,8	2,3	2,4
Южная Африка	0,02	0,02	0,03	0,03	0,04	0,05	0,06	0,06	0,06	0,07
<i>Справочно:</i>										
БРИКС	0,7	0,8	1,0	1,2	1,4	1,8	2,3	2,9	3,2	3,6
ЕС	1,7	1,8	2,2	2,6	2,8	3,1	3,6	3,8	3,1	3,0
ОЭСР	5,4	5,4	6,1	6,9	7,5	8,0	8,8	9,1	7,7	7,8

Источники: IMF, расчеты авторов.

к уровню 2005—2006 гг. За этот короткий период сбережения Китая выросли в 6 раз, прочих развивающихся стран — в 3,5 раза. Россия и Бразилия практически в 4 раза увеличили свои годовые сбережения, обогнав (каждая) Великобританию. Страны БРИКС значительно превзошли по объему сбережений ЕС, так что картина мира радикально изменилась даже за десять лет.

Несколько иные результаты в сфере накопления. Преимущество стран БРИКС над ЕС уже не столь велико, Россия начинает усту-

пять (в 2010 г. заметно) Бразилии. США по-прежнему инвестируют на 0,5 трлн долл. больше, чем сберегают. Сложилась следующая модель: развивающиеся страны зарабатывают своим экспортом средства в США (ОЭСР) и в значительной мере там же их реинвестируют. Применительно к избыточной нефтяной ренте или экспортным доходам Китая это может выглядеть разумным решением. Но для стран, ставящих перед собой масштабные модернизационные задачи, как Россия, такая политика представляется расточительной.

На рисунке 3 показана примерно та же картина, что и в таблицах 2 и 3, но не в абсолютных, а в относительных величинах. Здесь она становится еще нагляднее. Если в 1990-е годы норма сбережения развивающихся стран снижалась, причем значительно — с 29 до 24%, то в 2000-е годы произошел перелом тенденции. Именно в этот период при падающей норме сбережения развитые страны начали жить (точнее, инвестировать) отчасти на сбережения развивающихся стран. Это новое явление (если не считать колониальную эпоху): *страны с огромными потребностями в модернизации экспортируют капитал*. Разумеется, в рамках такой схемы появляется существенный экспорт капитала внутри группы развивающихся стран — мобильность возрастает и здесь.



Источники: IMF, расчеты авторов.

Рис. 3

Проблема *глобального избытка сбережений* активно обсуждается в научном сообществе в последние пять-шесть лет. Началась дискуссия после выступления главы ФРС Б. Бернанке в 2005 г.<sup>15</sup>, когда в обиход экономистов вошел термин GSG (Global Saving Glut).

До 2000-х годов в развивающемся мире только страны ОПЕК и Китай имели положительное сальдо текущего счета платежного баланса. Но в первом случае наблюдались большие колебания сальдо в зависимости от цен на нефть: только после 2005 г.

<sup>15</sup> См.: *Bernanke B.* The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit / Sandridge Lecture at Virginia Association of Economics, 2005. Анализ проблем глобального избытка сбережений в разрезе инвестиционных инструментов приведен в: *Bernanke B., Bertaut C., DeMarco L. P., Camin S.* International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003—2007 // International Finance Discussion Papers. 2011. No 1014.

суммарные доходы стран ОПЕК от экспорта нефти превысили 600 млрд долл. в год. Именно в 2000-е годы избыточные сбережения Китая и нефтяных экспортеров стали поступать на финансовые рынки развитых стран, что привело к снижению процентных ставок и подъему в ОЭСР. Правда, одновременно снизилась надежность финансовой системы, в частности возникла острая ситуация с жилищными закладными в США, которая во многом спровоцировала глубокий финансовый кризис в стране и мире. Кроме того, компаниям и государственным органам сложно планировать долгосрочные капиталовложения в странах, экспорт и доходы которых слишком сильно зависят от колебаний экспортных цен. Китай демонстрирует противоположный случай (с учетом планового типа хозяйства) — устойчивость роста промышленности, внутреннего потребления и экспорта на фоне поддержки высокой нормы накопления.

Развитие мировой экономики в 1990—2008 гг. базировалось на огромных сбережениях целого ряда стран. Ускоренное развитие Китая обеспечивалось за счет высоких сбережений и накопления ликвидных резервов. Этот избыток позволяет Китаю проводить политику масштабного инвестирования и кредитования других стран, в том числе в рамках установления частичного контроля над источниками сырья для роста. Избыток сбережений середины 2000-х годов — феномен временный и относительный. Одним из его проявлений было создание суверенных инвестиционных фондов (Sovereign Wealth Funds, SWF) развивающихся стран, которые направили избыток сбережений на портфельные инвестиции, покупая пакеты акций (иногда контрольные) компаний в развитых странах. За избытком финансовых ресурсов должно было последовать постепенное увеличение нормы накопления, но этого не произошло, в том числе по институциональным соображениям: многие страны не могут (Россия) или не хотят (Норвегия) реинвестировать свои нефтяные доходы на своей территории.

Еще в 2005 г. сторонники концепции GSG говорили, что для балансирования мировых потоков сбережений и инвестиций нужно существенно увеличить норму сбережения в США и улучшить инвестиционный климат в развивающихся странах. Более того, появление конкурентной доллару мировой резервной валюты также могло бы способствовать выравниванию финансовых потоков. Но, как часто бывает в истории, реальная картина стала корректироваться лишь под воздействием кризиса.

### **Кризис и сбережения**

Мировой кризис вызывает резкое замедление роста или падение экономической активности и ВВП. Кризисное сокращение производства обычно (исторически) концентрируется в промышленности и на транспорте. Максимально сжимается спрос на капиталовложения, а также на товары длительного пользования и жилье — в сферах вложений (расходования сбережений) домохозяйств. Снижение прибылей крупных компаний и налоговых поступлений государств, безработица и уменьшение семейных доходов неизбежно приводят к сокращению сбережений стран, затронутых кризисом, — в данном случае членов ОЭСР. Естественно, крупные развивающиеся страны — Китай, Индия, затем Бразилия, которые смогли выйти из кризиса быстрее и с меньшими потерями, — сумели сохранить уровень сбережений.

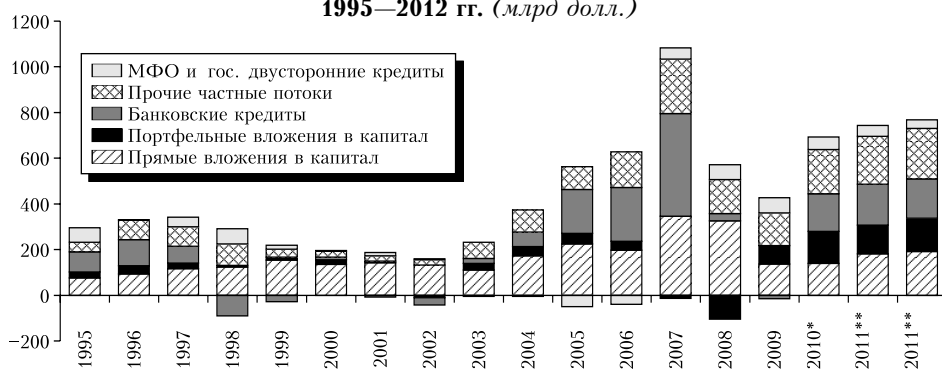


Из-за сжатия финансового сектора в условиях глобального шока сократился (особенно в конце 2008—2009 гг.) переток средств из развитых стран в развивающиеся по каналам финансового рынка. Поэтому теория цикла вынуждена все больше внимания уделять финансовому сектору<sup>16</sup>. На рисунке 4 показано не только сокращение финансовых потоков в период кризиса, но и существенное изменение их структуры. Если до кризиса поток облигационных займов шел к частным заемщикам, то теперь он идет к суверенным заемщикам в силу бюджетных кризисов не только в острой фазе экономического кризиса, но и в период восстановления роста. Сжатие мирового банковского сектора (списано порядка 3 трлн долл.) оказало депрессивное воздействие на процессы финансирования в условиях подъема, оживив проектное финансирование, государственное участие, другие способы сокращения и разделения рисков.

Для нас важнее другое: дисбалансы международных финансовых потоков — независимо от того, возникают они как результат финансирования торговых дисбалансов или вследствие накопления избыточных сбережений, — сами по себе могут генерировать локальные и глобальные кризисы или способствовать их развитию<sup>17</sup>. Экономический кризис, сокращая спрос на долгосрочное инвестиционное финансирование, высвобождает сбережения, снижает цену кредита и должен содействовать новому подъему. Эта (классическая) логика делового цикла сложилась на базе опыта одной или нескольких стран с развитым рыночным хозяйством XX в. Вопрос в том, как она проявляется в условиях глобальной экономики, в которой ряд стран испытывают нехватку инвестиций, другие их экспортируют даже в условиях кризиса, и, наконец, США перманентно импортируют сбережения. Изменил ли кризис мировую ситуацию? В целом по его завершении она сохраняет свои основные черты.

На стороне предложения мировых сбережений на выходе из кризиса в 2010 г. ситуация стабилизировалась: страны ОПЕК с помощью

**Чистый приток капитала в развивающиеся страны,  
1995—2012 гг. (млрд долл.)**



*Примечания.* Оценка Института международных финансов не соответствует методологии платежного баланса, но это один из немногих источников таких данных. \* оценка; \*\* прогноз.

*Источники:* Institute of International Finance.

*Рис. 4*

<sup>16</sup> См.: Григорьев Л., Иващенко А. Указ. соч.

<sup>17</sup> Подробный обзор подходов к анализу влияния потоков капитала на кризисные эпизоды см., например, в: Eichengreen B. Capital Flows and Crises. Cambridge, MA: The MIT Press, 2003.

картельных мер удержали доходы на уровне 1 трлн долл. В 2011 г. их доходы, как ожидается, превысят уровень 2008 г. В первом полугодии 2011 г. цены на нефть остаются в среднем выше докризисного уровня (см. рис. 5) из-за социально-политического кризиса в Северной Африке и аварии на АЭС «Фукусима-1» в Японии. Если в ближайшие годы не произойдут какие-либо драматические события, цена на энергоносители останется достаточно высокой вплоть до начала активного использования возобновляемых источников энергии. Китай продолжает масштабный экспорт после сбоя в начале мирового кризиса. Мы полагаем, что финансовая система мира вслед за спросом будет адаптироваться к потребностям нового стационарного режима примерно в течение жизни одного поколения, как в прошлом. Каким будет этот режим и как в нем поведут себя инвестиции и цены — предмет отдельного анализа.



Рис. 5

На стороне спроса ситуация пока менее определенная. Отличия от периода 2005—2008 гг. огромные: страны ОЭСР в целом еще не вышли из кризиса, мировой инвестиционный спрос трансформируется. Промышленное производство в странах ОЭСР, видимо, к началу 2012 г. выйдет на докризисный уровень середины 2008 г. — это означает потерю более трех лет. Долговые проблемы ряда европейских стран остаются риском для финансовой системы. Использование заимствований преимущественно на поддержание государственных финансов, а не на инвестиционные проекты, затрудняет подъем.

Намного сложнее ситуация в США, где кризис сильнее затронул банковскую систему. Из-за сокращения потребления домохозяйств норма их сбережения вернулась с невероятно низкой отметки 2% ВВП к уровню 1990-х годов 6%. Это означает, что у американского правительства появилась возможность покрывать значительно большую долю своего дефицита за счет внутренних источников сбережений при сравнительно низкой стоимости обслуживания. (На рисунке 1 это выразилось бы в увеличении вклада домохозяйств в финансовую систему.)

Некоторое перераспределение прироста долговой нагрузки в США с внешних источников сбережений на внутренние можно видеть на рисунке 6. Отрицательное сальдо платежного баланса сократилось с докризисного уровня 6 до 3% ВВП, что сопровождалось увеличением

дефицита государственного бюджета с 1–2 до 9% и могло бы при прежнем режиме внутренних сбережений привести к их огромному импорту и росту стоимости. В настоящее время увеличивается спрос американского государства на сбережения для покрытия дефицита бюджета при сокращении потребления домохозяйств и высокой норме сбережений — достаточно стабильная ситуация в течение более двух лет в условиях фазы восстановления. Но это еще не подъем, и вопрос о его характере во многом зависит от поведения американских домохозяйств в сфере потребления и долговых заимствований.

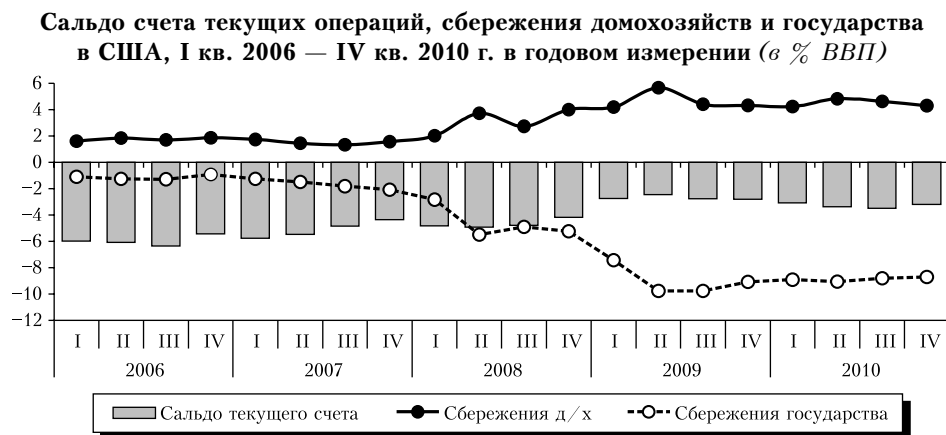


Рис. 6

\* \* \*

Экономика мира все еще находится в фазе восстановления. Высока угроза возврата к ситуации, когда сбережения Китая и нескольких стран-нефтеэкспортеров будут питать мировую финансовую систему, направляя в нее недостающие средства. Кризис еще не создал новую систему финансирования развития, роста инвестиций в странах с низким душевым ВВП или потребностями в модернизации. Пока удалось только профинансировать дефициты и рискованные долги на фоне сокращения капиталовложений в ОЭСР.

При этом чуть ли не ключевым (в полном соответствии с концепцией GSG) становится вопрос о стоимости обслуживания американских дефицитов. Если в докризисном мире GSG привел к снижению мировых процентных ставок и стоимости ресурсов для покрытия дефицитов, то как отразится рост ставок на посткризисной динамике развитых стран при значительно возросших дефицитах? Представляется, что поддержание высокой нормы сбережения в США станет одним из важнейших условий «гладкого» выхода мировой экономики из кризиса 2008–2009 гг. Разница в темпах роста и характере финансирования развитых и развивающихся стран, Китая и США останется в центре проблем следующего стационарного режима (во всяком случае, в ближайшие три–пять лет).

*Б. ЗАМАРАЕВ,  
доктор экономических наук,*

*А. КИЮЦЕВСКАЯ,  
экономист,*

*А. НАЗАРОВА,  
кандидат экономических наук,*

*Е. СУХАНОВ,  
экономист*

## **ВОЗВРАЩЕНИЕ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ НА ТРАЕКТОРИЮ РОСТА: ВРЕМЯ ПОДВОДИТЬ ПОСТКРИЗИСНЫЕ ИТОГИ**

Из-за резкой приостановки массированного притока валютно-финансовых средств из-за рубежа в середине 2008 г., отразившегося на всех сферах экономической деятельности, в России произошел глубокий спад производства. Восстановление экономической активности началось только год спустя. Но после падения ВВП на 7,8% в 2009 г. оживление было менее выраженным: в 2010 г. ВВП увеличился только на 4%. Несмотря на стремительный рост цен на продовольствие и топливо во втором полугодии 2010 г., годовая инфляция не превысила уровень 2009 г. (8,8%). Восстановление роста и другие позитивные изменения в экономике привели к сворачиванию антикризисных мер и программ поддержки национального хозяйства со стороны государства и Банка России. Российская экономика, как и после августа 1998 г., уверенно выходит из кризиса, хотя не все его последствия полностью преодолены.

### **Вслед за мировыми трендами**

Глобальный финансово-экономический кризис 2008—2009 гг. прервал многолетний устойчивый рост мирового хозяйства и десятилетний быстрый подъем российской экономики. В 2010 г. ведущие страны начали постепенно преодолевать последствия кризиса. Сопоставление динамики ВВП США, Евросоюза (EU-27) и России показывает, что быстрое V-образное восстановление деловой активности не наблюдается (см. рис. 1): среднеквартальный прирост ВВП в ЕС и США не достигал 1% (соответственно 0,5 и 0,7%), а в России составил 1,4%. Столь низкие темпы посткризисного оживления свидетельствуют о том, что хотя рецессия завершилась, но из-за низкого внутреннего спроса производство восстановилось не во всех отраслях, например в строительстве.

В России спад был значительно сильнее, чем в развитых странах. Достигнув пика во II квартале 2008 г., российский ВВП за последую-

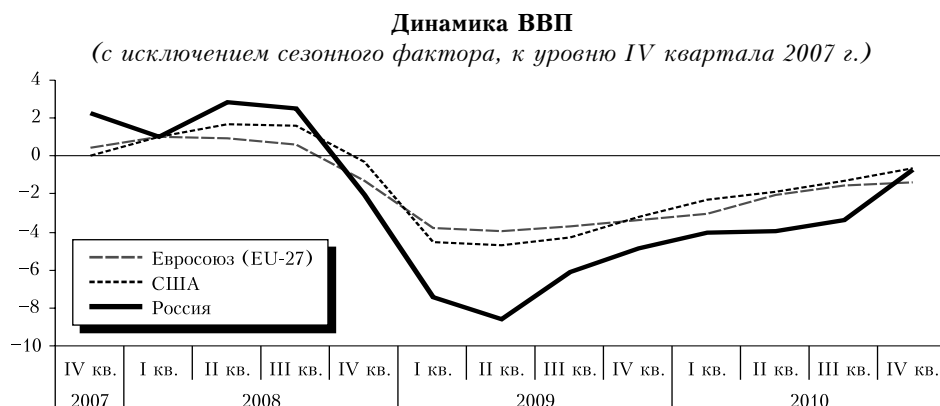


Рис. 1

щие четыре квартала сократился на 11,1% (с учетом сезонности). Общеэкономический спад завершился во II квартале 2009 г., с середины года вновь стал набирать обороты экспортно-сырьевой механизм роста российской экономики, выводя из рецессии компоненты внешнего и внутреннего спроса: сначала экспорт, затем потребление домашних хозяйств и, наконец, инвестиции в основные фонды. Тем не менее рост во втором полугодии 2009 г. не смог компенсировать глубину предшествовавшего падения, и год завершился сокращением ВВП (в годовой оценке) на 7,8%.

Вслед за падением объемов производства снижалась и занятость. Безработица с минимального уровня 5,4% в мае 2008 г. (5,8% во второй половине 2007 г.) начала быстро расти: ее пик пришелся на I квартал 2009 г., когда в феврале она достигла 9,4% экономически активного населения. В 2009 г., несмотря на глубокое падение производства, число занятых сократилось только на 2,2%, а среднегодовой уровень безработицы вырос до 8,4 против 6,4% в 2008 г. Сказалась ключевая характеристика российского рынка труда, смягчающая экономические шоки, — слабая зависимость его размера от изменения объема выпуска.

Собственники предприятий имеют возможность практически свободно манипулировать рабочим временем и оплатой труда работников. В кризисные периоды работников переводят на сокращенные графики рабочего дня и отправляют в вынужденные отпуска. Одновременно регулируется зарплата, которую реально сокращают, уменьшая постоянную часть и переводя ее в премиальную составляющую, а также шире используя скрытые формы оплаты труда. За счет снижения издержек на рабочую силу ограничивают масштабы сокращения занятости, в результате не происходит стремительного роста открытой безработицы<sup>1</sup>.

В 2010 г. восстановление производства продолжилось, но в отличие от стремительного падения оно было медленным и неустойчивым: поступательная динамика составляющих внешнего и внутреннего спроса прерывалась кратковременными паузами. Год начался с замедления производства ВВП до 0,9% (с учетом сезонности). Несмотря

<sup>1</sup> См., например: Заработная плата в России: эволюция и дифференциация / Под ред. В. Гимпельсона, Р. Капелюшников. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007.

на ускорение роста инвестиций во II квартале 2010 г. до 3,9%, замедление производства обернулось стагнацией из-за сокращения на 9,8% экспорта товаров и услуг. Затем экспорт вернулся на привычную для российской экономики траекторию роста, но в потреблении начал формироваться негативный тренд: расходы на конечное потребление домашних хозяйств существенно замедлились — до 0,4% в IV квартале 2010 г., а государственного управления даже начали снижаться. Тем не менее в последней четверти года общеэкономический рост резко ускорился — до 2,7%. Помимо расширения экспортных поставок и стабилизации роста импорта это обусловлено скачкообразным приращением валового накопления основного капитала — до 4,3% (см. табл. 1). В результате по итогам года капитальные вложения выросли (в годовом исчислении) на 6,1%, опередив рост ВВП.

Определяющим макроэкономическим трендом в конце 2010 г. стало ускорение инвестиций (в IV квартале до 11,5% в годовой оценке), что в основном было вызвано резким наращиванием инвестиционных программ естественных монополий. Так, в сентябре-октябре 2010 г. инвестпрограмма РЖД была увеличена на 17%, «Газпрома» — на 13%, а в целом по итогам года инвестиции естественных монополий и корпораций с высокой долей государственного участия выросли на 22,2%. Но в 2009 г. они снизились на 12,1% в связи с сокращением спроса основных потребителей и уменьшением удельных капитальных издержек<sup>2</sup> (см. табл. 2).

Положительное влияние на объемы капитальных вложений оказало повышение инвестиционной активности государства. По итогам 2010 г. (с учетом внесенных изменений) средства федерального бюджета на строительство объектов и реализацию мероприятий, включенных в федеральную адресную инвестиционную программу (ФАИП), превысили показатель 2008 г. на  $\frac{1}{3}$  (соответственно 651,5 млрд и 489,5 млрд руб.), а уровень 2009 г. (601,3 млрд руб.) — на 8%. Поэтому в отраслях с высокой долей бюджетного финансирования (транспорт, образование, здравоохранение, предоставление коммунальных услуг) в период кризиса уровень капитальных вложений оставался относительно устойчивым. Инвестиционный спрос сектора государственного управления составил в 2010 г. примерно 17% валового накопления экономики, что существенно выше соответствующего показателя 2009 г. (14,5%), хотя и ниже уровня докризисных лет (18–20%).

В результате неравномерной внутригодовой динамики составляющих внешнего и внутреннего спроса интенсивность восстановления российской экономики была существенно ниже, чем падения во время рецессии. Так, если в фазе падения (III кв. 2008 — II кв. 2009 г.) производство ВВП с учетом сезонности сокращалось в среднем на 2,9% за квартал, то в фазе оживления (III кв. 2009 — IV кв. 2010 г.) аналогично измеренная скорость подъема составила только 1,4%. Тем

---

<sup>2</sup> Стоимостной объем инвестиционных затрат уменьшился вследствие более низких дефляторов в капитальном строительстве и индексов цен на используемые в строительстве материалы по сравнению с запланированными в предкризисный период.

Т а б л и ц а 1

**Динамика физического объема произведенного и элементов использованного ВВП**  
(темпы прироста, в %)

	Код	2008				2009				2010			
		I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.
К соответствующему кварталу предыдущего года													
Валовой внутренний продукт	B.1*г	9,2	7,9	6,4	-1,3	-9,2	-11,2	-8,6	-2,6	3,5	5,0	3,1	4,5
К предыдущему кварталу, в постоянных ценах 2008 г., с исключением сезонного фактора													
Валовой внутренний продукт	B.1*г	2,3	1,8	-0,3	-4,5	-5,5	-1,2	2,7	1,4	0,9	0	0,6	2,7
Расходы на конечное потребление домашних хозяйств	P.3	2,3	1,8	1,0	-0,7	-1,3	-1,6	-0,5	0,5	1,2	0,8	0,5	-0,1
государственного управления	P.31+P.32	2,2	1,9	2,7	0,1	-4,3	-3,6	0,3	1,8	1,1	0,8	0,8	0,4
Валовое накопление основного капитала	P.51+P.53	1,2	1,5	0,3	0,4	-1,1	0,6	0	1,3	0,5	0,1	-0,5	-0,1
изменение запасов материальных оборотных средств*		5,7	5,9	-0,9	-23,0	-35,9	1,0	8,8	3,5	4,8	8,7	5,9	5,9
Экспорт	P.6	2,7	2,8	-2,2	-4,9	-4,5	-5,8	-0,1	-0,3	1,1	3,9	1,5	4,3
Импорт	P.7	38,1	-5,1	-35,3								42,3	
		0,0	-0,5	-0,3	-9,5	0,8	1,8	3,2	0,5	12,9	-9,8	0,7	1,8
		4,2	6,7	3,7	-17,7	-26,6	2,6	5,8	5,2	5,0	6,4	5,2	5,2

\* Если показатель в двух сопоставимых периодах имеет разные или отрицательные знаки, индекс не исчисляется, поскольку это иррациональная величина.  
Источники: Росстат, расчеты авторов.

**Инвестиционные программы естественных монополий  
и корпораций с высокой долей государственного участия (2008—2010 гг.)**

Компания	2008	2009		2010		
	млрд руб.	млрд руб.	изменение стоимостного объема, в % к 2008 г.	утверждено по состоянию на IV кв. 2009 г., млрд руб.	скорректированный объем, млрд руб.	изменение стоимостного объема, в % к 2009 г.
ОАО «Газпром»	808,5	761,5	–5,8	752,6	905,2	18,9
ОАО «АК „Транснефть“»	95,9	180,3	88,0	188,4	188,4	4,5
ОАО «РЖД»	380,7	262,8	–31,0	270,5	315,0	19,9
ОАО «СО ЕЭС»	6,7	4,6	–31,3	5,2	5,2	13,0
ОАО «ФСК ЕЭС»	136,2	106,0	–22,2	171,0	171,0	61,3
ОАО «Холдинг МРСК»	125,5	78,5	–37,4	110,1	110,1	40,2
ОАО «РАО ЭС Востока»	14,8	13,2	–10,8	20,5	20,5	55,3
ОАО «Связьинвест»*	61,7	25,4	–58,8	34,2	34,2	34,6
Итого	1630,0	1432,0	–12,1	1553,0	1750,0	22,2

\* Без учета инвестиционной программы ОАО «Ростелеком».

Источник: данные СМИ.

не менее деловая активность в России восстанавливалась быстрее, чем в ЕС и США. При этом отметим, что и скромную динамику национального хозяйства, и негативное изменение ценового тренда в 2010 г. обусловили не только экономические, но и природные факторы.

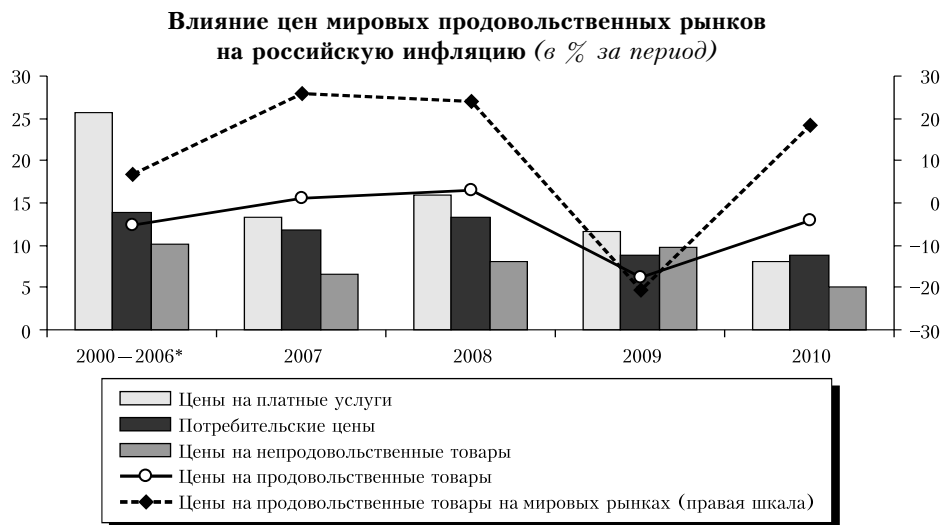
### Инфляционная развилка

Прошедший 2010 г. запомнится катастрофическим обвалом производства в сельском хозяйстве из-за аномально продолжительной и сильной засухи. Спад произошел впервые с 2003 г., в этот период валовой выпуск продукции сельского хозяйства устойчиво рос в среднем на 3,7% в год. Так, валовой сбор зерна (в весе после доработки) сократился на  $\frac{1}{3}$  относительно среднегодового уровня 2006—2009 гг. — с 91,2 млн до 60,9 млн т. Валовой сбор картофеля снизился на 10 млн т, или на 32,1% по сравнению с 2009 г. Глубокий спад производства на селе поднял шоковую волну продовольственной инфляции, определившей динамику потребительских цен в 2010 г.

Напомним, что одной из позитивных характеристик российской экономики в острой фазе мирового финансово-экономического кризиса и непосредственно после нее стало резкое замедление динамики потребительских цен. Она снизилась до 8,8% в 2009 г., что прервало повышательный тренд, сформировавшийся в 2007—2008 гг. и преимущественно определявший рост цен на мировых рынках продовольствия. Достигнув в июле 2010 г. наименьшего в годовом исчислении значения 5,5%, рост потребительских цен затем резко ускорился. Повышательный тренд в основном был вызван усилением продовольственной инфляции, но если в 2007—2008 гг. она была



привнесена с мировых рынков<sup>3</sup>, то в 2010 г. к этому добавился скачок цен на продукцию отечественного сельского хозяйства. Отметим и кардинальное изменение структуры инфляции со II квартала прошлого года. Как и в 2007–2008 гг., рост цен на продовольственные товары опередил сводный показатель инфляции. В то же время впервые за 2000-е годы сводный индекс потребительской инфляции превысил динамику цен на платные услуги населению (см. рис. 2–3).



\* В среднем за год.

Источники: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 2

Движение потребительских цен в России на протяжении 2010 г. определяли два разнонаправленных тренда. В первом полугодии инфляция в годовом исчислении устойчиво снижалась, а во втором, напротив, резко ускорилась. Основной вклад в это внесла летняя засуха, которая поразила не только нашу страну. Повторилась ситуация 2007 г., когда под влиянием шока на мировых рынках продовольствия тренд снижения потребительских цен в России прервался и их рост ускорился.

Кроме того, итоговую динамику инфляции на внутреннем и мировых рынках в 2010 г. определили факторы, оказывающие только повышательное давление на цены. Во-первых, в мире восстановился потребительский спрос, что привело к росту товарно-сырьевых цен. Во-вторых, масштабные антикризисные меры в совокупности со снижением монетарными властями процентных ставок спровоцировали избыток ликвидности на мировом денежном рынке, усилив монетарное давление на цены. В России к перечисленным факторам во второй половине года добавилось ослабление рубля. В целом за 2010 г., несмотря

<sup>3</sup> Подробнее см.: Борисова И., Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. Российская экономика в 2009 году: стремительное падение и медленное восстановление // Вопросы экономики. 2010. № 4.

на рекордно низкие инфляционные показатели первого полугодия, потребительские цены выросли на 8,8%, как и в 2009 г. (см. рис. 3).

Наиболее быстро росли цены на продовольственные товары. Так, средняя цена килограмма крупы гречневой ядрицы во втором полугодии 2010 г. увеличилась в 2,4 раза — с 31,74 руб. в июне до 76,01 руб. в декабре. Средняя цена пшеницы выросла на 82,8% — с 20,85 руб. до 38,13 руб. за 1 кг, мука пшеничная подорожала на 20% — с 17,86 руб. в июне до 21,45 руб. за 1 кг в декабре; картофель — на 41% — соответственно с 20,53 руб. до 28,94 руб. за 1 кг. В результате цены на продовольственные товары в 2010 г. выросли на 12,9%, что соответствует их среднегодовому приросту в 2000—2005 гг. (13,0%), но уступает показателям 2007 г. (15,6%) и 2008 г. (16,5%).



\* В среднем за год.

Источники: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 3

Несмотря на одинаковые значения инфляции в 2009 и 2010 гг., четко прослеживается долгосрочный понижающийся ценовой тренд (см. рис. 3). Тем не менее есть риск, что повышательная динамика потребительских цен предшествующего полугодия сохранится и в 2011 г. До окончания сельскохозяйственной страды будут ощущаться отложенное влияние монетарного давления конца 2010 г. (быстрый рост денежных показателей и ослабление рубля) и последствия жесточайшей засухи. Замедления роста цен на продукты питания, следовательно, и общего уровня российской инфляции можно ожидать после ценовой стабилизации на мировых рынках продовольствия и при хорошем урожае в России<sup>4</sup>. При отсутствии форс-мажорных шоков монетарная

<sup>4</sup> Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (ФАО) предупредила, что мир может столкнуться с повторением продовольственного ценового шока 2007—2008 гг. Мировые цены на основные продукты питания — зерновые, мясо, молоко, сахар и масло — к концу 2010 г. поднялись до рекордных уровней. По сообщению ФАО, ежемесячный индекс цен на продовольствие в декабре 2010 г. составил 214,7 пункта. Выше 200 пунктов с 1990 г. индекс поднимался лишь дважды: в феврале—июне 2008 г., когда был пик продовольственного кризиса (максимум — 213,5 пункта в июне 2008 г.), и в ноябре 2010 г. (206 пунктов). Мировые цены могут подняться еще выше, если производство продовольствия в текущем году — особенно кукурузы, соевых бобов, пшеницы — существенно не возрастет (см.: Annual Food Price Indices, Food and Agriculture Organization (FAO). [www.fao.org](http://www.fao.org)).

составляющая инфляции, как и в предшествующие годы, будет оказывать незначительное влияние на динамику потребительских цен.

### **Сворачивание чрезвычайных монетарных мер поддержки банков**

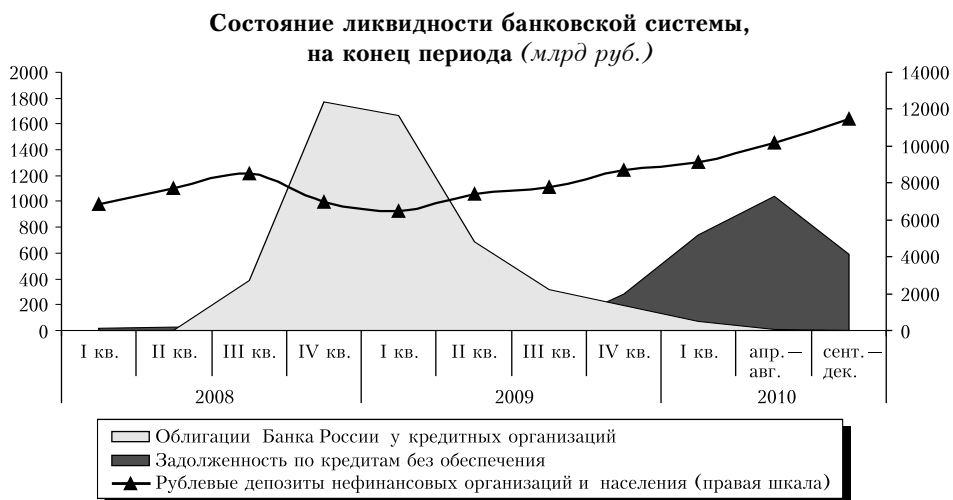
Рецессия национального хозяйства и высокий уровень неопределенности на внутреннем и внешнем рынках в 2008—2010 гг. предопределили перенос акцентов денежно-кредитной политики с достижения низкой и предсказуемой динамики потребительских цен на обеспечение устойчивости банковской системы. Это потребовало принять меры по ограничению высокорискованного спроса хозяйствующих субъектов на кредитные ресурсы и перевода средств в иностранные активы. Для этого Банк России несколько раз повышал ставку рефинансирования. С минимального значения 10% годовых в начале февраля 2008 г. ее подняли до 13% годовых в I квартале 2009 г. — максимального значения в кризисный период.

Одновременно с повышением ставки рефинансирования для поддержания ликвидности и устойчивости банковской системы Банк России резко снизил нормативы обязательного резервирования. Минимальные значения по всем нормативам (0,5% всех обязательств) были установлены в октябре 2008 г. — начале острой фазы кризиса, и они действовали до конца апреля 2009 г.

Чрезвычайным и действенным инструментом поддержания устойчивости банковской системы и обеспечения ее ликвидностью стали кредиты без обеспечения. Их использование для «подпитки» кредитных организаций в острой фазе кризиса было экстренной мерой монетарных властей. Это поддержало функционирование банковской системы, обеспечив ее ресурсами при кардинальном изменении мирохозяйственной конъюнктуры и резком развороте финансовых потоков между российской экономикой и остальным миром. За счет средств беззалогового кредитования в этот период доля средств Банка России в пассивах кредитных организаций возросла до рекордных 19%, а экономика в октябре—декабре 2008 г. получила около 3 трлн руб. (7% ВВП) через этот канал (см. рис. 4). Максимальной отметки 4,3 трлн руб. валовые требования Банка России к кредитным организациям достигли к концу января 2009 г., после чего начали последовательно сокращаться.

В условиях достигнутого равновесия на валютном рынке и снижения девальвационных ожиданий экономических агентов сократилась потребность кредитных организаций в финансовой поддержке со стороны Банка России. Уже в начале 2009 г. дефицит ликвидности был преодолен. Повышение ликвидности банковской системы с минимального значения 11,2% на конец марта определялось устойчивым ростом ликвидных активов кредитных организаций, превосходящим наращивание их рублевых обязательств перед институциональными секторами внутренней экономики, в первую очередь домашними хозяйствами.

Восстановление притока вкладов организаций и населения в банки позволило приступить к постепенному сворачиванию антикризисных



Источники: Банк России, расчеты авторов.

Рис. 4

монетарных мер поддержки банковской системы. Летом 2010 г., следуя сложившемуся тренду снижения спроса на финансовые ресурсы, Банк России принял решение приостановить с 1 октября 2010 г. проведение аукционов по предоставлению кредитным организациям кредитов без обеспечения на срок более 5 недель, а с 1 января 2011 г. — на все сроки. Также были ограничены сроки проведения аукционов РЕПО и операций ломбардного кредитования, операций по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами или поручительствами. В конце I квартала 2011 г. было принято решение приостановить заключение сделок прямого РЕПО с кредитными организациями, обеспечением по которым выступали акции российских компаний.

Естественной реакцией кредитных организаций на нарастающий объем свободной ликвидности стало не только масштабное погашение их задолженности перед регулятором, но и размещение невостребованных финансовых ресурсов в надежные бумаги Банка России. К концу 2010 г. задолженность кредитных организаций перед регулятором была полностью погашена, а общий объем их обязательств перед Банком России снизился с 4,3 трлн до 0,6 трлн руб., составив 2,5% объема пассивов кредитных организаций. В то же время объем финансовых ресурсов, размещенных кредитными организациями в облигации Банка России, в начале августа 2010 г. достиг максимума, превысив 1048 млрд руб. (см. рис. 4). С сентября 2010 г. размер погашения облигаций стал превышать объем их приобретений, что было связано не только с позитивными изменениями в экономике и оживлением кредитования ее секторов, но и с ростом вложений банков в иностранные активы.

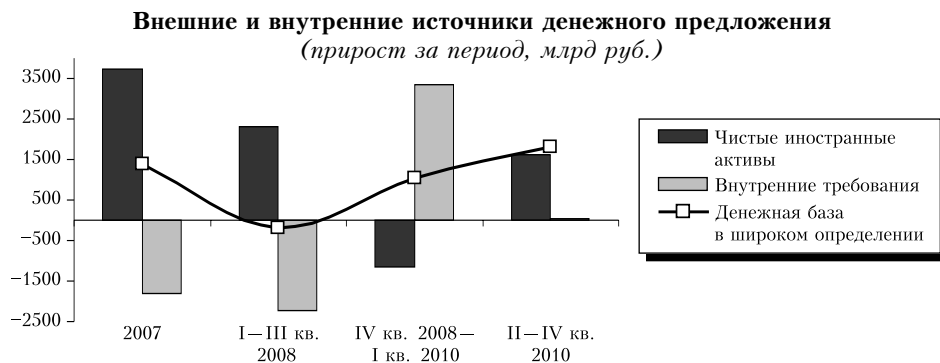
Максимального показателя ликвидности кредитные организации достигли в июне 2010 г. — 21,1%, что соответствовало уровню первой половины 2007 г. (23,8%), однако факторы их формирования различались. Перед кризисом высокий уровень ликвидности кредитных организаций в первую очередь определялся масштабным ростом их внешних заимствований в условиях благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры.

В 2009–2010 гг., напротив, наращивание свободных ресурсов банков в большей степени было связано с масштабным снижением спроса хозяйствующих субъектов и домашних хозяйств на заемные средства.

В результате преодоления острой фазы кризиса и ослабления девальвационных ожиданий возросла привлекательность рублевых депозитов и соответственно склонность организаций и населения к организованным сбережениям, преимущественно в форме банковских вкладов. После панического масштабного оттока средств с рублевых счетов, вызванного значительной девальвацией рубля в конце 2008 — начале 2009 г., прирост вкладов возобновился уже во II квартале 2009 г. Тем не менее докризисный объем обязательств банков по депозитам был достигнут только к концу 2009 г., то есть практически год спустя. Так, если на конец марта 2009 г. объем рублевых депозитов населения и нефинансовых организаций составлял 6490,9 млрд против 8508,4 млрд руб. на конец сентября 2008 г. (снижение на 23,7%), то к концу 2009 г. он достиг 8709,7 млрд руб. В 2010 г. депозиты физических лиц выросли на 31,2% против 26,7% в 2009 г., а их доля в структуре пассивов кредитных организаций к концу года возросла до 38,6%, (в конце предкризисного III квартала 2008 г. — 36,6%).

### Денежное предложение: возвращение к докризисным параметрам

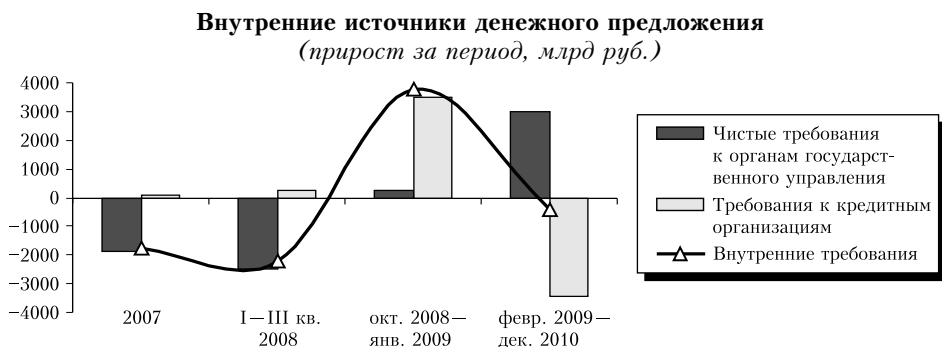
Параметры развития финансовой системы России и монетарной политики в докризисный период определял длительный массированный приток валютно-финансовых средств из-за границы. В условиях благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры основным источником денежного предложения был прирост чистых иностранных активов монетарных властей. Из-за снижения экспортной выручки и разворота финансовых потоков между внутренней экономикой и остальным миром в конце 2008 — начале 2009 г. приток внешних ресурсов в российскую экономику сократился (см. рис. 5). В результате существенно возросла роль внутренних источников формирования денежного предложения.



Источники: Бюллетень банковской статистики ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)), расчеты авторов.

Рис. 5

При этом если в IV квартале 2008 — январе 2009 г. денежное предложение обеспечивалось за счет финансирования монетарными властями кредитных организаций, то с февраля динамика внутренних требований формировалась под влиянием разнонаправленных факторов. С одной стороны, использование средств Резервного фонда для обеспечения сбалансированности федерального бюджета увеличивало чистые требования к органам государственного управления. С другой стороны, примерно на эту же величину сокращались требования монетарных властей к кредитным организациям (см. рис. 6). В результате этих операций до конца 2010 г. величина требований Банка России к внутренней экономике оставалась почти неизменной.



Источники: Бюллетень банковской статистики ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)), расчеты авторов.

Рис. 6

Благодаря преодолению острой фазы кризиса и восстановлению притока иностранных валютно-финансовых средств Банк России смог отказаться от наращивания внутренних требований, и основным источником денежного предложения вновь стал прирост чистых иностранных активов. Так, если в 2009 г. он обеспечил 53,2% всего объема расширения денежного предложения, то в 2010 г. — 76,8%.

До кризиса в условиях массированного притока средств из-за рубежа основным инструментом монетарной политики по управлению денежным предложением были активные валютные интервенции. Целью Банка России, проводившего их в рамках режима управляемого плавающего валютного курса, было не допустить чрезмерного укрепления обменного курса рубля путем привязки его сначала к американской, а затем и к европейской валюте, то есть к бивалютной корзине.

Проведя плавную девальвацию национальной валюты в конце 2008 — начале 2009 г. и тем самым смягчив удар мирового финансово-экономического кризиса, монетарные власти существенно ограничили масштабы своего вмешательства в процесс курсообразования. Вследствие сокращения притока валютно-финансовых средств давление на рубль стало слабее, что позволило Банку России в 2010 г. значительно уменьшить валютные интервенции. Так, если в 2009 г. объем его долларовых операций достиг 97,1 млрд, то в 2010 г. он снизился до 51,5 млрд. Объем операций с европейской валютой сократился соответственно с 7,4 млрд до 4,7 млрд евро.

Проводя несопоставимые по объему с докризисными валютные интервенции, Банк России повысил гибкость обменного курса рубля. В результате рублевая стоимость бивалютной корзины, следуя за трендами мирового валютного рынка, стала почти синхронно повторять движение пары евро—доллар (см. рис. 7). При этом для нейтрализации спекулятивных ожиданий участников внутреннего валютного рынка относительно изменения обменного курса рубля в сентябре 2010 г. возобновились целевые продажи и долларов США, и евро.



Источники: Банк России, РосБизнесКонсалтинг ([www.rbc.ru](http://www.rbc.ru)), расчеты авторов.

Рис. 7

## Преодоление кредитного сжатия

Преодоление острой фазы кризиса и стабилизация ситуации в банковской системе позволили Банку России в начале 2009 г. перейти к ослаблению денежно-кредитной политики. В апреле ставка рефинансирования была снижена до 12,5% годовых<sup>5</sup>. Позитивный импульс со стороны монетарных властей поддержал формирование понижающего тренда движения процентных ставок по кредитным ресурсам, предоставляемым банками нефинансовым организациям и населению. В середине 2009 г. началось снижение процентных ставок по кредитам после их быстрого роста на рубеже 2008—2009 гг. Так, если максимальная стоимость заемных средств, предоставляемых нефинансовым организациям на срок от 1 года, в январе 2009 г. составляла 17,1% годовых, то к концу 2010 г. она снизилась до 9,1% годовых.

В то же время процентные ставки по рублевым депозитам населения снижались значительно медленнее. Но даже при формировании понижающего тренда в первом полугодии 2010 г. реальные процентные ставки по краткосрочным депозитам населения находились

<sup>5</sup> Последовательно ослабляя монетарную политику, Банк России в начале июня 2010 г. снизил ставку рефинансирования до исторического минимума 7,75% годовых и, несмотря на резкое и значимое повышение динамики потребительских цен во второй половине года, сохранил ее неизменной, то есть отрицательной в реальном выражении.

в области положительных значений. Как следствие, банковский спред между средними процентными ставками по краткосрочным рублевым кредитам и депозитам с максимального значения 8,8 п. п. в острой фазе кризиса в I квартале 2009 г. снизился до 4,1 п. п. к концу 2010 г. (см. рис. 8). Агрессивная политика кредитных организаций в области депозитных операций была вызвана как дороговизной предоставляемых Банком России кредитов без обеспечения<sup>6</sup>, так и недостатком альтернативных источников формирования ресурсной базы.



Источники: Бюллетень банковской статистики ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)).

Рис. 8

Несмотря на быстрое снижение стоимости заемных средств и высокий уровень ликвидности банковской системы, кредитование национального хозяйства восстанавливалось медленно. Масштабы внутреннего финансирования экономики в период кредитной паузы существенно снизились. Так, если за 2007 г. задолженность корпораций и населения по кредитам возросла на 49,3%, то в 2009 г. — только на 1,6%. Кредитная активность ощутило выросла лишь с середины 2010 г.

Вместе с тем смягчение условий кредитования для всех категорий заемщиков началось еще в III квартале 2009 г. Повышение доступности кредитных ресурсов было связано как со снижением процентных ставок, смягчением требований к финансовому положению заемщика и обеспечению по кредиту, так и с расширением спектра направлений и размера кредитования. Наиболее действенным оказалось снижение стоимости заемных средств. Понижательный тренд стоимости размещаемых и привлекаемых кредитными организациями ресурсов был вызван и повышением ликвидности кредитных организаций. В 2010 г. росту доступности кредитных ресурсов для внутренних заемщиков способствовало и смягчение условий привлечения средств на внешнем рынке.

<sup>6</sup> Средневзвешенные процентные ставки Банка России по кредитам без обеспечения в 2010 г. превышали 11% годовых.



Наиболее быстро восстановилось кредитование населения. Во время кредитного сжатия, продолжавшегося полтора года, задолженность населения по кредитам снизилась на 12,3% — с 4365,6 млрд руб. на конец сентября 2008 г. до 3829,2 млрд руб. на конец марта 2010 г. На полное восстановление потребовалось только семь месяцев: уже к концу октября 2010 г. объем кредитов населению достиг предкризисных значений — 4387,7 млрд руб.

Менее продолжительным и масштабным оказалось падение параметров кредитования нефинансовых организаций. Начиная со II квартала 2009 г. их кредиторская задолженность почти не изменялась. В кризисный период она увеличивалась в среднем за квартал на 0,3%. Темпы восстановления кредитной активности нефинансовых организаций были ниже, чем кредитования населения. Так, в среднем за II—IV кварталы 2010 г. рост задолженности населения по кредитам составлял 5,7, а организаций — 4,1%. В результате финансирование внутренней экономики банковской системой за 2010 г. возросло на 13,8%, что значительно ниже показателей периода кредитного бума 2006—2007 гг. (Тогда среднегодовой рост кредитования внутренней экономики превышал 49% и обеспечивал быстрое расширение потребительского и инвестиционного спроса, поддерживая динамичный рост национального хозяйства.) Кредитное сжатие наряду с инвестиционной паузой во многом определили продолжительность и ключевые характеристики общеэкономического спада (см. рис. 9).



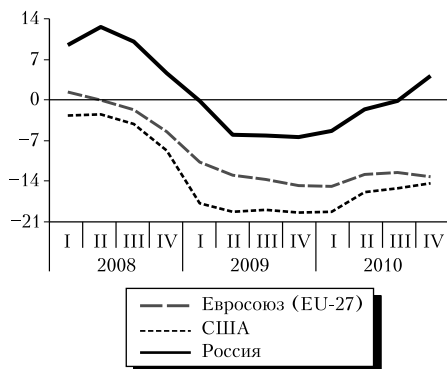
Источники: Бюллетень банковской статистики, Банк России, Росстат, расчеты авторов.

Рис. 9

### Инвестиционная пауза

Изменение инвестиционного тренда в России происходило аналогично тенденциям мировой экономики. Кризис в инвестиционной сфере продолжался с III квартала 2008 г. вплоть до конца 2009 г. (см. рис. 10—11).

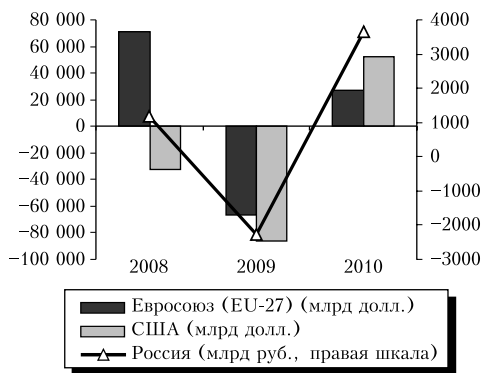
**Накопление основного капитала**  
(с учетом сезонности, прирост в %  
к уровню IV квартала 2007 г.)



Источники: Eurostat, Росстат, расчеты авторов.

Рис. 10

**Изменение запасов материальных оборотных средств**  
(в постоянных ценах 2008 г.)



Источники: Eurostat, Росстат, расчеты авторов.

Рис. 11

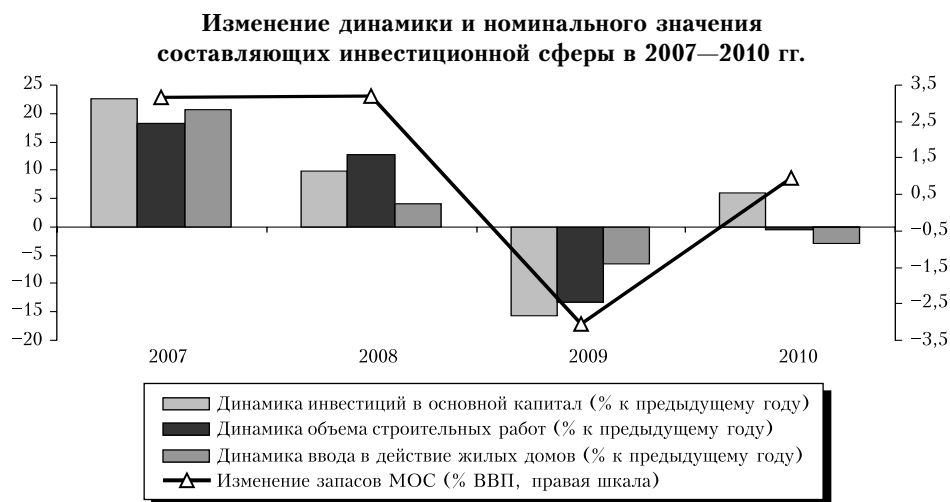
В России вложения в основной капитал во время кризиса сокращались на протяжении шести кварталов (с III квартала 2008 по IV квартал 2009 г.). При этом падение ускорялось — с 2,2% в III квартале 2008 до 5,8% во II квартале 2009 г. Окончилась инвестиционная пауза и в России, и в развитых странах практически одновременно — в конце 2009 г. (см. рис. 10). С начала 2010 г. динамика накопления основного капитала в российской экономике перешла в область положительных значений. Ее среднеквартальное значение в фазе оживления не превышало 2,7%, а в фазе падения достигло 3%.

По итогам 2010 г. валовое накопление основного капитала увеличилось на 6,1%, номинальный прирост материальных оборотных средств составил 0,9% ВВП, а валовое накопление в целом выросло на 28,4%. Тем не менее возобновившийся рост валового накопления основного капитала и валового накопления в целом не компенсировал их падения в 2009 г. (соответственно 14,4 и 41,0%).

На общем положительном фоне оживления инвестиционной деятельности спад продолжился в жилищном строительстве. Ввод жилья по итогам 2010 г. составил только 58,4 млн кв. м, что на 2,4% ниже уровня 2009 г. (см. рис. 12). Это стало следствием резкого сокращения заделов жилищного строительства в 2008—2009 гг.

В 2009—2010 гг. ключевой составляющей, которая определяет характеристики валового накопления (инвестиционного спроса в целом), было изменение запасов материальных оборотных средств (МОС). В 2009 г. (за исключением III квартала) оно внесло основной вклад в падение валового накопления: сокращение запасов увеличилось с 4,7% ВВП в IV квартале 2008 г. до 7,1% ВВП в IV квартале 2009 г. За счет масштабной реализации запасов российские предприятия, в первую очередь промышленные, приспособились к падению внешнего и внутреннего спроса.

В начале 2010 г. снижение запасов резко замедлилось — до 2,6% ВВП (в I квартале), затем пополнение материальных оборотных средств



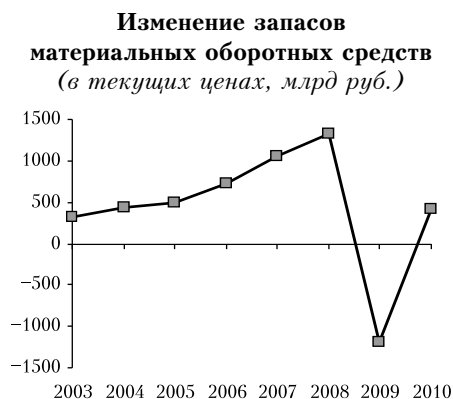
Источники: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 12

возобновилось. В целом за 2010 г. запасы выросли на 421,3 млрд руб. (0,9% ВВП), а в 2009 г. они сократились на 1190,3 млрд (3,0% ВВП).

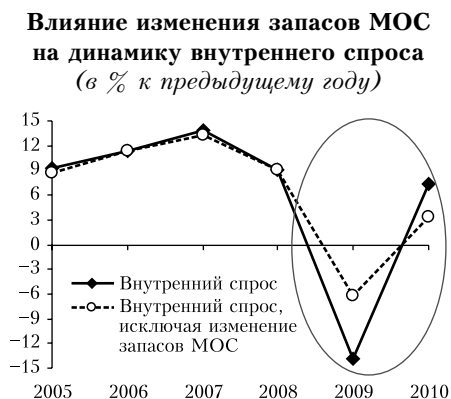
Отметим, что определяющее влияние на параметры валового накопления данный компонент оказывает только при смене фазы экономического цикла — перехода от роста к падению и наоборот. Изменение запасов МОС выступает сильным дестабилизирующим фактором: в первом случае «обваливает» динамику ВВП, а во втором — резко ускоряет его рост. Именно такая картина наблюдалась в 2009—2010 гг., что и определило окончательную динамику внутреннего спроса (см. рис. 13—14). В 2009 г. его объем без учета сокращения запасов МОС уменьшился на 6,2%, а с их учетом — на 13,9%. В 2010 г. ситуация была противоположной: без учета прироста запасов рост внутреннего спроса составил всего 3,3%, а благодаря возобновлению пополнения МОС — 7,4%.

Возобновление пополнения запасов свидетельствует о позитивных ожиданиях производителей относительно увеличения спроса в кратко-



Источник: Росстат.

Рис. 13

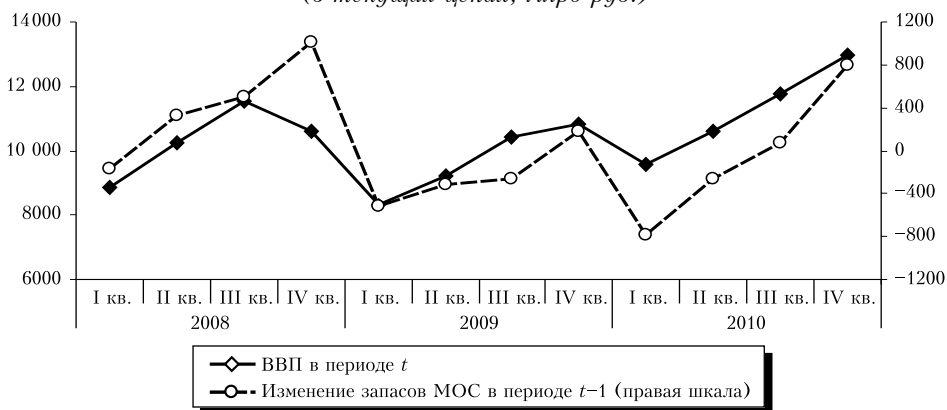


Источники: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 14

а возможно, и среднесрочной перспективе. Между изменением номинальных величин МОС и ВВП (с временным лагом один квартал) существует устойчивая и достаточно тесная связь (см. рис. 15). Показатель прироста запасов МОС служит опережающим индикатором повышения спроса, а значит, производства в ближайшем будущем.

**Взаимосвязь изменения запасов МОС и деловой активности в экономике**  
(в текущих ценах, млрд руб.)



Источники: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 15

Большинство инвестиционных индикаторов в 2010 г. росли высокими темпами (что отчасти было вызвано эффектом низкой базы 2009 г.). Но пока сложно сказать, станет ли это началом длительного повышательного тренда капитальных вложений, поскольку внутригодовая динамика инвестиционной деятельности была неустойчивой. Правда, тот факт, что со II квартала 2010 г. инвестиционный спрос увеличивался вдвое быстрее, чем промышленное производство, позволяет надеяться, что тенденция восстановления инвестиционной активности сохранится. (В 2009 г. ситуация была обратной и глубина падения инвестиционного спроса в четыре раза превышала спад промышленного производства.)

Хотя удалось избежать затяжной посткризисной инвестиционной депрессии, но объемы капитальных вложений, за исключением отдельных отраслей, остаются существенно ниже докризисных уровней. Это в первую очередь касается сельского хозяйства, охоты и лесного хозяйства; обрабатывающих производств; строительства; операций с недвижимым имуществом, аренды и предоставления услуг (см. табл. 3).

Один из ключевых факторов дальнейшего развития российской экономики — динамика капитальных вложений. В свою очередь, она в значительной степени определяется сложившимися параметрами их финансирования (см. табл. 4).

В 2009 г. прервалась многолетняя тенденция к увеличению притока в Россию прямых иностранных инвестиций. По данным Банка России, за год их объем составил 36,8 млрд долл., или вдвое меньше, чем в 2008 г. (75,5 млрд), а в 2010 г. снизился еще на 22% (до 28,6 млрд долл.). При этом общий объем обязательств перед остальным

Т а б л и ц а 3

**Динамика физического объема инвестиций в основной капитал  
в 2008—2010 гг.\* (в % к предыдущему году)**

	2008	2009	2010	2008 = 100
Всего	9,9	–17,5	5,1	87
<i>из них по организациям с основным видом деятельности:</i>				
сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	–1,2	–24,8	–11,1	67
добыча полезных ископаемых	6,5	–11,7	8,9	96
из нее добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	7,5	–10,9	8,7	97
обрабатывающие производства	12,5	–21,8	3,3	81
из них:				
химическое производство	7,0	–25,8	0,2	74
металлургическое производство	18,2	–29,1	–15,4	60
производство машин и оборудования	8,9	–30,6	17,8	82
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	11,6	–0,2	24,1	76
строительство	26,2	–33,9	17,3	78
оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	24,7	–24,3	8,9	82
транспорт и связь	16,1	–0,1	9,0	108
ж/д транспорт	17,8	–21,0	16,5	92
операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	9,5	–29,2	–7,2	66

\* Без субъектов малого предпринимательства и учета неформальной деятельности.

Источники: Росстат, расчеты авторов.

Т а б л и ц а 4

**Структура инвестиций в основной капитал  
по источникам финансирования**

*(без субъектов малого предпринимательства и объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами, в % к итогу)*

	2007	2008	2009	2010
Инвестиции, всего	100	100	100	100
<i>в том числе:</i>				
собственные средства	40,4	39,5	36,3	41,2
прибыль, остающаяся в распоряжении предприятий	19,4	18,5	14,8	14,7
амортизация	17,6	17,3	18,7	20,5
привлеченные средства	59,6	60,5	63,7	58,8
из них:				
кредиты банков	10,4	11,8	9,4	8,7
средства от эмиссии акций	1,8	0,8	0,9	1,4
бюджетные средства	21,5	20,9	21,5	19,4
в том числе из федерального бюджета	8,3	8,0	10,8	10,0
средства вышестоящих организаций	11,3	13,8	15,4	18,0
Из общего объема инвестиций в основной капитал — инвестиции из-за рубежа	4,3	4,6	4,3	3,8

Источники: Росстат, расчеты авторов.

миром в 2010 г. вырос в 5,5 раза по сравнению с 2009 г. (с 6,6 млрд до 36,6 млрд долл.), что свидетельствует о привлечении преимущественно краткосрочных средств.

В ресурсном обеспечении инвестиционного процесса за счет внутренних источников произошел ряд существенных структурных сдвигов. Во-первых, значительно возросла помощь *со стороны вышестоящих организаций* (в форме средств, перераспределяемых в рамках холдингов к дочерним и зависимым компаниям). Если в 2007 г. доля данного источника финансирования инвестиций составляла 11,3%, то по итогам 2010 г. она выросла до 18%. Во-вторых, в структуре финансирования инвестиций в 2008–2010 гг., несмотря на снижение веса прибыли, совокупная составляющая собственных средств повысилась за счет роста доли *амортизации*.

По итогам 2010 г. доля амортизации выросла до 20,5% по сравнению с 18,7 в 2009 г. и 17,3% в 2008 г., что стало результатом комплекса принятых законодательных мер по поддержке политики ускоренной амортизации:

- с 1 января 2009 г. увеличен размер амортизационной премии с 10 до 30% в отношении объектов, включаемых в состав 3–7 амортизационных групп (срок их полезного использования 3–20 лет), что позволило снизить налогооблагаемую базу по налогу на прибыль;

- с 1 января 2009 г. и 1 января 2010 г. сокращен срок полезного использования для ряда основных средств путем переноса их в группы с меньшим сроком в пределах 3–7 амортизационных групп;

- с 1 января 2009 г. в отношении амортизируемых основных средств, используемых только для научно-технической деятельности, введен специальный повышающий коэффициент (не более 3);

- с 1 января 2010 г. в отношении амортизируемых основных средств, относящихся к объектам, имеющим высокую энергетическую эффективность, введен специальный повышающий коэффициент (но не выше 2).

В-третьих, последовательно снижалась доля *кредитов банков*. Несмотря на смягчение условий кредитования, по итогам 2010 г. доля таких кредитов в общем объеме финансирования инвестиций уменьшилась до 8,7% по сравнению с 9,4 в 2009 г. и 11,8% в 2008 г. В то же время увеличился приток средств *от эмиссии акций*.

### **Параметры возвращения на траекторию роста**

В 2010 г. производство выросло в большинстве отраслей российской экономики, за исключением сельского хозяйства, строительства и операций с недвижимым имуществом, а также финансовой деятельности. Тем не менее по большинству наиболее значимых видов экономической деятельности рост производства в годовом исчислении не компенсировал его падение в кризисном 2009 г.

Основной вклад как в снижение добавленной стоимости в 2009 г., так и в ее прирост в 2010 г. внесла промышленность и ее важнейшая составляющая — обрабатывающие производства. Так, вклад промышленности в прирост ВВП в основных ценах составил 70,4% в 2010 г. против 39,9% в 2009 г., а обрабатывающих производств — соответственно 51,8 против 38,4%. Второй по значимости отраслью была торговля, общественное питание и прочие персональные услуги. В кризисном

2009 г. ее вклад в падение ВВП в основных ценах составил 25,7%, а в его прирост в 2010 г. — 24,2%. Добыча полезных ископаемых поддерживала общеэкономическую динамику в период спада и обеспечивала ее устойчивость во время восстановления.

Особо отметим изменения в объеме выпуска сельскохозяйственной продукции. В кризисном 2009 г. производство на селе, в финансовой деятельности и отраслях, преимущественно финансируемых государством, не сокращалось, а росло. Напротив, во время посткризисного оживления в результате жесточайшей засухи резко сократился выпуск продукции растениеводства. В результате в 2010 г. вклад сельскохозяйственного производства в прирост ВВП был отрицательным — минус 14,1% (см. табл. 5).

Т а б л и ц а 5

**Вклад изменения валовой добавленной стоимости по видам экономической деятельности в прирост/снижение физического объема ВВП в 2008—2010 гг.**

	2008		2009		2010	
	в прирост	в % к итогу	в прирост	в % к итогу	в прирост	в % к итогу
ВВП в основных ценах	5,2	100,0	-6,8	100,0	3,5	100,0
сельское хозяйство, рыболовство	0,3	4,9	0,1	-1,0	-0,5	-14,1
промышленность	-0,3	-4,9	-2,7	39,9	2,4	70,4
добыча полезных ископаемых	0,1	1,8	0	-0,6	0,4	12,1
обрабатывающие производства	-0,4	-7,2	-2,6	38,4	1,8	51,8
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	0	0,4	-0,1	2,1	0,2	6,5
строительство и операции с недвижимым имуществом	1,8	34,8	-1,7	25,5	-0,2	-5,3
торговля, общественное питание и прочие персональные услуги	2,1	40,6	-1,7	25,7	0,8	24,2
транспорт и связь	0,5	9,7	-0,8	11,5	0,7	21,2
финансовая деятельность	0,6	11,4	0,1	-1,4	-0,1	-3,5
услуги образования, здравоохранения и государственного управления	0,2	3,5	0	-0,2	0,2	7,0
Справочно: ВВП в рыночных ценах	5,2		-7,8		4,0	

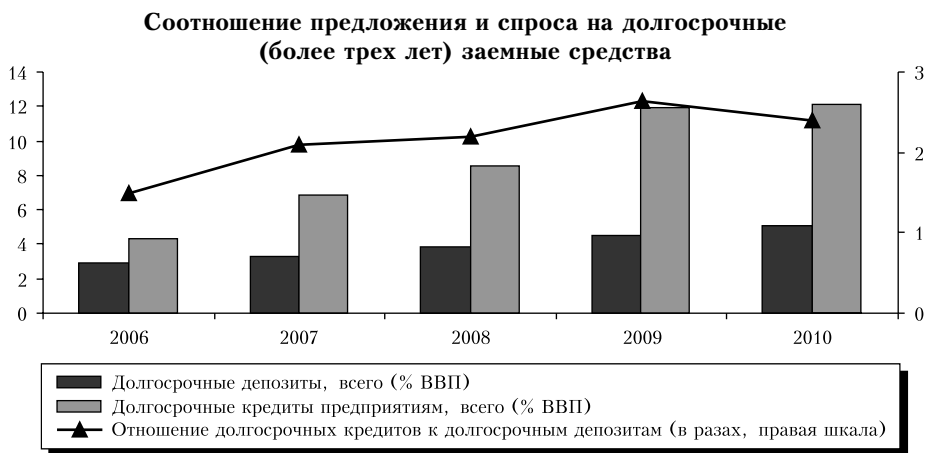
Источник: Росстат, расчеты авторов.

Восстановление экономического роста снизило напряженность на рынке труда. Численность безработных с максимального значения февраля 2009 г. 7,1 млн человек к концу 2010 г. снизилась до 5,4 млн (на 23,9%). Хотя уровень безработицы в декабре 2010 г. (7,2% экономически активного населения) оставался выше минимального докризисного значения (5,4% в мае 2008 г.), повышение занятости свидетельствовало о последовательном преодолении кризисных явлений и возвращении российской экономики на траекторию роста.

В условиях благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры недостаток дешевых долгосрочных финансовых ресурсов на внутреннем рынке покрывался за счет внешних источников. В 2003—2007 гг. доля иностранных пассивов кредитных организаций в общем объеме их ресурсов возросла более чем в два раза — с 14,1 до 30,3%. Таким образом, расширение ресурсной базы кредитных организаций в значительной степени опиралось на дешевые и долгосрочные внешние финансовые ресурсы. При этом спрос на кредитные ресурсы, предоставляемые на срок более трех лет, в 2007—2008 гг. превосходил объем

долгосрочных депозитов институциональных секторов внутренней экономики в 2,1–2,2 раза.

В острой фазе кризиса к концу 2008 г. доля иностранных пассивов сократилась до 21,8% всех активов кредитных организаций. В результате разрыв между спросом и предложением долгосрочных ресурсов в 2009 г. оказался максимальным — 2,6 раза (см. рис. 16). Столь значительное превышение спроса на долгосрочные заемные средства над предложением, несмотря на его снижение к концу 2010 г. до 2,4 раза, стало следствием хронического недостатка внутренних долгосрочных финансовых ресурсов. Это обуславливает уязвимость национального хозяйства к конъюнктурным колебаниям мировых финансовых рынков.



Источники: Бюллетень банковской статистики, Банк России, расчеты авторов.

Рис. 16

В настоящее время с учетом сохраняющейся неопределенности на мировом финансовом рынке (на фоне масштабного роста суверенных долгов большинства развитых стран) важно обеспечить национальное хозяйство России долгосрочными внутренними финансовыми ресурсами. Вместе с тем по мере восстановления мировой экономики и увеличения притока валютно-финансовых средств из-за рубежа финансирование российской экономики монетарными властями вновь осуществляется в основном за счет прироста их чистых иностранных активов. Ведущая роль внешних источников, как и в докризисный период, будет определять чрезмерную зависимость внутреннего хозяйства от конъюнктурных колебаний мировых товарных и финансовых рынков, ограничивая возможности интенсивного финансирования и развития российской экономики.

Кризис принципиально не изменил (да и не мог изменить) соотношение прибыльности активов в разрезе видов экономической деятельности (см. табл. 6).

В добыче полезных ископаемых рентабельность активов стабильно превышает средний уровень по экономике (в 2007 г. — 10,5%, во время и после кризиса в 2008–2010 гг. — 5,7–6,9%) практически вдвое, а в сельском хозяйстве, строи-



**Сравнительная рентабельность активов  
по видам экономической деятельности (в %)\***

Отрасль	2007	2008	2009–2010
<i>Наивысшая</i>			
Металлургическое производство	25,5	17,6	6,8–12,1
Химическое производство		22,3	5,7–12,3
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых			11,3–14,1
<i>Выше средней</i>			
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	16,5	12,9	
Химическое производство	15,3		
Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	13,0		
Оптовая и розничная торговля			7,9–7,4
<b>Средняя по экономике</b>	<b>10,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7–6,9</b>
<i>Ниже средней</i>			
Оптовая и розничная торговля	8,6	4,1	
Транспорт и связь	6,8	5,2	4,5–5,0
Производство машин и оборудования	6,8	5,9	
Производство и распределение э/э, газа и воды			3,6–4,9
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	6,5	5,1	3,1–3,4
Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг		3,7	3,9–4,1
<i>Низшая</i>			
Производство машин и оборудования			4,2–2,8
Строительство	4,4	3,8	2,9–2,2
Производство и распределение э/э, газа и воды	3,3	2,1	

\* Без субъектов малого предпринимательства и учета неформальной деятельности.

Источники: Росстат, расчеты авторов.

тельстве, транспорте и связи, операциях с недвижимым имуществом она ниже его. Рентабельность продукции в экспортоориентированном нефтегазовом секторе составляет около 33% (на долю данной отрасли приходится почти  $\frac{1}{5}$  сальдированного финансового результата всей экономики), поэтому именно туда поступает основной поток инвестиций. Концентрация привлекаемого капитала в наиболее доходных сегментах остается негативной характеристикой российской экономики. В добычу полезных ископаемых из года в год направляется почти  $\frac{1}{5}$  общего объема инвестиций.

В целом по обрабатывающим отраслям общий уровень рентабельности активов и продукции выше (в 2007 г. — 14,3%, во время и после кризиса в 2008–2010 гг. — 5,6–11,1%), чем по экономике в среднем, но внутри них ситуация кардинально различается. Рентабельность производственных активов и продукции резко падает по мере увеличения степени передела продукции из-за высокой изношенности основных фондов и устаревших производственных технологий. Так, в металлургической и химической промышленности рентабельность активов превышает средний уровень по экономике вдвое, а в производстве машин и оборудования она вдвое ниже среднего уровня (см. табл. 6). Как следствие, на производство машин и оборудования из года в год направляют менее 1% общего объема инвестиций. Недостаток инвестирования в фондообразующие отрасли восполняется наращиванием инвестиционного импорта, что особенно ярко проявилось во время посткризисного восстановления. По данным таможенной статистики, за 2010 г. стоимостной объем импорта машин и оборудования увеличился в годовом исчислении на 39,7%, а номинальная величина всего импорта товаров выросла только на 30%.

Вялый экономический подъем без активного расширения инвестиций свидетельствует о незавершенности выхода из рецессии. Медленное восстановление не позволило экономике России полностью преодолеть кризисное падение производства и внутреннего спроса. К концу 2010 г. объем ВВП составлял только 96,5% докризисного максимума, конечного потребления домашних хозяйств — 97,3, валового накопления основного капитала — 92,6, промышленного производства — 98,2%. Только экспорт товаров и услуг почти полностью восстановился, не дотянув до докризисного уровня лишь 0,4%.

\* \* \*

С кризисом 2008—2009 гг. Россия справилась довольно успешно. Экспортно-сырьевая модель роста национального хозяйства, определяющая его сильную зависимость от мировых товарных и финансовых рынков, сначала обрушила, а затем восстановила поступательный тренд производства. Экстренные и в целом эффективные меры властей ослабили внешние шоки, обеспечили действенную поддержку предприятий и населения, смягчили негативное воздействие масштабного мирового финансово-экономического кризиса. Но российская экономика медленно восстанавливается после стремительного и глубокого спада. Не все предприятия и отрасли вышли на докризисные объемы производства, а финансовое состояние многих из них остается сложным.

В обозримой перспективе сохранятся и экспортно-сырьевая модель воспроизводства, и внутренние ограничения — низкая эффективность экономической деятельности, недостаток «длинных» и дешевых финансовых ресурсов. При этом вероятно, что развитие национального хозяйства будет происходить при менее благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре, чем в «тучные» 2000-е годы. Российская экономика не сумеет вернуться к докризисным темпам роста, опиравшимся на масштабные внешние заимствования и безудержную кредитную экспансию благодаря стремительно растущим ценам на экспортные (в основном сырьевые) товары. Поэтому важен адекватный и выверенный переход от чрезвычайных антикризисных мер к осмысленной политике формирования и стимулирования динамичного, устойчивого и сбалансированного экономического развития, учитывающей реалии национального хозяйства России.

А. АПОКИН,  
кандидат экономических наук,  
ведущий эксперт Центра  
макроэкономического анализа  
и краткосрочного прогнозирования,  
старший научный сотрудник ИНП РАН

## ПОВЫШЕНИЕ СТИМУЛОВ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ И ТЕХНОЛОГИИ: ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ\*

Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП) оценивает накопленный объем недоинвестирования в основной капитал в России за последние десять лет в размере 28,5 трлн руб. (или 7 лет в объемах инвестиций 2006 г.)<sup>1</sup>. Всего же потребность в инвестициях накапливается в течение последних 20 лет, и ее удовлетворение можно считать ключевым условием роста конкурентоспособности российских компаний. Норма инвестирования после кризиса при сохранении существующих условий вряд ли превысит докризисную<sup>2</sup>, то есть в перспективе недоинвестирование только усилится.

Возможности бюджетов разных уровней по сокращению недоинвестирования в ближайшие годы будут весьма ограничены, и даже поддержание *текущего* уровня *государственных* инвестиций станет непростой задачей. Поэтому ликвидировать недоинвестирование могут только *частные российские компании*<sup>3</sup>. Но они сегодня инвестируют существенно меньше, чем необходимо. Как изменить эту ситуацию? В статье предлагается набор мер стимулирования инвестиционной активности, направленных в первую очередь на создание у частных компаний стимулов для инвестирования в обновление производственного оборудования.

Конечной целью предлагаемых мер выступает принятие частными компаниями решения об обновлении оборудования. Чтобы принять такое решение, компании должны, *во-первых*, осознать необходимость обновления основных фондов. Три основных аргумента в пользу такого обновления: невозможность использовать существующее оборудование (износ, законодательные ограничения на использование, недостаток кадров), низкая конкурентоспособность продукции из-за оборудования

---

\* Автор выражает благодарность Д. И. Галимову за ценные замечания и помощь в работе.

<sup>1</sup> Оценка ЦМАКП относительно исторической нормы инвестирования в странах ОЭСР, в постоянных ценах 2005 г.

<sup>2</sup> Доля инвестиций в ВВП в 2000—2009 гг. составляла в среднем 20,2%, в период бурного инвестиционного роста 2005—2008 гг. — 23,4% (в сопоставимых ценах 2007 г.) В среднем по странам ОЭСР в 1980—2000 гг. этот показатель составлял 20,4%.

<sup>3</sup> Согласно официальным стратегиям (и проектам стратегий) развития соответствующих отраслей промышленности, частные инвестиции в структуре инвестиций должны составить 100% в добыче нефти и газа, металлургической, химической и нефтехимической, производстве стройматериалов, легкой промышленности, около 100% в транспортном машиностроении, 25—40% — в авиационной промышленности.

(низкое качество, высокая энергоемкость и т. п.), наконец, появление новых или расширение старых рынков<sup>4</sup>. *Во-вторых*, компании должны понять, какой будет отдача от инвестиционного проекта и насколько она будет привлекательна. Для этого необходимо прогнозировать судьбу рынка продукции предприятия, а также налоговые, таможенно-тарифные и кредитные ограничения в будущем. *В-третьих*, обновлять оборудование компании будут, если у них появится возможность получить финансовые ресурсы на доступных условиях. Речь идет или о наличии достаточных собственных средств, или о приемлемых для предприятия условиях кредитования (с учетом комплекса мер государственной поддержки).

Исходя из указанной модели принятия инвестиционных решений, основные меры предлагаемой политики стимулирования инвестиций можно разделить на следующие группы: политика поддержки конкуренции; политика ужесточения стандартов качества; проинвестиционная макроэкономическая политика; политика доступных ресурсов для инвестирования. Особняком стоят меры, напрямую увеличивающие объем инвестиций в основной капитал, например решения о структуре государственных инвестиций или инвестиций компаний под контролем государства.

### Политика поддержки конкуренции

Проблема многих российских рынков — широкое использование *нерыночных методов конкуренции*. Наиболее распространены три ее подвида.

Во-первых, есть рынки, где регулирование способствует нерыночной конкуренции. Возможности рыночной конкуренции обычно ограничиваются местными и региональными администрациями с целью получить ренту или защитить местных производителей<sup>5</sup>, иногда, в свою очередь, служащих источниками ренты. Во-вторых, существуют рынки, где вертикально интегрированные компании действуют по схемам неявного сговора, завышая цену<sup>6</sup>. В-третьих, на ряде специфических

<sup>4</sup> Отечественные и зарубежные специалисты и предприниматели называют примерно одни и те же мотивы смены оборудования. Ср.: *Бартенева Ю. В.* Техническое перевооружение компании сегодня — это конкурентоспособность завтра // Босс. 2007. № 2; *Hughes R. L.* Reasons to Replace Equipment ([www.maintenanceresources.com/referencelibrary/ezone/reasons2replace.htm](http://www.maintenanceresources.com/referencelibrary/ezone/reasons2replace.htm)).

<sup>5</sup> Например, ФАС РФ возбудила дело против администраций Краснодарского края и Татарстана за установление региональных барьеров на алкогольном рынке. Аналогично в 2009 г. после проверок в 10 регионах РФ (Вологодская, Нижегородская, Пензенская, Тверская, Сахалинская, Ярославская области, Республики Бурятия, Карелия, Тыва, Чувашская Республика) территориальные органы ФАС выявили признаки нарушения ст. 15 закона «О защите конкуренции». Региональные органы власти на этих территориях препятствовали обороту отдельных видов продукции на местных рынках. См.: *Бухарова О.* Региональным властям запрещено препятствовать появлению новых игроков на местных рынках (интервью с А. Пироженко) // Российская бизнес-газета. 2010. 2 февр.

<sup>6</sup> Концентрация (сумма долей оборота) четырех крупнейших производителей, по расчетам ФАС, на рынках авиакеросина и автомобильных бензинов составляет более 70%, на рынке мазута — более 50%, на рынке железнодорожных перевозок — 100%, на региональных рынках цемента — от 25 до 100% (здесь и далее — Доклад о состоянии конкуренции в РФ за 2009 г. М., 2010).

рынков структура производственных мощностей еще с советского периода допускает лишь существование монополии (в частности, таковы рынки большинства машиностроительных комплектующих).

Конечно, слишком высокий уровень конкуренции не способствует поддержке инвестиционной активности, однако представляется, что для большинства российских рынков скорее характерна обратная ситуация.

### *Снятие межрегиональных барьеров для конкуренции*

Многие рынки искусственно сегментированы границами регионов. Местные производители на таких рынках связаны с региональными администрациями и сохраняют доминирующее положение на рынке<sup>7</sup> при отсутствии явных конкурентных преимуществ. Так как доли рынка «поделены», то потребности инвестировать нет ни у защищенных производителей, ни у производителей из других регионов, исключение составляет, пожалуй, лишь конкуренция с импортом на отдельных рынках.

Снятие региональных барьеров путем активных действий ФАС повысило бы уровень конкуренции на рынках. Это особенно важно для рынков отдельных продуктов питания, нефтепродуктов, на отдельных рынках стройматериалов и, предположительно, на строительном рынке<sup>8</sup>. Рынки непродовольственной потребительской продукции сегментированы существенно слабее, так как на них высока доля международных компаний<sup>9</sup> (импорт или сборочное производство в России).

Помимо искусственных барьеров, для региональных рынков России действует естественный барьер — транспортные издержки. Стоимость автомобильных перевозок и железнодорожные тарифы<sup>10</sup> существенно повышают издержки производителей. Дальнейшее замедление роста тарифов на специальные и контейнерные перевозки, а также поддержка конкуренции на рынке бензина помогли бы многим производителям усилить конкуренцию на региональных рынках средней удаленности (до 1000 км).

<sup>7</sup> Например, на 10 крупных региональных рынках переработки молока концентрация четырех крупнейших производителей составляет более 60%, на рынке строительных фундаментов — до 100% (по расчетам ФАС).

<sup>8</sup> «Среди проблемных рынков обращает на себя внимание... строительный сектор. Рынки строительства — региональные, но, учитывая чрезвычайно длительные и сложные процедуры согласования объектов строительства, конкуренция ведется в кабинетах чиновников — за получение эксклюзивных условий, укороченных сроков согласования, различных преимуществ, а не на страховой площадке — лучшее качество и более низкие цены» (Тезисы выступления заместителя министра экономического развития России А. Е. Лихачева «О состоянии конкуренции в Российской Федерации» на заседании Правительства России 02.09.10).

<sup>9</sup> Рынок одежды и обуви (80%), рынок мебели (в стоимостном выражении около 40—45%), рынок бытовой техники (40—45%, до 75% с учетом оценки «серого» импорта), рынок автомобилей. В машиностроении зависимость от импорта гораздо сильнее. По данным Союза машиностроителей России, в 2008 г. по импорту поступало 78% бульдозеров, трубоукладчиков и экскаваторов; коммунальной техники — 93%; лесозаготовительной техники — 74%; комбайнов — 50%; навесного оборудования для сельского хозяйства — 85%.

<sup>10</sup> Доля железнодорожной транспортной составляющей ФАС оценивает на уровне 10—15% цены для продукции цветных металлов, 10% — для зерна и солода, 15—20% — за каждые 1000 км для ЖБИ.

*Постепенный рост  
конкуренции с импортом*

Интенсивность конкуренции с импортной продукцией — важный показатель общего уровня конкуренции в отрасли, и этот показатель медленно увеличивается<sup>11</sup>. Конкуренция с импортом должна стимулировать инвестиции, создающие «дорогие», но конкурентоспособные рабочие места на предприятиях, сегодня защищенных таможенными тарифами. В то же время дешевизна импорта не должна заставлять отечественных производителей демпинговать, чтобы удержаться на рынке.

Тарифные барьеры необходимо снижать, но постепенно, в течение 5—10 лет, и в несколько этапов. За первые пять лет на этап свободной конкуренции необходимо вывести поставщиков сырья и промежуточной продукции, а за следующие пять лет — производителей конечной продукции<sup>12</sup>.

Нетарифные барьеры по регулированию, не связанные с требованиями к качеству (например, строительный рынок<sup>13</sup> или рынок авиаперевозчиков-дискаунтеров<sup>14</sup>), вероятно, следует устранить как замедляющие инвестиционный процесс в соответствующих отраслях.

*Увеличение конкуренции при закупке товаров и услуг  
для государственных нужд и нужд компаний  
под контролем государства*

После принятия закона ФЗ № 94 «О размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд» возникла конкуренция при государственных закупках, однако нормой остаются массовые нарушения закупочной

<sup>11</sup> По данным исследования, проведенного ГУ—ВШЭ при участии Всемирного банка и МВФ, с 2005 по 2009 г. доля фирм, испытывающих существенную конкуренцию со стороны зарубежных производителей, возросла с 30 до 35%. При этом в машиностроительных видах деятельности за эти годы отмечен значительно больший разрыв в пользу импортных производителей: в производстве машин и оборудования — с 34 до 43%; в производстве транспортных средств и оборудования — с 19 до 35%; в производстве электро-, электронного и оптического оборудования — с 16 до 40% (Авдашева С., Яковлев А. и др. Предприятия и рынки в 2005—2009 годах: итоги двух раундов обследования российской обрабатывающей промышленности. М.: ГУ—ВШЭ, 2010).

<sup>12</sup> Такая концепция подразумевается в теории «летающих гусей» К. Акамацу и была опробована в технологической модернизации сначала Японии, а затем Кореи. См.: Akamatsu K. A Historical Pattern of Economic Growth in Developing Countries // Journal of Developing Economies. 1962. Vol. 1, No 1. P. 3—25; Kasahara S. The Flying Geese Paradigm: A Critical study of Its Application to East Asian Regional Development // United Nations Conference on Trade and Development Discussion Paper. 2004. No 169.

<sup>13</sup> Доступ зарубежных компаний на отечественный строительный рынок, помимо регионального уровня, существенно затруднен необходимостью сертификации по национальным стандартам, которые пока не приняты.

<sup>14</sup> Доступ на внутренний рынок зарубежных авиаперевозчиков-дискаунтеров тоже сильно затруднен, поскольку Россия не присоединилась к межправительственному договору «Открытое небо», облегчающему согласование полетов над Европой. ФАС в докладах о состоянии конкуренции в России за 2009 и 2010 гг. предлагает разделить авиапредприятия на самостоятельных операторов аэропортов и авиаперевозчиков (возможно, контролирующих отдельные терминалы аэропорта).

процедуры<sup>15</sup>. Эксперты выделяют два типа наиболее распространенных нарушений, направленных на ограничение конкуренции.

Во-первых, формулировки государственного заказа часто слишком детальны. Такая скрупулезность используется, чтобы отобрать «своего» среди поставщиков товаров и услуг, эквивалентных для государственного потребителя. Подобные уловки станут бесполезными, если закупку осуществлять по стандартизированным категориям товаров<sup>16</sup> или поручить формирование параметров каждого конкурса центральному закупочному органу.

Во-вторых, до конкурса покупателю сложно выявлять и отсеивать недобросовестных исполнителей, а годичный бюджетный цикл де-факто не позволяет не принимать формально соответствующие критериям, но ненадлежащего качества товары и услуги. Можно предложить две меры для решения этой проблемы. Первая — банковская гарантия возврата аванса и оплаты неустойки<sup>17</sup> для допуска к торгам или на конкурс. Это позволит отсеивать недобросовестных исполнителей с помощью банковской системы. Это поможет и добросовестным поставщикам, которые сегодня вынуждены работать без аванса, фактически кредитуя бюджет.

Вторая мера — удлинение горизонта планирования государственных закупок и введение реальной возможности переносить средства госзаказа на следующий год. Формально такая возможность есть, но ведомства ее не используют, поскольку сметное бюджетирование делает невыгодной неполную трату средств в течение отчетного года.

В большинстве компаний под контролем государства<sup>18</sup>, по сравнению с органами государственной власти, ситуация менее прозрачна. Как правило, процедура закупок или отсутствует, или непрозрачна для акционеров (то есть для государства), процедуры публичных торгов не используются. Но закупки этих компаний — огромный рынок<sup>19</sup>, вероятно, с большими резервами для роста конкурентоспособности поставщиков (подрядчиков) этих компаний, а через них — экономики в целом<sup>20</sup>. Политика прозрачных и конкурентных закупок со стороны компаний (хотя бы крупнейших) под контролем государства может стать весомым инструментом стимулирования инвестиций.

---

<sup>15</sup> Авторы доклада ГУ—ВШЭ «Система госзакупок: на пути к новому качеству», в частности, указывают, что в 2006 г. объем госконтрактов, размещенных на торгах, был по стоимости втрое выше заказов, размещенных у единого поставщика, в 2008 г. эти показатели почти сравнялись, а в I—III кварталах 2009 г. стоимость закупок у единого поставщика оказалась выше. По данным Института госзакупок ГУ—ВШЭ, массовыми остались процедурные нарушения закона: их доля снизилась с 80 до 60% общего числа закупок. См.: Система госзакупок: на пути к новому качеству / Под ред. А. А. Яковлева М.: ИД ГУ ВШЭ, 2010.

<sup>16</sup> Например, в случае лекарств такой механизм будет обязывать проводить конкурс по закупке безрецептурных препаратов по непатентованным наименованиям вместо торговых марок.

<sup>17</sup> Скажем, за счет создания кредитных организаций в СРО поставщиков по госзакупкам или специализированных банков.

<sup>18</sup> Это относится в полной мере и к компаниям под контролем органов местного самоуправления.

<sup>19</sup> Ежегодные закупки естественных монополий, госкомпаний и госкорпораций, по оценке правительства России, составляют не менее 20% ВВП (8 трлн руб.), у крупнейших 15 госкомпаний — 5% ВВП (около 2 трлн руб.) См.: Выступление председателя правительства на встрече с членами «Деловой России» 13.10.2010.

<sup>20</sup> Проект ФЗ «О закупках товаров, работ, услуг государственными корпорациями (компаниями), субъектами естественных монополий, организациями коммунального комплекса» был принят в первом чтении 11.05.2011.

## **Макроэкономическая политика стимулирования инвестиций в основной капитал**

Можно назвать четыре основных направления, в которых макроэкономическая политика государства способна создать удобную среду для инвестиционного процесса в России.

1. Повышение относительной привлекательности инвестиционных проектов, направленных на обновление оборудования.

2. Стабильность макропараметров окупаемости модернизационных проектов.

3. Ликвидация ограничивающих инвестиции структурных дисбалансов на рынке труда за счет преодоления региональной дезагрегации и административных ограничений на сокращение избыточной занятости.

4. Создание новой и обновление старой инфраструктуры, сегодня не допускающей использование многих видов нового оборудования, а также использование оборудования в необходимом для экономики объеме.

### *Повышение ценовой привлекательности инвестиционных проектов*

Понизить цену оборудования для предприятий государство может, как правило, установив льготную налоговую ставку либо (для импортного оборудования) снизив ставку ввозного тарифа и укрепив национальную валюту. Ценовые факторы не играют ключевой роли в покупке качественного и современного оборудования<sup>21</sup>, но снижение цен может стимулировать предприятия, ожидающие подходящего для инвестиций момента, к обновлению. Поэтому налоговые и таможенно-тарифные меры по снижению цен целесообразны не сами по себе, а в комбинации с другими мерами, например добровольными отраслевыми договорами по повышению целевых показателей (качества продукции, энергоэффективности, безопасности).

Особую роль в повышении ценовой привлекательности оборудования играет *курсовая политика*. Для России курсовая политика в среднесрочном периоде означает выбор между целями роста доходов в экономике и низкой инфляцией<sup>22</sup>. Низкий курс рубля — это более высокие доходы, попадающие в российскую экономику через сырьевой сектор, но и более высокая монетарная инфляция. Высокий курс рубля, с другой стороны, способствует снижению инфляции и удешевляет импорт инвестиционного оборудования.

Выбор в пользу низкой инфляции (высокий курс рубля) за счет снижения экспортных — через мультипликатор и общих — доходов в экономике (низкий курс рубля) далеко не однозначен. Поэтому курсовая политика определяется среднесрочными приоритетами макроэкономического развития.

---

<sup>21</sup> Базыкин Д. Станкостроение в России: состояние, тенденции, перспективы. [www.equipnet.ru](http://www.equipnet.ru).

<sup>22</sup> Речь идет о приложении известной в литературе «трилеммы центрального банка» к стране — экспортеру природных ресурсов. См., например: *Mankiw N. G. Macroeconomics*. 6<sup>th</sup> ed. N. Y: Worth, 2007.



Ценовой эффект курсовых изменений невысок — не более 15% при стабильном платежном балансе. Поэтому для достижения наибольшего ценового эффекта курсовое стимулирование инвестиционной активности необходимо согласовать с таможенно-тарифными и налоговыми мерами аналогичного характера.

*Макроэкономическая предсказуемость окупаемости модернизационных проектов.* Среднесрочная стабильность макроэкономической среды инвестиционного проекта — один из ключевых факторов принятия решения об обновлении оборудования. В стабильной макроэкономической среде гораздо выше объем не только долгосрочных инвестиций, но и доступных для среднесрочного инвестирования ресурсов, ниже стоимость долгосрочного фондирования. Соблюдение среднесрочных программ курсовой, монетарной, бюджетной и налоговой политики, а также тарифной политики естественных монополий, отсутствие частых и непредсказуемых в среднесрочной перспективе пересмотров этих параметров позволяют инвесторам и их кредиторам быть более уверенными в осуществлении инвестиционного проекта.

### *Ликвидация структурных дисбалансов на рынке труда*

Компании оплачивают обусловленные административными ограничениями избыточные трудовые ресурсы фактически за счет средств для инвестиций. Более того, модернизация оборудования дополнительно сократит потребность в персонале, поэтому предприятия в ней не заинтересованы<sup>23</sup>.

Кроме сокращения стимулов к инвестированию, административно обусловленная избыточная занятость снижает стимулы сберегать труд, хотя дефицит трудовых ресурсов в России растет<sup>24</sup>. Поэтому необходимо структурное реформирование занятости на предприятиях при содействии региональных, а в отдельных случаях — и федеральных органов исполнительной власти<sup>25</sup>.

Стимулировать оптимизацию занятости и соответствующее снижение избыточной зарплатной нагрузки на предприятия можно по двум направлениям. Первое — собственно повышение производительности труда за счет технологической модернизации. Новое оборудование и новые стандарты работы позволяют предприятиям экономить относительно дорогие средства фонда оплаты труда<sup>26</sup>. Привлекательность трудосберегающих инвестиций целесообразно усилить в несырьевых трудоинтенсивных отраслях, где нагрузка на фонд оплаты труда высока, а в среднесрочной перспективе ожидается дефицит кадров<sup>27</sup>.

<sup>23</sup> Эта ситуация особенно важна в случае крупных региональных нанимателей, которые, как правило, являются и крупными производителями на рынке и для которых особенно важна конкурентоспособность.

<sup>24</sup> Оценки ИНП РАН показывают, что при темпах роста ВВП России (и производительности труда) 4–5% в 2010–2015 гг. 1–5% спроса на труд со стороны предприятий не будет удовлетворено. См.: Коровкин А. Г., Долгова И. Н., Королев И. Б. Дефицит труда в России наступит между 2010 и 2015 годами // Демоскоп Weekly. 2007. № 277–278.

<sup>25</sup> Если предприятие — крупный работодатель, сокращение занятости вызовет конфликт руководства предприятия и региона.

<sup>26</sup> Фонд оплаты труда облагается подоходным налогом и страховыми взносами в Пенсионный фонд, суммарная нагрузка составляет 47%. Это несопоставимо со ставками налога на имущество.

<sup>27</sup> По оценкам ИНП РАН, в строительстве образуется избыток спроса на труд.

Второе — вывод с баланса компаний исторически содержащихся на них объектов социальной инфраструктуры, включив их в бюджетную сеть муниципалитета или региона. Показательным мог бы стать пример контролируемых государством компаний.

Разумеется, высвобождение избыточных трудовых ресурсов при отсутствии комплексной социально-трудовой политики неизбежно вызовет социальное напряжение, особенно осязаемое в трудоизбыточных регионах<sup>28</sup>. Поэтому для запуска процесса высвобождения избыточной занятости необходимы *структурные меры*, направленные в первую очередь на облегчение поиска новой работы. Эти меры можно разделить на две группы: обеспечение территориальной связности, создающее приток высвобожденных ресурсов на рынки труда ближайших регионов, и стимулирование появления новых рабочих мест, которые надо реализовать прежде всего на региональном уровне.

Важность территориальной связности региональных рынков труда России для поиска работы со временем нарастает. По оценкам ИНП РАН<sup>29</sup>, около 40% совпадающих по отрасли вакансий ожидают безработных в других регионах. Но эти региональные диспропорции, в отличие от отраслевых (40%), выросли за последние 20 лет в два раза.

В области обеспечения территориальной связности рынка труда наиболее важны две группы стратегических долгосрочных мер — развитие доступного высокоскоростного транспортного сообщения (автомобильного и железнодорожного) для маятниковой миграции в пределах 500 км<sup>30</sup> и развитие массового строительства недорогого жилья для долгосрочной миграции. Сюда же относится постепенное переселение избыточного для моногородов населения в более крупные города как на маятниковой, так и на долгосрочной основе.

Для создания новых рабочих мест, кроме политики развития малого бизнеса, важной представляется политика создания территориальных промышленных кластеров, значительно стимулирующая занятость в смежных для деятельности предприятия отраслях. Следует отметить, что выделение и продажа непрофильных производственных активов крупных предприятий, высвобождающие избыточную занятость, также способствуют развитию кластеров<sup>31</sup>, создавая возможности для конкуренции технологически интегрированных предприятий по цепочке ценности.

<sup>28</sup> Речь идет, прежде всего, о регионах Южного, Уральского и Приволжского федеральных округов, а также некоторых регионах Центрального ФО (Ивановской, Ярославской, Владимирской, Новгородской областях).

<sup>29</sup> *Коровкин А. Г.* Дихотомия «дефицит-безработица» на российском рынке труда // Демоскоп Weekly. 2007. № 277—278.

<sup>30</sup> Длина крупнейшей в мире городской агломерации Бостон—Вашингтон составляет более 600 км.

<sup>31</sup> Этот опыт был успешен во многих развитых странах, в частности в Японии. Речь идет о развитии географически близких производств в рамках одной технологической цепочки по схеме «несколько больших базовых производств — много малых дополняющих». См., например: *Kodama T.* Industrial Cluster Policy in Japan — Its Concept, Origins, Development and Implications / The Centre for Japanese Research, University of British Columbia. 2007. Подобные меры обсуждаются и для России. См.: *Белоусов А. Р.* Дерево целей и дефицит средств // Эксперт. 2010. № 7.

## Политика ужесточения стандартов

*Дешевизна* менее качественного и менее современного оборудования<sup>32</sup> остается для отдельных российских предприятий важным фактором при инвестировании. Однако такая практика нежелательна с макроэкономической точки зрения, поскольку не способствует росту качества производимой продукции и созданию «дорогих» рабочих мест.

Чтобы более качественное и более современное оборудование, несмотря на более высокую цену, было предпочтительным, необходимы отдельные меры. Будучи направлены на рост качества производимой с помощью нового оборудования продукции, они должны быть постепенными и последовательными, чтобы стать основным фактором принятия инвестиционных решений. Наиболее перспективными инструментами государственной политики постепенного и последовательного повышения требований к качеству выпускаемой продукции (и оказываемых услуг) могут стать повышение минимальных нормативов и ужесточение требований к товарам и услугам, закупаемым для государственных нужд и нужд компаний под контролем государства.

### *Долгосрочная программа повышения минимальных требований к качеству*

Основным инструментом создания среды ужесточающихся стандартов представляется механизм постепенного повышения законодательных требований (стандарты, техрегламенты, СНИП) к качеству (надежности, безопасности, энергоэффективности, долговечности) продукции и работ (услуг). Примерами могут служить введение в России европейских шумовых стандартов в эксплуатации самолетов, изменение норм безопасности автомобилей и стандарты качества топлива. Более действенными с точки зрения инвестиционных стимулов могли бы стать законы с горизонтом действия пять-семь лет, постепенно изменяющие минимальные требования к качеству продукции в сторону более конкурентных.

По мере роста требований к качеству можно установить нетарифные барьеры для появления дешевой импортной продукции на внутреннем рынке. Это упростит конкуренцию с импортом для модернизированных предприятий.

Пока опыт долгосрочного регулирования качества в России сложно назвать успешным. Например, постепенное введение экологических стандартов на используемый в России бензин почти не удалось стимулировать законодательно<sup>33</sup>, несмотря на существенный износ мощностей в нефтепереработке. В то же время в ЕС постепенное ужесточение стандарта на используемое топливо и программа перехода на биотопливо вызвали рост инвестиций в нефтепереработку и автомобилестроение.

<sup>32</sup> Объем импорта китайского оборудования в Россию составил в 2008 г. 18,7 млрд долл., или 14% инвестиций в машины и оборудование, в последние пять лет темпы прироста показателя превышают 30% в год.

<sup>33</sup> В частности, введение стандарта «Евро-3» с 2011 г. было перенесено в пятый раз.

*Повышение требований к поставщикам  
в рамках стандартов по госзакупкам и закупкам  
предприятий под контролем государства*

Объем государственных закупок товаров и услуг в 2009 г. оценивался в 3,6 трлн руб. (9,2% ВВП), оценка на 2010 г. — 5 трлн руб. (15% ВВП). Возможности по увеличению государственных закупок и государственных инвестиций невелики<sup>34</sup>. Поэтому основная их ценность — в способности стимулировать инвестиции со стороны участников соответствующих технологических процессов («цепочек»).

Значительно повлиять на инвестиционную активность поставщиков может изменение требований государства к потребительским качествам, надежности, энергоэффективности и другим характеристикам приобретаемой продукции. В то же время лишь крупнейшие предприятия из числа контролируемых государством осуществляют 20–25% ежегодных инвестиций в России (или около 5% ВВП)<sup>35</sup>. Они же крупнейшие покупатели товаров и услуг сторонних организаций как для инвестиционных целей, так и для целей текущей деятельности. При этом в большинстве компаний процесс закупок не регламентирован и не централизован, а в большинстве крупнейших компаний регламентирован и централизован, однако непрозрачен и неконкурентен.

В политике закупок государства и компаний под его контролем сохраняется весомый потенциал для стимулирования инвестиционного процесса в экономике в целом. Чтобы задействовать этот потенциал в качестве инструмента технологической модернизации, необходимо выяснить, к каким инвестициям он стимулирует поставщиков сегодня. Подобный вопрос системы технологического и инвестиционного аудита в политике закупок пока не обсуждается.

Далее, необходимо сформировать долгосрочную программу повышения требований к качеству покупаемых товаров, услуг и инвестиционной продукции. Программа должна определять стандарты качества, технологический уровень, энергоэффективность и другие параметры покупаемой продукции, а также график ужесточения этих требований в течение трех-семи лет в зависимости от вида продукции. При наличии конкуренции на рынке закупок такая программа стимулирует технологическую модернизацию для поставщиков (подрядчиков) контролируемых компаний. Единые требования, которые можно взять за основу для программы повышения качества, в законодательстве отсутствуют<sup>36</sup>. Однако элементы такой программы в части энергоэффективности можно реализовать, например, в виде энергосервисных договоров, заключаемых в рамках ФЗ № 261 («Об энергоэффективности»).

---

<sup>34</sup> И ограничены финансовыми возможностями государства: в 2010–2015 гг. доходы бюджета вряд ли будут расти, как в 2002–2007 гг., почти весь излишек, вероятно, будет поглощаться расходами неинвестиционного характера.

<sup>35</sup> Оценка ЦМАКП по выборке инвестиционных программ крупнейших государственных компаний.

<sup>36</sup> К сожалению, пока не решена и более простая проблема — не сформирована критическая масса техрегламентов, определяющих минимальные стандарты качества покупаемой продукции и услуг с высокой добавленной стоимостью.

Де-факто контроль за соблюдением требований к качеству выполненных работ после их сдачи-приемки пока отсутствует<sup>37</sup>. Поэтому для отдельных видов закупок важным инструментом стало бы включение в лот закупки не только собственно характеристик продукции и работ, но и последующего их обслуживания<sup>38</sup>. Конкуренция подрядчиков за такие лоты подразумевает управление полными (включая издержки эксплуатации) издержками при строительстве инфраструктурных объектов.

### **Увеличение предложения финансовых и организационных ресурсов, необходимых для инвестирования**

Основным финансовым ресурсом инвестиций и в России, и в мире служат собственные средства предприятий (50—90% объема финансирования)<sup>39</sup>. В то же время доступные кредитные ресурсы (банковские ссуды и долговой рынок составляют 15—30% объема финансирования) предоставляют компании свободу маневра в непредвиденных ситуациях, хотя это не основной источник инвестиций. Поэтому отсутствие доступного кредита может удерживать компании от инвестирования — предосторожность приведет к перенакоплению инвестиционных ресурсов.

*Недостаток организационно-технологических ресурсов* (инжиниринг, поддержка экспорта) ограничивает инвестиционную активность в России не меньше, чем недостаток финансовых ресурсов. При этом найти специфические организационно-технологические ресурсы сложно, а их стоимость для отдельного предприятия весьма высока.

Вместе с тем отдельные виды финансирования (облигации с ковенантами, прямые иностранные инвестиции) предоставляют заемщику не столько финансовые, сколько организационно-технологические ресурсы. Как правило, их привлекают не для обеспечения финансирования, а для ужесточения финансовой дисциплины или привлечения новых технологий и общего повышения эффективности<sup>40</sup>.

Высокая потребность в доинвестировании свидетельствует о необходимости увеличить доступность финансовых и организационно-технологических ресурсов. Государство может сделать это тремя способами. Во-первых, стимулируя увеличение амортизационных фондов предприятий или развивая рынок долгосрочных корпоративных обли-

<sup>37</sup> Бюджетный год при сметном планировании значительно усложняет процедуру отказа принимать работы и товары ненадлежащего качества.

<sup>38</sup> Например, сегодня редко в пакет с госконтрактом на строительство дороги входит контракт на ее эксплуатацию. Письмо Президента России Федеральному собранию содержит сходные рекомендации.

<sup>39</sup> Доля собственных средств в источниках инвестиций российских предприятий в зависимости от отраслей оценивается в 50—90%, что примерно соответствует мировым стандартам. См.: Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А. Анализ и прогноз развития финансовых рынков. М.: ТАСИС, 2003; Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 1997. С. 350—351.

<sup>40</sup> Подробнее о функциях прямых иностранных инвестиций см.: Пестова А. А., Сухарева И. О., Солнцев О. Г. О стимулировании притока прямых иностранных инвестиций в российскую экономику с целью повышения «качества» экономического роста // Проблемы прогнозирования. 2011. № 1.

гаций. Во-вторых, уменьшая стоимость долгосрочного фондирования, например за счет софинансирования кредитной ставки или предоставления частичных финансовых гарантий для долгосрочных займов на инвестиционные цели. В-третьих, при помощи долгосрочных институциональных мер по улучшению инвестиционного климата<sup>41</sup>. Каждый из этих способов имеет свои достоинства и ограничения.

Организационно-технологические ресурсы (услуги) весьма специфичны, поэтому государство здесь в основном применяет прямые меры по организации массового предоставления таких ресурсов, создающего экономию в силу эффекта масштаба.

### *Повышение доступности финансовых ресурсов для инвестиций*

Собственные средства как основной источник инвестиций поступают в первую очередь из амортизационного фонда. Поэтому для стимулирования инвестиций за счет собственных средств разумно увеличить стимулы накапливать амортизационный фонд, распространяя метод ускоренной амортизации на инвестиции в производственное оборудование, удовлетворяющее критериям технологического уровня и качества производимой продукции.

В банковской системе существуют значительные среднесрочные пассивы, однако дефицит финансовых ресурсов<sup>42</sup> современная банковская система за их счет покрыть не может — долгосрочных кредитов выдается слишком мало, такая ситуация сохранится и в будущем. Чрезмерное использование компаниями внешних займов значительно повышает восприимчивость экономики к внешним шокам, что наглядно показал последний кризис, и нежелательно с точки зрения стабильного развития. Поэтому необходим новый канал трансформации среднесрочных внутренних сбережений в долгосрочные инвестиции.

Решением мог бы стать ликвидный рынок долгосрочных корпоративных облигаций, который, по расчетам ЦМАКП<sup>43</sup>, может в течение пяти-семи лет повысить долю долгосрочных ссуд и займов в финансировании инвестиций с 9% в 2009 г. до 20—30%, характерных для стран с сопоставимым уровнем экономического развития. Ключевой мерой развития этого рынка должны стать, во-первых, обязательство институтов развития рефинансировать долгосрочные корпоративные облигации организаций, деятельность которых эти институты должны поддерживать согласно своему мандату. Во-вторых, необходимо найти маркет-мейкеров из числа крупных банков, которые будут поддерживать необходимый для рынка объем ликвидности.

<sup>41</sup> В число подобных мер обычно включаются работающая судебная система, действующая система защиты прав собственности (и защиты инвесторов), прозрачность процесса государственного регулирования и низкий уровень коррупции, долгосрочная макроэкономическая стабильность и последовательная бюджетно-налоговая политика.

<sup>42</sup> Доля длинных (на срок более трех лет) кредитов в выданных российской банковской системой составляет 36%.

<sup>43</sup> Более подробно механизм создания рынка долгосрочных корпоративных облигаций за счет субординированных кредитов описан в: Солнцев О. Г. Сломать инерционный тренд // Эксперт. 2008. № 16.

Долгосрочные кредиты (займы) на инвестиционные цели можно частично обеспечивать гарантией специального фонда, финансируемого государством, крупнейшими страховщиками и крупнейшими пользователями (например, государственной корпорацией «Ростехнологии»). Компенсация государством части процентных расходов на долгосрочные инвестиционные проекты (например, через вычет из налоговой базы) может стать доступным способом снижения стоимости заимствования.

### *Привлечение прямых иностранных инвестиций*

Доля прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в финансировании инвестиций в России не превышает 5%<sup>44</sup>, и возможности прироста объемов ПИИ невелики по отношению к потребности в инвестициях. Поэтому ПИИ не надо рассматривать как источник финансирования потребности в инвестициях.

Вместе с тем ПИИ — важный организационно-технологический ресурс<sup>45</sup> с высоким потенциалом создания положительных внешних эффектов для отечественных производителей на рынке. Речь идет не только о возможности технологического трансферта, но и об изменениях в организации производства, о росте качества рабочей силы, которые через механизм конкуренции повышают производительность труда в отрасли в целом.

Наибольший объем организационно-технологических ресурсов для российской экономики ПИИ будут предоставлять по модели «технологических плацдармов». Речь идет о создании на территории России производств, ориентированных не только на внутренний рынок, но и на экспорт в ближайшие страны, хотя бы в пределах СНГ. В этом случае мотивом инвестирования будет не столько поиск дешевых трудовых ресурсов, сколько выстраивание эффективного на внешних рынках производства с передачей технологий по производственной цепочке.

Значимость привлечения ПИИ заключается в создании управленческих, технологических и производственных ориентиров для бизнеса, а также комфортной институциональной среды в отрасли.

### *Организационная и технологическая поддержка*

Компаниям, готовым проводить технологическую модернизацию и нашедшим источники финансирования, часто не хватает организационных и технологических навыков. Выбор и установка нового оборудования требуют изменений в организации производства, нового подхода к сервисному обслуживанию и ремонту, не всегда позволяющих использовать накопленный опыт. Процесс приобретения сложного оборудования требует схем финансирования (например, лизинг), не

---

<sup>44</sup> Оценка ЦМАКП по опросам компаний, получающих инвестиции из-за рубежа, и данным платежного баланса России.

<sup>45</sup> Подробнее, включая рекомендации в области экономической политики, ПИИ как инструмент стимулирования инвестиционной активности и технологического развития описаны в: Пестова А. А., Сухарева И. О., Солнцев О. Г. Указ. соч.

применяемых в регулярной работе предприятия. Выход на новые рынки (особенно внешние) часто делает необходимым внедрение новых бизнес-процессов, которые излишни для традиционного рынка предприятия.

Ключевым элементом организационной и технологической поддержки со стороны государства могло бы стать упрощение доступа к организационно-технологическим (инжиниринговым) услугам и целевому финансированию ряда видов деятельности, сегодня не востребованных рынком. Предоставление необходимого, но отсутствующего на рынке ресурса может стать одним из инструментов политики стимулирования инвестиционной активности. Какие еще меры можно принять?

Во-первых, приобретение или софинансирование услуг отобранных по конкурсу зарубежных инжиниринговых компаний, способных провести необходимые отечественным предприятиям работы по организации производственного процесса, приобретению необходимого оборудования, обучению персонала, и отвечать за другие элементы процесса внедрения современных технологий<sup>46</sup>.

Во-вторых, предоставление финансирования или гарантий на создание государственно-частных лизинговых компаний, готовых предоставлять услуги по лизингу конкурентоспособного отечественного оборудования высокой единичной стоимости среднему бизнесу, испытывающему проблемы с финансированием.

В-третьих, обеспечение, а в отдельных случаях софинансирование, страхования операций по приобретению, доставке и установке оборудования, в том числе импортного.

\* \* \*

Полноценная интеграция предложенного комплекса мер с действующими принципами инвестиционной политики, вероятно, позволит существенно увеличить норму инвестирования в российской экономике. Вместе с тем меры экономической политики будут лишь частью комплекса мер по обеспечению инвестиционной привлекательности российской экономики для инвесторов. Не менее важную роль играют и так называемые *институциональные меры* — обеспечение независимости судебных решений, снижение административной (включая коррупционную) нагрузки на частные компании, повышение эффективности работы компаний госсектора.

В 2012—2020 гг. для обеспечения темпов роста российской экономики свыше 4% в год необходимо увеличить инвестиции и эффективно расходовать инвестиционные средства. Внедрение предложенных мер поможет стимулировать основного инвестиционного агента — частные российские компании — к рассмотрению более длинных инвестиционных проектов и к увеличению объема инвестированных средств, а также позволит привлечь больший объем прямых иностранных инвестиций.

<sup>46</sup> Например, проектно-инжиниринговые компании можно отбирать на конкурсах, проводимых компанией «ВЭБ-проект», которая будет финансировать подготовку документации государственно-частных региональных инвестиционных проектов.



*С. АНДРЮШИН,  
доктор экономических наук,  
профессор Финансового университета  
при Правительстве РФ,  
завсектором ИЭ РАН,*

*В. КУЗНЕЦОВА,  
кандидат исторических наук,  
доцент МГУ имени М. В. Ломоносова,  
ведущий научный сотрудник ИЭ РАН*

### **ПРИОРИТЕТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ В НОВЫХ УСЛОВИЯХ**

Мировой финансовый кризис выявил немало проблем в теории и практике денежно-кредитной политики (ДКП) центральных банков (ЦБ). В результате активизировались дискуссии, посвященные анализу целей и функций ЦБ, их роли в процессах макроэкономической стабилизации. Особое место в ходе современных дебатов занимает обсуждение проблемы взаимосвязей ДКП и фискальной политики в посткризисный период. Для реализации антикризисных программ в большинстве стран, затронутых кризисом, потребовались новые нетрадиционные формы взаимодействия ЦБ и правительства.

#### **Целевые приоритеты центральных банков в посткризисный период**

До последнего кризиса в монетарной теории и практике исходили из того, что ЦБ отвечает за достижение трех основных (конечных) целей: 1) поддержание стабильности цен (покупательной способности национальной валюты); 2) обеспечение финансовой стабильности; 3) предоставление ликвидности финансовым посредникам в кризисных условиях. Как показало исследование 146 национальных ЦБ, проведенное Банком международных расчетов (BIS), именно такая приоритетность целей ДКП была характерна для них до глобального финансового кризиса.

В экономической теории принято подразделять цели ДКП на три уровня. Первый уровень — *стратегические цели* (конечные или

долгосрочные). Обычно они закреплены в законе о центральном банке или иных законах. ЦБ может лишь стремиться к их достижению, воздействуя на цели второго уровня — *тактические* (промежуточные или среднесрочные). ЦБ выбирает базовую монетарную переменную и таргетирует ее желательные значения на среднесрочный период. До последнего времени выбранная ЦБ (в ряде стран совместно с министерством финансов) базовая монетарная переменная определяла режим ДКП, например, таргетирование инфляции, денежных агрегатов, валютного курса. Конкретные значения монетарной переменной на текущий финансовый год формировали цели третьего уровня — *операционные*, к которым относятся ставка по федеральным фондам в США или рублевая стоимость бивалютной корзины в России.

Как показал глобальный финансовый кризис, и в развитых странах, и в странах с формирующимся рынком ЦБ не смогли обеспечить эффективное достижение стратегических, тактических и операционных целей национальной ДКП. Во многом это было связано с тем, что в последнее десятилетие существенно ускорились процессы финансовой глобализации и интеграции национальных финансовых рынков. В результате национальная ДКП становилась все более восприимчивой (чувствительной) к трансграничным (внешним) шокам. В свою очередь, это обусловило необходимость пересмотра стратегических целей деятельности ЦБ, смены приоритетов при определении тактических и операционных целей ДКП.

До кризиса считалось, что ЦБ может проводить эффективную ДКП, если он независим при принятии операционных решений, прежде всего при определении официальной (политической) краткосрочной процентной ставки. Предполагалось, что, используя данный инструмент, ЦБ мог обеспечивать достижение различных целевых показателей, например, по уровню ликвидности или инфляции, или темпам экономического роста (максимально возможному уровню занятости). Значения последних переменных, в свою очередь, устанавливало национальное правительство, в том числе совместно с национальным ЦБ.

В ходе глобального финансового кризиса выяснилось, что, манипулируя уровнем политической процентной ставки, ЦБ даже в странах с развитым финансовым рынком не смогли достичь желательных значений макроэкономических показателей. Кроме того, оказалось, что обеспечение стабильности цен (покупательной способности национальных денег) не гарантирует стабильности национальной финансовой системы. Более того, в определенных условиях политика поддержания стабильности цен может противоречить стремлению к финансовой стабильности, и наоборот.

С уроками кризиса связано несколько важных теоретических и практических вопросов:

- может ли ЦБ в условиях высокой интеграции национальных финансовых рынков проводить процентную политику без учета ситуации на мировых рынках;

- может (должен) ли ЦБ, устанавливая краткосрочную процентную ставку (коридор процентных ставок), добиваться целевого значения темпов инфляции или других макроэкономических показателей;

— должно ли обеспечение стабильности цен быть основным приоритетом деятельности национального ЦБ или ему следует прежде всего сосредоточиться на поддержании макрофинансовой стабильности;

— какими должны быть институциональные рамки взаимодействия ЦБ, других финансовых регуляторов и национальных правительств?

Однозначных ответов на эти вопросы пока нет. Обработка и анализ эмпирических данных, разработка новых теоретических моделей, поиск консенсуса между ветвями политической власти (в том числе на международном уровне) требуют времени. Но уже сейчас специалисты выработали общие подходы к ответам на поставленные вопросы.

Во-первых, национальная процентная политика должна учитывать тренд мировых процентных ставок. В условиях, когда национальные субъекты привлекают долгосрочные заимствования на мировом рынке, ЦБ вынужден подстраивать свои краткосрочные ставки к уровню среднемировых долгосрочных процентных ставок. Поэтому свобода маневра в процентной политике у национального ЦБ в настоящее время ограничена.

Во-вторых, использование ЦБ только политической процентной ставки для достижения целевых значений макроэкономических переменных может не дать нужных результатов, если национальные финансовые посредники не используют операции рефинансирования ЦБ для пополнения своей ресурсной базы. Данное положение особенно актуально в период резкого сжатия национального межбанковского рынка или в условиях, когда коридор политических процентных ставок не ограничивает верхнюю границу процентных ставок межбанковского рынка.

В-третьих, сейчас важно поддерживать макрофинансовую стабильность. По мнению профессора Лондонской школы экономики С. Гудхарта, для достижения этой цели надо создать дополнительный набор макропруденциальных инструментов<sup>1</sup>. Вопрос о том, какой институт должен отвечать за мониторинг и регулирование системных рисков, пока остается предметом острых теоретических и политических дискуссий<sup>2</sup>.

Сегодня большинство экспертов признают: хотя все еще применяются разработанные в 1980-е годы формулировки целей различных режимов ДКП, их толкование расширилось. Следовательно, и содержание неизбежно будет переосмыслено.

В ходе многочисленных эмпирических исследований было выявлено, что между целями ДКП и функциями ЦБ часто возникают серьезные противоречия, а в ряде случаев обнаруживается их несовместимость<sup>3</sup>, например между целью поддержания стабильности

<sup>1</sup> Goodhart C. A. E. The Changing Role of Central Banks // BIS Working Papers. 2010. No 326. P. 8—9.

<sup>2</sup> См., например, дебаты в конгрессе США в ходе обсуждения закона Додда—Франка в июле 2010 г.

<sup>3</sup> Еще в 2004 г. М. Обстфельд и А. Тэйлор, проанализировав развитие глобальных рынков капитала, пришли к выводу, что при проведении ДКП нельзя одновременно достичь трех целей — иметь операционную независимость ЦБ, сохранить открытость рынка капитала и поддерживать фиксированный валютный курс. Таким образом, в рамках провозглашенной ими трилеммы ДКП монетарные власти могут достичь лишь двух целей (см.: Тэйлор А. Глобальные финансы: прошлое и настоящее // Финансы & развитие. 2004. Март. С. 28—31; Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period // NBER Working Paper. 2004. No 10393).

цен и функцией кредитора последней инстанции. Это потребовало разработки новых теоретических подходов и аналитических моделей. Появились предложения по модификации институциональных рамок организации деятельности ЦБ и их взаимодействия с другими органами государственной власти.

В настоящее время эксперты пока не пришли к консенсусу относительно новой архитектуры современного ЦБ. В ходе дискуссий сформулировано несколько важных инновационных подходов к организации его деятельности как проводника ДКП. Они содержат рекомендации относительно функций, которые ЦБ должны выполнять в развитых странах и странах с формирующимся рынком. Отдельные предложения уже начали опробовать на практике. Так, в ходе реформ финансового регулирования в развитых странах, в первую очередь в США и Великобритании, были предложены новые операционные инструменты, которые позволяют ЦБ более эффективно воздействовать на долгосрочные инфляционные ожидания на денежном рынке и адекватно реагировать на негативные шоки в условиях низкой инфляции<sup>4</sup>.

### **Ценовая стабильность и финансовый кризис**

Как показывает изучение национальных законодательств, в законах о ЦБ в качестве основного приоритета их деятельности чаще всего зафиксирована именно ценовая стабильность. В зависимости от страны формулировки данной цели различаются: от поддержания стабильности внутренней покупательной способности национальной валюты до таргетирования инфляции (в полном или облегченном варианте). Только в сравнительно немногих странах данная цель не определена в законе о ЦБ как доминирующая (Австралия, Бразилия и Малайзия). В этих странах ценовая стабильность сформулирована более широко: поддержание стоимости национальной валюты (таргетирование валютного курса). Доминирование указанной цели ДКП может быть связано со стимулированием развития реальной экономики (например, в США и Малайзии) или с динамикой финансовых переменных (например, процентных ставок в ЮАР). Приоритет цели поддержания ценовой стабильности может быть зафиксирован или в конституции страны (например, в Польше), или в специальных законах о ЦБ, или в подзаконных актах и соглашениях, представляющих собой рабочую интерпретацию закона о ЦБ (в Австралии, Бразилии, Канаде, Израиле и Норвегии)<sup>5</sup>.

С конца 1960-х годов и до начала нынешнего века контроль над инфляцией во многих странах считали главной задачей для всех ЦБ.

---

<sup>4</sup> Statement Regarding Purchases of Treasury Securities. [www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating\\_policy\\_101103.html](http://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_101103.html); O'Donnell S. BOE Leans toward More Purchases after October's Three-Way Split // Bloomberg. 2010. Oct. 20.

<sup>5</sup> Специалисты Исследовательского центра Банка Англии, проанализировав промежуточную цель ДКП 91 ЦБ за последние 30 лет, выявили следующие изменения: число стран, основной целью ЦБ которых было поддержание валютного курса, увеличилось с 30 до 47, таргетирование денежных агрегатов — с 18 до 39, таргетирование инфляции — с 8 до 54 (см.: Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: Учебное пособие. 2-е изд. М.: МФПА, 2011. С. 222–223).

В силу этого «хорошей» практикой считалось проведение ЦБ антиинфляционной политики. Она предполагала, что благодаря разработкам монетарной теории<sup>6</sup> и высокой транспарентности решений по ДКП ЦБ могут эффективно воздействовать на будущие темпы инфляции, ограничивая ее установленными в документах (в положении о ДКП) пределами. Прогресс в борьбе с инфляцией повысил стабильность и долгосрочную предсказуемость ДКП. В результате хозяйствующие субъекты стали больше доверять политике ЦБ, в том числе в странах с формирующимся рынком.

Развитие глобального финансового кризиса продемонстрировало, что целевая установка ЦБ на достижение ценовой стабильности не позволила избежать стремительного роста задолженности частного сектора (чрезмерного леввереджа), использования крайне рискованных бизнес-стратегий, кредитной экспансии и формирования ценовых пузырей на рынках активов. Для их предотвращения и одновременного сохранения ценовой стабильности ЦБ были вынуждены вмешиваться в механизмы ценообразования на финансовом рынке, повышая процентные ставки и проводя валютные интервенции. Однако подобное вмешательство, как показала практика, способно не столько упорядочить положение на финансовых рынках, сколько закрепить уже сложившиеся искажения цен на разные группы активов<sup>7</sup> и нанести значительный ущерб реальной экономике.

### **Финансовая стабильность и формы ее реализации**

Одним из пионеров в признании финансовой стабильности в качестве особой цели ДКП еще до глобального финансового кризиса был Банк Англии. В докризисный период ее достижение носило вторичный характер по сравнению с таргетированием инфляции. Однако в настоящее время ситуация резко изменилась. В ходе институциональной реформы финансового регулирования в Великобритании были существенно расширены полномочия Банка Англии. В сферу его мандатов включены банковский надзор и макропруденциальное регулирование<sup>8</sup>. Во второй половине 2010 г. управляющий Банком Англии М. Кинг в одностороннем порядке отказался от целевого уровня официальной инфляции 2% в пользу стимулирования совокупного спроса и снижения безработицы.

Но, как отмечалось выше, обеспечение финансовой стабильности потенциально не совместимо с другими политическими целями ДКП, прежде всего с поддержанием стабильности покупательной способности

---

<sup>6</sup> Прежде всего речь идет о модели опережающего поведения (forward-looking behavior model) Ф. Кюдланда и Э. Прескотта (1977 г.) и модели несогласованности ДКП во времени (time-inconsistency model) Р. Борроу и Д. Гордона (1983 г.). Благодаря им было установлено, что если экономические агенты понимают стратегические цели ДКП, то их ожидания будут способствовать успешному выполнению ЦБ своей миссии.

<sup>7</sup> Plosser C. I. Bubble, Bubble, Toil and Trouble: A Dangerous Brew for Monetary Policy. [www.philadelphiafed.org/publications/speeches/plosser/2010/11-18-10\\_cato-institute.cfm](http://www.philadelphiafed.org/publications/speeches/plosser/2010/11-18-10_cato-institute.cfm).

<sup>8</sup> Mattich A. End of Central Banking's Golden Age // The Wall Street Journal. 2011. Jan. 31.

национальной валюты<sup>9</sup>. Поэтому было высказано предположение, что основной целью ДКП должно стать поддержание финансовой стабильности, возможно, в ущерб стабильности цен. В условиях глобального кризиса эта цель приобрела доминирующее значение. К настоящему времени уже примерно 20% всех ЦБ рассматривают финансовую стабильность как приоритетную цель ДКП.

Ответственность ЦБ за поддержание финансовой стабильности в одних странах непосредственно увязана с выполнением им функции банковского надзора (Новая Зеландия) или кредитора последней инстанции (Португалия), а в других — с обеспечением стабильности банковской системы (Болгария, Оман, Россия, Украина). Но до глобального кризиса во всех странах задача поддержания финансовой стабильности не означала контроль уровня системного риска в национальной финансовой системе в целом.

До кризиса, как правило, считалось, что финансовая стабильность предполагает три основных компонента:

- финансовую устойчивость каждого отдельного банка;
- стабильность цен (покупательной способности денег);
- стабильность и устойчивость функционирования платежно-расчетных систем.

Преобладало представление, что финансовая состоятельность конкретных банков выступает необходимым и достаточным условием стабильного положения в банковской системе в целом (микроподход к банковскому надзору). Глобальный финансовый кризис показал, что подобный подход слишком узок и не отвечает сложившимся условиям на финансовых рынках<sup>10</sup>.

В последнее время во многих исследованиях предпринята попытка разработать количественный показатель финансовой стабильности аналогично индексам инфляции (дефляции), используемым в качестве индикаторов стабильности цен<sup>11</sup>. Пока большинство предложенных экспертами индикаторов носят частичный, фрагментарный характер. Во многом это объясняется комплексностью понятия «финансовая стабильность», сложностями учета операций транснациональных финансовых посредников, а также противоречиями в динамике различных финансовых показателей.

Кроме того, пока в распоряжении ЦБ помимо действий в качестве кредитора последней инстанции нет других политических инструментов, которые можно использовать непосредственно для защиты финансовой стабильности. Имеющиеся инструменты предназначены и применяются для достижения иных целей: процентные ставки — для поддержания стабильности национальной валюты; финансовое регули-

<sup>9</sup> Например, если ЦБ для стабилизации положения в банковской системе увеличивает предложение ликвидности, то проводимые им операции могут привести к ускорению темпов инфляции, что затруднит достижение другой цели — поддержание стабильности покупательной способности национальных денег.

<sup>10</sup> Проблемы макростабильности и соответствующего пруденциального надзора стали предметом самостоятельных дискуссий (см., например: *Blinder A. S. It's Broke, Let's Fix It: Rethinking Financial Regulation* // *International Journal of Central Banking*. 2010. Dec. P. 278–329.

<sup>11</sup> *Aspachs O., Goodhart C., Tsomocos D., Zicchino L. Towards a Measure of Financial Fragility*. L.: Financial Markets Group, London School of Economics, 2006.

рование — эффективности рынков и институтов (или микростабильности); пруденциальный надзор — институциональной устойчивости (или микроустойчивости). Отделение данных инструментов от их первичного предназначения, согласно принципу Я. Тинбергена<sup>12</sup>, неизбежно порождает противоречия и повышает риск непрогнозируемых негативных последствий, способных провоцировать серьезные кризисы.

Подобные противоречия проявились в ходе глобального финансового кризиса. В его начальной фазе (в 2007 г.) ЦБ в качестве традиционной антикризисной меры стали снижать процентные ставки. Когда они опустились ниже целевых значений для удержания темпов инфляции на заданном уровне, ЦБ, опасаясь их ускорения (то есть для поддержания стабильности национальных денег), стали воздействовать на рынки денег и капиталов, изменяя не ценовые, а «количественные» параметры<sup>13</sup>. Подобная практика получила определение «нетрадиционной» ДКП, то есть отличной от канона ДКП последних десятилетий<sup>14</sup>.

Практика применения ЦБ «нетрадиционных» мер пока ограничена, что не позволяет смоделировать оптимальный момент для их сворачивания<sup>15</sup>. Моделирование последствий таких мер показывает, что слишком ранний отказ от них может замедлить восстановление нормального функционирования рынков, а слишком продолжительное применение — спровоцировать риск ускорения инфляции<sup>16</sup>.

Наконец, если ЦБ сталкивается с проблемой выбора между двумя целями (добиваться стабильности национальных денег или финансовой стабильности), то пока ни в теории, ни на практике не определено, какая из них предпочтительнее. Ряд специалистов и глав ЦБ уже поставили под сомнение пригодность для будущей ДКП прежней практики таргетирования инфляции, полагая, что мандат ЦБ должен быть шире, чем поддержание ценовой стабильности, измеряемой индексом потребительских цен<sup>17</sup>.

При этом теория еще не ответила на вопрос, как ЦБ, управляя валютной балансой, должен балансировать риски, возникающие в результате конфликта целей и приоритетов ДКП. Например, до последнего кризиса 100% актива баланса ФРС США составляли обязательства Минфина, теперь на  $\frac{2}{3}$  его образуют обязательства федеральных агентств (Fannie Mae, Freddie Mac and Ginnie Mae) и агентств, выпускающих ценные

---

<sup>12</sup> Принцип Я. Тинбергена гласит, что у ЦБ должно быть столько инструментов, сколько целей реализуется. См.: *Тинберген Я.* Использование моделей в экономике: опыт и перспективы // *Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков: В 5-ти т. Т. V: Всемирное признание: Лекции нобелевских лауреатов: В 2-х кн. Кн. 1* / Отв. ред. Г. Г. Фетисов. М.: Мысль, 2004. С. 36—48.

<sup>13</sup> Подробнее см.: *Adrian T., Hyun Song Shin.* Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism // *International Journal of Central Banking*. 2009. Vol. 5, No 4. P. 130—142.

<sup>14</sup> *Disyatat P.* Monetary Policy Implementation: Misconceptions and Their Consequences // *BIS Working Papers*. 2008. No 269; *Nier E. W.* Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis // *IMF Working Papers*. 2009. No 70.

<sup>15</sup> *Bernanke B. S.* Monetary Policy Objectives and Tools in a Low-Inflation Environment. [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20101015a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20101015a.htm).

<sup>16</sup> О возможности подобных проблем свидетельствует опыт применения «нетрадиционных» мер ДКП в Японии в 1990-е годы и в Китае в 2010 г.

<sup>17</sup> Об этом говорится в материалах конференции глав ЦБ по проблемам таргетирования инфляции (см.: *Perspectives on Inflation Targeting, Financial Stability and the Global Crisis* // *BIS Papers*. 2010. No 51).

бумаги, обеспеченные пулами коммерческих и жилищных ипотек (MBS). Федеральный комитет по операциям на открытом рынке ФРС США (FOMC) планирует нормализовать размер и структуру портфеля ФРС и активно обсуждает альтернативные подходы к достижению этой цели<sup>18</sup>.

Для преодоления противоречий между целями ДКП некоторые эксперты предлагают ЦБ до разработки новых комплексных моделей использовать сугубо прагматический подход: выделять все потенциально противоречивые меры и операции и ранжировать их значимость для национальной финансовой системы по критерию технической предсказуемости, возможности применения доступных инструментов ДКП или затратам на реализацию. Но вопрос, позволит ли подобный подход поддерживать финансовую стабильность, пока остается открытым.

В настоящее время в большинстве развитых стран идет поиск новых подходов к определению приоритетов ДКП и целей деятельности национальных ЦБ. Включение в перечень полномочий ЦБ задач по поддержанию макрофинансовой стабильности, предотвращению надувания ценовых пузырей на рынках активов теоретически требует, чтобы ЦБ регулировал деятельность всех финансовых посредников. Но подобная концентрация полномочий может дать ему слишком большую власть над финансовой сферой и национальной экономикой, фактически обеспечив выход ЦБ из-под контроля парламентов и национальных правительств. В ходе осуществляемых в развитых странах финансовых реформ идет поиск новых форм взаимодействия парламентов, органов исполнительной власти и ЦБ, а также вносятся изменения в перечень полномочий (мандатов) самих ЦБ.

### **Финансовая стабильность в странах с низкой инфляцией**

В Массачусетсе 15—16 октября 2010 г. по инициативе Федерального резервного банка Бостона была проведена конференция на тему «Пересмотр монетарной политики в условиях низкой инфляции». На ней выступили ведущие специалисты в области монетарной политики, которые дали свою оценку ДКП ФРС США. В частности, член Политического совета Банка Японии К. Уэда, опираясь на японский опыт «потерянного десятилетия 1990-х годов», советовал ФРС отказаться от политики нулевой процентной ставки. Такая политика, по его мнению, оказывает более сильное негативное воздействие на национальную экономику, чем проинфляционная монетарная политика. В современной экономической теории и практике ДКП не разработаны меры, которые можно использовать для эффективного преодоления последствий дефляции<sup>19</sup>. Практика борьбы с ней (главным образом с помощью монетарной экспансии) в Японии в 1990-е годы показала, что в современных условиях характер дефляции изменился. Для

<sup>18</sup> Bernanke B. S. Op. cit.

<sup>19</sup> Hilsenrath J. Fed Chief Gets to Apply Lessons of Japan's History // The Wall Street Journal. 2010. Oct. 13.



вывода национальной экономики из кризиса требуются огромные бюджетные расходы.

Проблема крайне низких темпов инфляции стала серьезно волновать монетарные власти США сравнительно недавно. В 2003 г., после кризиса 2001—2002 гг., представители FOMC заявили, что дальнейшее снижение инфляции нежелательно. Тогда же специалисты по монетарной теории начали переосмысливать взгляды ведущих представителей классической школы по проблеме дефляции<sup>20</sup>. Другими словами, в современных посткризисных условиях риски ценовой стабильности становятся двоякими.

Во-первых, при инфляции, близкой к уровню ценовой стабильности, ЦБ впервые за многие десятилетия осознали, что она может быть как слишком высокой, так и слишком низкой. Во-вторых, при низкой инфляции нужны низкие номинальные процентные ставки, что предполагает практически нулевой их уровень. Поскольку краткосрочная политическая процентная ставка не может быть ниже нуля (то есть отрицательной), ФРС и ЦБ других стран вынуждены искать «нестандартные» меры и подходы ДКП, не связанные с краткосрочной процентной ставкой. При этом такие меры не должны рассматриваться как временные инструменты, позволяющие лишь стабилизировать функционирование ключевых финансовых рынков.

По мнению Б. Бернанке, японский опыт преодоления дефляции не следует использовать. Экономические проблемы в Японии в 1990-е годы стали результатом не слабых стимулов со стороны Банка Японии, а структурных проблем в банковской системе и политики протекционизма, проводившейся японским правительством.

По этой причине ФРС заранее разрабатывает меры и конструирует новые инструменты, которые можно применять в условиях крайне низких темпов инфляции (ниже целевых значений). Один из подходов к обеспечению финансовой стабильности состоит в изменении политики реинвестирования FOMC, то есть его работы с процентными ценными бумагами, с целью постепенной нормализации структуры инвестиционного портфеля ФРС. В настоящее время процентные выплаты федеральных агентств и агентств, выпускающих MBS, не реинвестируются, что позволяет ФРС списывать эти бумаги по мере получения выплат. Наоборот, средства от погашаемых обязательств Минфина реинвестируются в их новые выпуски с аналогичной срочностью. Для нормализации структуры инвестиционного портфеля FOMC планирует постепенно замещать долгосрочные обязательства Минфина средне- и краткосрочными, чтобы средняя срочность данного портфеля снизилась с нынешних 7 лет до докризисного уровня 3,5 года при сохранении общего объема портфеля.

Второй способ нормализации финансового рынка США — продажа некоторых долговых обязательств федеральных агентств и агентств, выпускающих MBS. Именно их продажа, а не простое списание, поможет сжать портфель ФРС и быстрее восстановить его прежнюю структуру

---

<sup>20</sup> *Humphrey Th. M. Classical Deflation Theory // Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly. 2004. Vol. 90, No 1. P. 11—33.*

с доминированием обязательств Минфина. Члены FOMC в целом согласились, что продажу ценных бумаг федеральных агентств следует использовать как часть стратегии по нормализации структуры инвестиционного портфеля ФРС, но призвали осуществлять ее постепенно, осторожно, предварительно объясняя общественности смысл таких действий.

Поскольку изменения в размере и структуре портфеля ФРС могут повлиять на рыночные финансовые условия, любые монетарные решения, включая темпы продажи активов, предполагается принимать на основе прогнозов инфляции FOMC с учетом так называемого «инфляционного буфера». Это позволит удерживать средние номинальные процентные ставки на несколько более высоком уровне, чем в настоящее время, и обеспечит ФРС большую гибкость при стимулировании экономической активности и занятости. Умеренная положительная инфляция также снизит вероятность, что экономика попадет в дефляцию: при определенных условиях последняя может привести к серьезным экономическим проблемам.

### **Финансовая стабильность и внешнее финансирование**

Правительства стран с формирующимся рынком часто пытаются привлечь внешнее финансирование в форме общественного<sup>21</sup> и частного<sup>22</sup> капитала для стимулирования экономического роста. Однако нередко бум кредитования, возникающий после привлечения масштабных внешних инвестиций, повышает уязвимость финансовой системы вследствие необоснованного укрепления реального обменного курса национальной валюты. При этом влияние на него потоков общественного и частного капитала, как свидетельствуют соответствующие исследования, различно<sup>23</sup>.

Согласно результатам одних исследований, приток общественного капитала из-за рубежа в целом ведет к укреплению реального обменного курса<sup>24</sup>. По расчетам других авторов, этот эффект не выявлен<sup>25</sup>. По мнению В. Серра, С. Текина и С. Терновски, иностранная помощь

<sup>21</sup> Потоки общественного капитала — сумма официальных кредитов (кредиты МВФ, государственные облигации, долги прошлых периодов) и официальных текущих трансфертов.

<sup>22</sup> Потоки частного капитала включают прямые иностранные инвестиции, портфельные инвестиции, текущие частные трансферты и пассивы в иностранных банках.

<sup>23</sup> *Agenor P. R.* Capital Inflows, External Shocks, and the Real Exchange Rate // *Journal of International Money and Finance*. 1998. Vol. 17. P. 713–740; *Lartey E. K. K.* Capital Inflows, Dutch Disease Effects and Monetary Policy in a Small Open Economy // *Review of International Economics*. 2008. Vol. 16, No 5. P. 971–989.

<sup>24</sup> *Lane P., Milesi-Ferretti G. M.* The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and Real Exchange Rates // *Review of Economics and Statistics*. 2004. Vol. 86, No 4. P. 841–857; *Lartey E.* Capital Inflows and the Real Exchange Rate: An Empirical Study of Sub-Saharan Africa // *Journal of International Trade & Economic Development*. 2007. Vol. 16, No 3. P. 337–357; *Elbadawi I. A., Kaltani L., Schmidt-Hebbel K.* Foreign Aid, the Real Exchange Rate, and Economic Growth in the Aftermath of Civil Wars // *World Bank Economic Review*. 2008. Vol. 22, No 1. P. 113–140.

<sup>25</sup> *Hussain M., Berg A., Aiyar S.* The Macroeconomic Management of Increased Aid: Policy Lessons from Recent Experience // *Review of Development Economics*. 2009. Vol. 13, No 3. P. 491–509; *Mongardini J., Rayner B.* Grants, Remittances, and the Equilibrium Real Exchange Rate in Sub-Saharan African Countries // *IMF Working Paper*. 2009. No 75.

содействует укреплению реального обменного курса, если одновременно растет производительность в торгуемом секторе. Если иностранная помощь направляется на повышение производительности и улучшение производственных возможностей в неторгуемом секторе, то, напротив, возможно реальное обесценение валюты в стране-реципиенте<sup>26</sup>.

Воздействие притока официального общественного капитала на реальный обменный курс также зависит от того, как используются привлеченные средства. Если значительная их часть идет на развитие базовой инфраструктуры, то вклад этих средств во внутреннее потребление невелик. Если привлеченные ресурсы расходуются на потребление, то это оказывает большее давление на относительные цены национальных товаров, чем приток иностранного капитала, связанный с инвестициями, замещающими импорт.

Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) сопряжены с меньшей кредитной и денежной экспансией, так как при этом ограничена роль национальной банковской системы как посредника. В результате инфляционный потенциал ПИИ меньше, чем кредитов коммерческих банков. Если потоки ПИИ связаны с инвестициями, замещающими импорт машин и оборудования, то они не ведут к укреплению обменного курса. При этом эффекты распространения ПИИ по национальной экономике при отсутствии ограничений на импорт могут значительно расширить национальные производственные возможности благодаря передаче стране-реципиенту современных технологий и know-how в области менеджмента. При этом в странах с лучшим инвестиционным климатом можно снизить давление на реальный обменный курс их валют еще до начала притока ПИИ<sup>27</sup>.

Переводы или частные зарубежные трансферты можно рассматривать как приток частного капитала. Их воздействие на реальный обменный курс валюты страны-реципиента зависит от того, насколько они про- или контрциклические.

С одной стороны, денежные переводы из-за границы действуют как своеобразный буфер, помогая наращивать потребление в принимающей стране, испытывающей экономический спад. В этом случае частные трансферты, поддерживая стабильность в принимающей экономике, частично компенсируют потери от макроэкономических шоков. Это, в свою очередь, позволяет ЦБ и правительству уменьшить масштабы денежной экспансии для купирования негативных последствий экзогенного шока. Поэтому такие контрциклические частные денежные переводы, по мнению некоторых экспертов, не оказывают значительного воздействия на реальный обменный курс в стране-реципиенте<sup>28</sup>.

С другой стороны, частные денежные переводы могут быть проциклическими, усиливая перегрев экономики и укрепляя реальный обменный курс. В некоторых развивающихся странах, например, про-

---

<sup>26</sup> *Cerra V., Tekin S., Turnovsky S. J.* Foreign Aid and Real Exchange Rate Adjustments in a Financially Constrained Dependent Economy // IMF Working Paper. 2008. No 204.

<sup>27</sup> *Kinda T.* Investment Climate and FDI: Firm-level Evidence // World Development. 2010. Vol. 38, No 4. P. 498–513.

<sup>28</sup> *Chami R., Barajas A., Cosimano T. et al.* Macroeconomic Consequences of Remittances // IMF Occasional Paper. 2009. No 259.

циклические денежные переводы, направляемые в стране-реципиенте на инвестиции в недвижимость, ведут к росту цен на ресурсы, строительному буму и формированию ценовых пузырей на рынках активов. Когда большая часть частных денежных переводов расходуется на торгуемые товары (например, импортируемые потребительские товары длительного пользования), их воздействие на реальный обменный курс статистически менее значимо, чем при инвестировании в покупку недвижимости<sup>29</sup>.

Иностранные портфельные инвестиции (ПИ) — сумма долговых инструментов, эмитированных национальным частным сектором (корпоративные облигации и другие частные долговые ценные бумаги) и номинированных в иностранной валюте, и иностранных покупок собственности в национальных компаниях — вызывают наибольшее укрепление валюты страны-реципиента. На основании данных по 42 странам с формирующимся рынком за 1980—2006 гг. было показано, что среди различных компонентов притока частного иностранного капитала соответствующий эффект от ПИ примерно в семь раз больше, чем от ПИИ, банковских кредитов и частных трансфертов<sup>30</sup>.

В середине 1980-х годов основным компонентом внешнего притока капитала в страны с формирующимся рынком были кредиты коммерческих банков, а несколько позднее — ПИИ и частные денежные переводы, которые заменяли банковские кредиты, особенно в странах с низкими доходами. Однако начиная с 1990-х годов в потоках частного капитала стали доминировать ПИ. При этом монетарные власти стран с формирующимся рынком, как правило, активно использовали различные макроэкономические инструменты, в том числе меры административного регулирования и формирования различных фондов национального благосостояния, чтобы противодействовать тенденции к укреплению реального обменного курса своих валют.

### **Режим обменного курса и финансовая стабильность**

Корреляция между реальным обменным курсом и притоком иностранного капитала зависит от применяемого в стране-реципиенте режима обменного курса. При *фиксированном обменном курсе* приток иностранного капитала потенциально может иметь проинфляционный характер. Масштаб такого давления определяется тем, вызван ли он автономными факторами или увеличением внутреннего спроса на деньги, а также политической реакцией монетарных органов на приток иностранного капитала. Если монетарные власти не в состоянии стерилизовать избыточное предложение денег, обусловленное аккумуляцией иностранной валюты, то приток капитала из-за рубежа приведет к кредитному буму. Рост предложения денег и инфляционное давление распространяются по экономике, вызывая увеличение относительных цен на факторы производства и промежуточную продукцию.

---

<sup>29</sup> Chami R., Barajas A., Cosimano T. et al. Op. cit.

<sup>30</sup> Combes J.-L., Kinda T., Plane P. Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate // IMF Working Paper. 2011. No 9. P. 3—4.

Теоретически реальному укреплению национальной валюты может противодействовать эффективная политика стерилизации избыточного предложения денег. Но, как показывают эмпирические исследования, стерилизация всегда имеет более ограниченный характер, чем масштабы мультиплицирования первичного предложения денег, что ставит под сомнение ее долгосрочную эффективность<sup>31</sup>. При фиксированном обменном курсе политика стерилизации, как правило, приводит к повышению рыночных процентных ставок. Это, в свою очередь, стимулирует дополнительный приток иностранного капитала<sup>32</sup>. Кроме того, хранение иностранных активов с более низкими процентными ставками, чем внутренние, генерирует квазифискальные потери для ЦБ, заставляя их отказываться от такой политики в средне- или долгосрочном периоде.

При *плавающем обменном курсе* приток иностранного капитала приводит к укреплению номинального обменного курса валюты страны-реципиента, усиливая падение относительных цен на импортируемые товары и сокращая уровень потребления неторгуемых благ. Гибкость обменного курса предполагает, что ДКП в определенной мере не зависит от притока иностранного капитала. Вводя более гибкий режим обменного курса, ЦБ может сдерживать краткосрочные спекулятивные потоки капиталов и уменьшать уязвимость финансовой системы, в частности, при недостаточно развитом банковском регулировании и надзоре<sup>33</sup>.

Следовательно, режим гибкого обменного курса помогает ограничивать нежелательный для страны-реципиента приток капитала, способный генерировать большую часть реального укрепления национальной валюты. Но одновременно такой режим порождает серьезные проблемы, если курс формируется под воздействием притока капитала, привлеченного по процентным ставкам, которые отличаются от долгосрочной равновесной ставки. Укрепление номинального обменного курса может оказывать серьезное негативное воздействие на реальный сектор экономики, вынуждая ЦБ регулярно проводить валютные интервенции с целью сдержать ревальвацию национальной валюты и противодействовать дорогостоящей реаллокации производительных ресурсов в экономике.

Хотя некоторые монетарные инструменты способны предотвращать нежелательные эффекты воздействия номинального укрепления обменного курса на реальную экономику при режиме управляемого плавающего курса, ЦБ не в состоянии долго противодействовать ры-

<sup>31</sup> Calvo G. The Perils of Sterilization // IMF Staff Papers. 1991. Vol. 38, No 4. P. 921—926.

<sup>32</sup> Политика *de facto* фиксированного курса юаня по отношению к доллару приводит к значительному притоку ПИИ в Китай. Официально в 2010 г. он составил 105,7 млрд долл. В январе 2011 г. темпы его прироста увеличились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 23,4%, или до 10 млрд долл. Однако приток иностранных инвестиций осложняет для китайского правительства решение задачи сократить избыточную ликвидность и сдержать инфляцию в стране, так как примерно 47% всех ПИИ направляется не в производство, а в сферу услуг. В связи с этим 13 февраля 2011 г. Госсовет КНР объявил, что намерен сдерживать приток иностранного капитала в национальную экономику (см.: China Foreign Investment Rises 23,4%, Adding to Overheating Risks // Bloomberg. 2011. Feb. 17).

<sup>33</sup> Lopez-Mejia A. Large Capital Flows: A Survey of Causes, Consequences, and Policy Responses // IMF Working Paper. 1999. No 17.

ночным силам. Это справедливо и для режима фиксированного курса, эффективность которого зависит от возможностей монетарных властей нейтрализовать приток внешнего капитала.

Используя *промежуточные режимы валютного курса*, ЦБ может проводить более гибкую политику. В странах с промежуточными режимами монетарные власти устанавливают определенный уровень номинального обменного курса и денежных агрегатов. В этом случае накопление официальных валютных резервов становится политическим инструментом. Накопление больших валютных резервов при поддержании заданного номинального обменного курса посредством валютных интервенций может вызвать инфляцию. Наоборот, наличие незначительных валютных резервов или проведение ограниченных по объемам интервенций могут не позволить ЦБ поддерживать заданный номинальный обменный курс.

Агрегированный приток иностранного капитала, как общественного, так и частного, провоцирует укрепление реального обменного курса валюты страны-реципиента. Это приводит к снижению конкурентоспособности национальной экономики и повышает уязвимость ее финансовой системы перед кризисом.

\* \* \*

Развитие глобального финансового кризиса показало, что ЦБ как развитых стран, так и стран с формирующимся рынком не смогли обеспечить эффективное достижение стратегических, тактических и операционных целей национальных ДКП, как их понимали в докризисный период. В условиях финансовой глобализации и значительной интеграции национальных финансовых рынков ведущие эксперты в области монетарной политики в качестве основной цели ДКП предложили расширить мандат ЦБ, связанный с поддержанием финансовой стабильности. Новое понимание ДКП допускает возможность конфликта этой цели с прежним приоритетом — поддержание стабильности цен (таргетирование инфляции).

Неожиданные изменения в потоках международных капиталов могут дестабилизировать положение на финансовом рынке страны-реципиента. Портфельные инвестиции оказывают наибольший укрепляющий эффект на обменный курс ее валюты. Вводя более гибкий режим обменного курса, ЦБ может сдерживать краткосрочные спекулятивные потоки капитала и ослаблять уязвимость финансовой системы. Но гибкий обменный курс способен порождать серьезные финансовые проблемы, если номинальный обменный курс формируется под влиянием притока капитала, привлекаемого под процентные ставки, которые отличаются от долгосрочного равновесного уровня.

## **СОВРЕМЕННАЯ БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА КАК ИСТОЧНИК ЦИКЛИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ**

### **Денежно-кредитная политика и асимметрия информации**

Денежно-кредитная политика считается важным инструментом стимулирования экономического роста и борьбы с кризисами, а центральный банк как кредитор последней инстанции — источником стабильности всей финансовой системы. Возможно, по этой причине в научных исследованиях больше внимания уделяют применению тех или иных монетарных инструментов, а не расчету издержек функционирования центрального банка. Однако, поскольку информация об издержках необходима для корректной оценки эффективности и допустимости регулирующего вмешательства государства в экономику, анализ издержек денежно-кредитной политики представляется крайне актуальным. Кроме того, изучение реакции рыночных агентов на изменения в экономике, вызванные действиями ЦБ, позволяет выявить специфические черты современной финансовой системы и объяснить кажущиеся парадоксальными процессы — долгосрочную тенденцию к снижению сбережений или принципиально разную реакцию экономик на резкие изменения денежной массы.

Так, большинство экономистов сходятся во мнении, что важнейшей причиной Великой депрессии было искусственное сжатие денежной массы со стороны ФРС США, составившее 33% в 1929—1933 гг.<sup>1</sup> Однако в прошлом веке наблюдались случаи значительно большего сжатия денежной массы без каких-либо существенных последствий для экономики. Например, деноминация 1998 г. в России привела к 1000-кратному сжатию денежной массы (см. рис. 1), но никак не отразилась на экономическом росте. Почему же в одном случае изменение денежной массы не влияет на рыночных агентов, а в другом приводит к продолжительному и глубокому кризису?

Деноминация, проведенная в России в 1998 г., была объявлена в августе 1997 г. Учитывая недоверие граждан к реформам денежной системы, правительство провело активную информационную кампанию, в результате подавляющее большинство россиян получили адекватное представление о будущем изменении номиналов денежных знаков. Экономический расчет был настолько прост (деление на 1000), что никаких сложностей с адаптацией не было, и с первых дней россияне легко перешли к использованию новых купюр.

---

<sup>1</sup> Фридман М., Шварц А. Монетарная история Соединенных Штатов. 1867—1960. К.: Ваклер, 2007. С. 307.

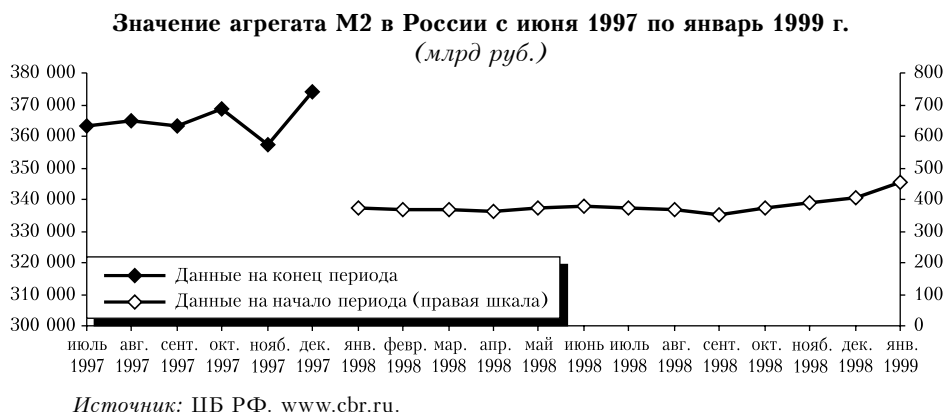


Рис. 1

При деноминации нет асимметрии информации, и экономические агенты анализируют новую ситуацию максимально рационально. Кроме того, 1 января 1998 г. реальное благосостояние россиян осталось прежним, так как объем денежной массы изменился строго пропорционально.

Картина будет иной, если ЦБ решает сократить объем денежной массы, например повысив норму обязательных резервов. Поскольку фирмы и домохозяйства реагируют не на действия ЦБ, а на изменившееся поведение банков (стоимость кредита), они ощутят воздействие монетарной политики с определенным временным лагом. Поэтому возникает асимметрия информации, обусловленная большей информированностью участников финансового рынка по сравнению с другими рыночными агентами. В отсутствие необходимой информации последние принимают ошибочные решения из-за невозможности адекватно скорректировать экономические расчеты с учетом изменившейся стоимости денег.

Кроме того, такой способ изъятия денег из экономики неодинаково скажется на благосостоянии граждан. Из-за удорожания кредита многие альтернативы для домохозяйств окажутся недоступными, а фирмы столкнутся с необходимостью скорректировать свои инвестиционные планы. В дальнейшем вследствие ограничения потребления выручка предпринимателей и их прибыль снизятся, а неизбежное сокращение затрат на персонал, в свою очередь, негативно отразится на доходах домохозяйств.

В итоге могут пострадать и банки. Хотя они лучше осведомлены об изменении ценности денег и как кредиторы выигрывают от сокращения денежной массы, падение доходов фирм и домохозяйств резко повышает риски невозврата долгов. В сочетании со снижением спроса на кредитные ресурсы это может привести к массовому кризису ликвидности, банкротствам и даже краху всей банковской системы, как в США в годы Великой депрессии.

Следовательно, политика ЦБ важна для экономики только тогда, когда существенное число индивидов не осведомлены или частично осведомлены об изменениях, приводящих к перераспределению богатства через непропорциональное изъятие (вливание) денег. Однако оценить издержки такой денежно-кредитной политики сложно. Здесь требуется более подробный анализ реакции рыночных агентов на действия ЦБ.



### Условная модель экономики при разной политике центрального банка

Рассмотрим условную модель, в которой действуют фирмы, домохозяйства, банки и центральный банк, планирующий наращивать объем денежной массы для стимулирования экономического роста. Для ЦБ самый простой способ достичь этой цели — увеличить номинал денежных знаков (далее — реноминация), что приведет к пропорциональному расширению денежной массы. Но, по аналогии с деноминацией, реноминация не окажет значимого влияния на субъектов экономики, исключая, конечно, нумизматов и бонистов<sup>2</sup>, так как полная информированность рыночных агентов и пропорциональность распределения денег обеспечат мгновенную адаптацию в экономике. Другими словами, реноминация в принципе ничего не дает и в отличие от деноминации не имеет даже практического смысла. Поэтому в нашей модели ЦБ предпочтет другой метод воздействия на денежную массу — снизить ставку рефинансирования<sup>3</sup>.

Но в начале предположим, что ЦБ, руководствуясь принципом невмешательства в экономику, откажется от проведения монетарной политики и роли кредитора последней инстанции. Такое, пусть сомнительное, допущение позволит лучше оценить воздействие политики ЦБ на выбор банков, фирм и домохозяйств.

Если банки знают, что кредитора последней инстанции нет, то единственно верной стратегией, обеспечивающей их надежную работу в долгосрочном периоде, будет создание больших резервов, что снижает эффект мультиплицирования. Поэтому представим экономику с нулевым эффектом мультиплицирования денег со стороны банковской системы. Тогда будет существовать некая ставка процента  $r_1$ , обеспечивающая равновесие на рынке инвестиционных ресурсов, где фирмы смогут получать заемные средства от домохозяйств при посредничестве банков (см. рис. 26). Такую ставку процента вслед за К. Викселем назовем естественной. Она станет главным детерминантом выбора домохозяйств

#### Выбор индивида между потреблением и сбережением и рынок инвестиционных ресурсов при пассивном центральном банке

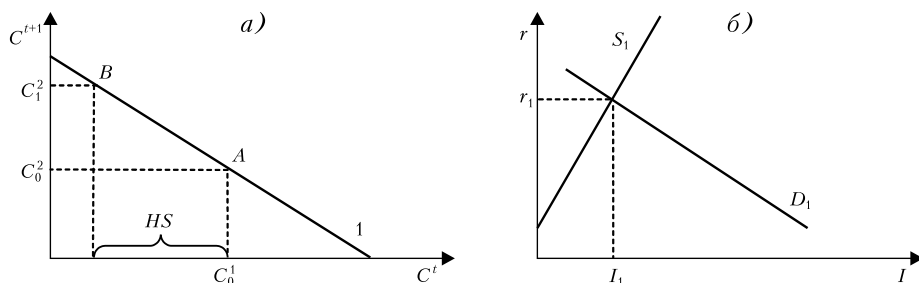


Рис. 2

<sup>2</sup> Коллекционеры бумажных денег.

<sup>3</sup> Мы рассматриваем только ставку рефинансирования, так как это наиболее часто применяемый инструмент воздействия на денежную массу. К тому же, как будет видно из дальнейшего анализа, использование других монетарных инструментов не окажет значительного влияния на полученные результаты.

между потреблением и сбережением — в нашем случае этот выбор отражен точкой *B* на рисунке 2а, а точка *A* указывает на размер текущего и будущего потребления при отсутствии сбережений и кредитов.

Отметим, что мы рассматриваем некоторое среднестатистическое домохозяйство, предпочтения которого о норме сбережений соответствуют средней норме сбережений всех домохозяйств. Так как все они не могут всегда быть заемщиками, средняя норма сбережений должна быть положительной величиной, что соблюдается даже в США, где «общество потребления» давно стало традицией (см. рис. 3)<sup>4</sup>. Поэтому в нашем примере домохозяйство предпочитает пожертвовать частью текущего потребления (отрезок *HS*) ради увеличения будущего.

**Средняя норма сбережений домохозяйств в США, 1959—2010 гг.**  
(в % от располагаемого дохода)



Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis. [www.research.stlouisfed.org](http://www.research.stlouisfed.org).

Рис. 3

Итак, в нашей модели предъявляемый фирмами спрос на кредиты удовлетворяется за счет сбережений домохозяйств. Посредником в этом процессе выступают банки, которые из-за пассивности ЦБ создают резервы, близкие к 100% на вклады до востребования<sup>5</sup>.

Усложним модель и введем более реалистичную предпосылку, что ЦБ выполняет только свою основную функцию — кредитора последней инстанции. Частные банки рационально отреагируют на это, резко снизив норму резервирования и запустив процесс мультиплицирования. Тогда предложение инвестиционных ресурсов увеличится (кривая  $S_2$  на рис. 4б), а ставка процента упадет до  $r_2$ . Фактическое удешевление денег приведет к наращиванию текущего потребления и переходу домохозяйств из точки *B* на бюджетном ограничении 1 в точку *C* на бюджетном ограничении 2 (см. рис. 4а).

На этом этапе происходит ключевое для экономики событие: так как кредиты, выданные за счет созданных банками денег, не основаны на реальных сбережениях домохозяйств, банки перестают быть простыми

<sup>4</sup> В некоторые периоды истории США норма сбережений оказывалась отрицательной, но они были кратковременными и не перерастали в тенденцию.

<sup>5</sup> Строго говоря, при 100-процентных резервах по депозитам до востребования основным источником инвестиционных ресурсов станет рынок заемных средств (например, рынок облигаций), а банки смогут оперировать только деньгами, привлеченными на срочные вклады и выступающими обычными займами.

**Потребление и инвестирование при частичном резервировании  
банковских вкладов до востребования**

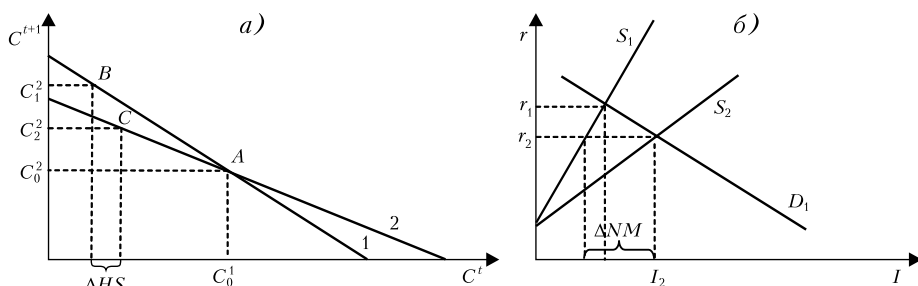


Рис. 4

посредниками в процессе координации целей фирм и домохозяйств и сами становятся источником кредитных ресурсов (отрезок  $\Delta NM$  на рис. 4б). Здесь важно не то, что в экономике стали доступнее инвестиции, а то, что *появление «новых» денег играет значимую деструктивную роль*.

Испытывая меньшую потребность во вкладах домохозяйств, банки снижают ставки по депозитам, затем домохозяйства увеличивают текущее потребление, что вполне рационально. Доля чистых кредиторов среди домохозяйств снижается, а возросшая доступность товаров и услуг повышает притягательность жизни в долг<sup>6</sup>. По мере снижения ставки процента у фирм появляются новые, привлекательные для инвестирования проекты. В экономике все чаще возникают новые фирмы, а уже действующие предприятия внедряют новые технологии, усложняя процесс производства, или, используя терминологию Ф. Хайека, переходя к более «капиталистическому» способу производства<sup>7</sup>. Главными бенефициарами «создания» денег становятся, конечно, сами банки благодаря открывающейся возможности получать сверхдоходы в результате кредитной экспансии. Но ее обратная сторона — нарушение координации целей и возможностей рыночных агентов из-за массовых ошибочных решений по поводу сбережений и инвестиций.

Увеличение денежной массы вследствие кредитной экспансии снижает ценность денег, находившихся в обращении до запуска процесса мультиплицирования. Поэтому появление «новых» денег делает всех рыночных агентов беднее. Однако банки, первыми получая дополнительную ликвидность, оказываются в привилегированном положении. Это, конечно, не отменяет необходимости оценивать риски и создавать адекватные резервы, но важнее то, что в экономике у части рыночных агентов — банков — появляются деньги, которых раньше не было. Пока остальные беднеют из-за падения реальной ценности денег, банки получают источник сверхприбыли, которым они, как правило, и пользуются.

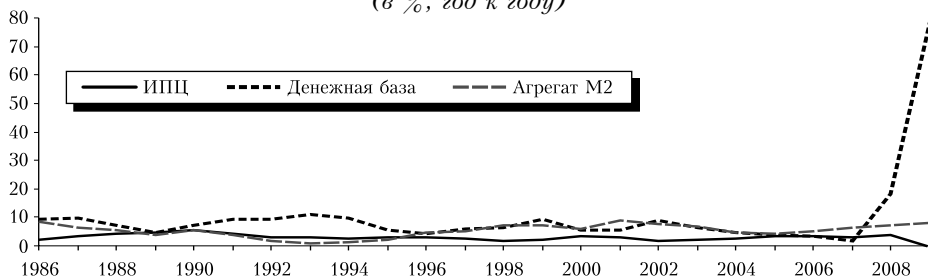
<sup>6</sup> Дж. Акерлоф и Р. Шиллер считают нежелание американцев сберегать иррациональным, проигнорировав очевидную причину: рациональную реакцию домохозяйств на изменение ценности денег (см.: Акерлоф Дж., Шиллер Р. *Spiritus Animalis*, или Как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма. М.: Юнайтед Пресс, 2010. С. 147–162).

<sup>7</sup> Хайек Ф. *Цены и производство*. Челябинск: Социум, 2008. С. 38–79; см. также: Хайек Ф. *Эффект Рикардо* // Хайек Ф. *Индивидуализм и экономический порядок*. Челябинск: Социум, 2011. С. 261–302.

Говоря о снижении благосостояния, мы имеем в виду сокращение не номинального, а реального дохода, выраженное в уменьшении числа доступных альтернатив, а также в увеличении набора упущенных возможностей. Последнее особенно важно, так как обесценение денег при кредитной экспансии в зависимости от темпов роста производительности труда может *снижать* доходы или просто *сдерживать рост* доходов рыночных агентов.

Например, значительный рост производительности труда в США выступает ключевым фактором относительной стабильности цен, динамика которых за последние 20 лет существенно отставала от роста денежной базы и значения агрегата М2 (см. рис. 5). В таких условиях небольшое изменение номинального дохода домохозяйств обеспечит стабильность благосостояния, несмотря на заметное обесценение денег. Но эта стабильность — показатель упущенных возможностей, поскольку цены не снизились и число доступных альтернатив не увеличилось.

**ИПЦ, денежная база (М0) и агрегат М2 в США**  
(в %, год к году)



Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis. [www.research.stlouisfed.org](http://www.research.stlouisfed.org).

Рис. 5

Кредитная экспансия не только перераспределяет богатство в пользу банковской системы, но и нарушает симметрию распределения информации о ценности денег. В то время как банки четко осознают реальную цену денег и становятся главными бенефициарами возрождения ЦБ как кредитора последней инстанции<sup>8</sup>, домохозяйства и фирмы реагируют лишь на увеличение доступности кредита. Домохозяйства воспринимают сохраняющуюся доступность различных альтернатив как неизменность реального дохода, и удешевление кредита создает иллюзию роста благосостояния, а для фирм рост продаж (то есть увеличение потребления домохозяйств) и удешевление кредита будут сигналами к наращиванию инвестиций.

Однако если бы увеличение денежной массы было вызвано реинфляцией, а не процессом мультиплицирования, то, очевидно, этих инвестиций и роста потребления не было бы. Следовательно, *кредитная*

<sup>8</sup> Кстати, последняя и, по сути, единственная серьезная попытка вести банковский бизнес на основе 100-процентного резервирования вкладов до востребования была предпринята в Нидерландах, где Банк Амстердама за 170 лет заслужил беспрецедентную репутацию. Тем не менее она быстро исчезла после отказа от строгих правил поддержания резервов из-за соблазна больших прибылей (см.: *Coto de У. Деньги, банковский кредит и экономические циклы*. Челябинск: Социум, 2008. С. 82–84).

*экспансия стимулирует фирмы осуществлять инвестиции, которых не должно было быть, обладай они всей полнотой информации, а домохозяйства — тратить больше, чем если бы они понимали, что их благосостояние изменилось.* Другими словами, фирмы и домохозяйства ошиблись в экономических расчетах и приняли неправильные решения. Именно эта несогласованность процессов потребления и инвестирования — главное негативное следствие кредитной экспансии, которая по мере накопления дисбалансов неминуемо приводит к кризису.

### **Механизм кризиса и цикличность**

Рост потребления и увеличение денежной массы толкают цены вверх. Постепенно домохозяйства получают достоверную информацию о ценности денег и в ответ на снижение реального дохода ограничивают потребление, а падение спроса на продукцию указывает фирмам на наличие ошибочных инвестиций. Сворачивание невыгодных проектов и сокращение инвестиций приводят к снижению занятости, что также негативно сказывается на благосостоянии домохозяйств. Роль катализатора кризиса играют взятые раньше кредиты, которые надо выплачивать. Вскоре под удар попадает и сама банковская система, которая сталкивается с угрозой краха из-за снижения спроса на кредиты, увеличения потребности в резервах и роста неплатежей. Дальнейшее развитие событий обычно называют острой фазой кризиса, глубина которого зависит от степени накопленной несогласованности: чем она больше, тем тяжелее расплата, тогда как эффективные инвестиции и рост производительности труда могут в значительной мере смягчить «посадку» экономики.

Отметим, что снижение потребления, увеличение сбережений, частичный отказ от ранее осуществленных инвестиций, рост стоимости денег и сжатие банковского кредита характеризуют процесс перехода от ситуации, описанной на рисунке 4, к начальной ситуации, описанной на рисунке 2. Следовательно, наше упрощенное условие модели — также естественное и устойчивое состояние экономики, а *банковская деятельность на основе частичного резервирования играет деструктивную роль, становясь ключевым источником массовых ошибочных решений рыночных агентов и, как результат, хронической нестабильности рыночной экономики, ее подверженности циклическим кризисам.*

Стандартный цикл можно описать следующим образом:

— бум — масштабная кредитная экспансия, приводящая к накоплению критической массы ошибочных решений;

— спад — процесс выявления ошибочных инвестиций и осознания реальной ценности денег и существующих рисков, сопровождающийся сжатием денежной массы и движением экономики к естественному состоянию;

— оживление — окончание процесса преодоления основных последствий принятых ранее ошибочных решений, сопровождающееся увеличением инвестиций и снижением безработицы на фоне расширения кредитования, то есть начало нового этапа накопления ошибочных решений через искажение процесса инвестирования и сбережений.

Возникает вопрос: в какой мере наличие кредитора последней инстанции способно защитить экономику? Парадокс в том, что, с одной стороны, сама возможность эмиссии денег со стороны ЦБ для поддержки банков стимулирует их начинать кредитную экспансию, то есть запускать механизм возникновения цикла. С другой стороны, рычаги, которыми обладает ЦБ, а именно возможность предоставлять необходимую ликвидность, лишь ухудшают ситуацию, так как создание дополнительных денег еще больше искажает информацию об их ценности, в итоге задерживая процесс «расчистки». Конечно, вливание денег в экономику может спасти многие банки, фирмы и домохозяйства от разорения, но тем самым удлинняется период «расчистки», поскольку бремя спасения наименее эффективных рыночных агентов перекладывается на наиболее эффективные фирмы и расчетливые домохозяйства, сумевшие в период бума сохранить необходимые резервы и быстрее других адаптироваться к меняющимся условиям. Этот период, то есть затяжной процесс преодоления последствий ранее принятых ошибочных решений, принято называть депрессией, длительность которой напрямую связана с активностью центрального банка<sup>9</sup>.

Итак, «новые» деньги, созданные банками, перераспределяют богатство в пользу банковской системы, снижают качество доступной для рыночных агентов информации и представляют собой прямой убыток для экономики. Кризис же — неминуемый, болезненный и разорительный способ компенсировать убытки, понесенные из-за асимметрично распределенной информации об изменениях в денежной системе<sup>10</sup>. Центральный банк как кредитор последней инстанции может смягчить падение, но лишь ценой перевода экономики в состояние депрессии. Таким образом, рыночная экономика с банковской системой с частичным резервированием внутренне нестабильна; постоянное воспроизведение кредитной экспансии порождает цикличность развития.

### Политика ЦБ и цикличность экономического развития

Теперь допустим, что ЦБ не просто играет роль кредитора последней инстанции, но и пытается ускорить рост ВВП, для чего устанавливает ставку рефинансирования на уровне  $R$ , всегда меньше  $r_2$  (см. рис. 6). Кривая предложения инвестиционных ресурсов в результате вмешательства ЦБ станет ломаной с горизонтальной частью, указывающей на размер эмиссии с учетом эффекта мультиплицирования ( $S_3$  на рис. 6). Новое равновесие установится на уровне ставки процента  $R$ , обеспечивающей прирост инвестиций при большем сокращении сбережений.

<sup>9</sup> В США до появления ФРС кризисы быстро приводили к банковским каникулам, после которых в сжатые сроки начинался рост экономической активности. Так было, например, когда банки в октябре 1907 г. отказались выдавать средства, а уже к середине 1908 г. в экономике наблюдался уверенный рост (см.: Фридман М., Шварц А. Указ. соч. С. 152–160).

<sup>10</sup> Собственно, идея о том, что банки при частичном резервировании могут стать причиной экономических кризисов и экономического цикла, не нова. Это одно из фундаментальных положений австрийской школы (подробнее см.: Хайек Ф. Указ. соч.; *Como de U.* Указ. соч.; Garrison R. W. The Austrian Theory of the Business Cycle in the Light of Modern Macroeconomics // Review of Austrian Economics. 1989. Vol. 3. P. 3–29).

**Потребление и инвестирование при частичном резервировании  
банковских вкладов и активной денежно-кредитной политике**

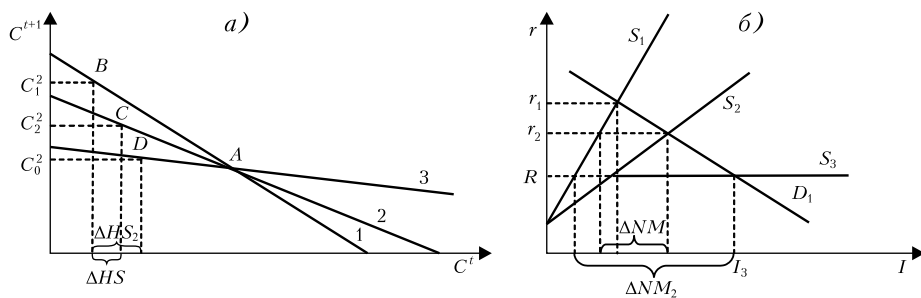


Рис. 6

Понижение ставки процента дополнительно сократит сбережения населения, а увеличение объема «новых» денег ( $\Delta NM_2$  на рис. 6) обеспечит рост инвестиций. Данная тенденция в итоге может привести к ситуации, когда частные инвестиции финансируются только за счет «новых» денег (эмиссия государства и дальнейший процесс мультиплицирования) в полном отрыве от сбережений домохозяйств, которые теоретически могут оказаться и отрицательной величиной<sup>11</sup>. Подобный исход — показатель высшей степени несогласованности процессов потребления и инвестирования и признак очень высокого риска наступления кризиса<sup>12</sup>.

Вмешательство центрального банка усиливает асимметрию информации и увеличивает поток богатства, перераспределенного в пользу банковской системы. Следующая за этим несоординированность целей субъектов экономики тем больше, чем масштабнее эмиссия со стороны ЦБ, а ее длительность и объем зависят от динамики цен, которая выступает сдерживающим фактором расширения денежного предложения.

Бурный рост потребления — основной источник возникновения пузырей на рынках во время эмиссии, но если цены на соответствующие товары и услуги не учитываются при подсчете целевого индекса цен, то накачивание экономики деньгами будет продолжаться достаточно долго, особенно когда темп роста производительности в значительной мере компенсирует падение ценности денег. Поэтому при низких темпах создания новых денег и быстром техническом прогрессе появляется возможность оттянуть момент наступления кризиса, что порождает иллюзию процветания как среди ученых, так и рядовых обывателей<sup>13</sup>.

Но мнимая эпоха «процветания» рано или поздно заканчивается, и первым шагом в этом направлении становится ужесточение денежно-кредитной политики в ответ на ускорение роста цен. Дальнейший

<sup>11</sup> Естественно, только в краткосрочной перспективе.

<sup>12</sup> Так, проводимая ФРС политика дешевых денег привела к снижению сбережений граждан почти до нулевого уровня и, несомненно, стала одной из ключевых причин кризиса 2007–2009 гг.

<sup>13</sup> И. Фишер за неделю до краха на Нью-Йоркской бирже (октябрь 1929 г.) уверенно предсказывал начало эпохи «постоянного и устойчивого развития» (Болл Ф. Критическая масса. Как одни явления порождают другие. М.: Гелеос, 2008. С. 202), а Р. Лукас в 2003 г. заявил о решении задачи предотвращения депрессии (Krugman P. How Did Economists Get It So Wrong? www.nytimes.com). См. также: Скоузен М. Кто предсказал крах 1929 года? // Экономический цикл: анализ австрийской школы. Челябинск: Социум, 2005. С. 172–215.

процесс осознания реальной стоимости денег и выявления ошибочных решений, обычно называемый рецессией, аналогичен описанному выше процессу принудительного возвращения к естественной ситуации. Разница лишь в том, что активность ЦБ значительно усугубляет нарушение координации и масштаб накопленных ошибок, а роль спускового механизма играет сам центральный банк. Иными словами, денежно-кредитная политика не только не защищает от кризисов, но и сама выступает источником усиления цикличности развития.

Примечательно, что в теории экономического цикла, как правило, связывают с технологическими изменениями или внутренней нестабильностью рыночной экономики<sup>14</sup>, а не с наличием ЦБ и банковской системы с частичным резервированием. Но именно современная банковская система становится главным источником кризисов, хотя и другие факторы могут влиять на развитие экономики. Например, технологические нововведения, повышая производительность труда, позволяют ЦБ дольше эмитировать «новые» деньги и в этом смысле играют проциклическую роль. Одновременно эффективные инвестиции, в том числе внедрение новых технологий, позволяют частично преодолеть негативные последствия денежно-кредитной политики, то есть играют контрциклическую роль. Однако сами по себе технологии не могут быть причиной циклических кризисов, так как *цикл — следствие общей несогласованности процессов потребления и инвестирования и массовых ошибочных действий рыночных агентов*, а отдельные технологии, даже IT-технологии, неодинаково распространены в разных отраслях и во многих случаях не играют ключевой роли.

Еще один фактор, влияющий на ход кризиса, — особенности государственной экономической политики и существующей в экономике институциональной среды. Например, в период Великой депрессии ситуацию значительно ухудшило резкое усиление протекционизма и налогового бремени<sup>15</sup>, а в наши дни катализатором кризиса в США стали государственные ипотечные компании.

Если бы компании Fannie Mae и Freddie Mac просто стали источником плохо обеспеченных кредитов, то это могло закончиться локальным кризисом. Однако наличие государственных гарантий по их долгам исказило оценки рисков со стороны банков, страховых компаний и других участников финансового рынка<sup>16</sup>. Массовые ошибочные решения, связанные с заблуждениями большинства рыночных агентов относительно реальной стоимости денег, дополнились почти столь же массовым заблуждением рыночных агентов относительно существующих в экономике рисков.

<sup>14</sup> См. соответственно: Kydland F., Prescott E. Time to Build and Aggregate Fluctuations // *Econometrica*. 1982. Vol. 50, No 6. P. 1345—1370; Бузгалин А., Линке П. Кризис: альтернативы будущего (глобальный контекст и российская специфика). М.: Культурная революция, 2010.

<sup>15</sup> Самый значительный рост налогов в США в мирное время, произошедший в период Великой депрессии, сыграл не последнюю роль в сокращении экономической активности. Повышение таможенных барьеров привело к ответным действиям других стран и разорению многих фермеров, поставивших свою продукцию на экспорт (подробнее см.: Рид Л. Великие мифы о Великой депрессии. [www.inliberty.ru](http://www.inliberty.ru)).

<sup>16</sup> Свою роль в искажении рисков внесли и различные финансовые инструменты, в неумелых руках представляющие серьезную опасность, что показал локальный кризис в США в середине 1990-х годов. Но из-за ограниченных масштабов потерь финансисты, наверное, не сумели извлечь должный урок из него (см.: Бернштейн П. Против богов: Укрощение риска. 2-е изд., стер. / Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2006. С. 324—348).



Тем не менее, несмотря на важность указанных факторов, ключевая роль в цикличности наступления кризисов принадлежит центральному банку и банковской системе, так как лишь деньги объединяют всех рыночных агентов, это «общий знаменатель всех экономических операций. Именно этот товар выступает в роли средства обмена и является универсально приемлемым для всех участников рыночной экономики»<sup>17</sup>, потому изменения в денежной системе касаются всех рыночных агентов. Остальные факторы влияют лишь на глубину кризиса и его длительность.

Кстати говоря, хотя первые упоминания об экономических кризисах уходят корнями в глубину веков, их цикличность четко проявилась только в XIX в., то есть при становлении и развитии банковской системы, основанной на частичном резервировании депозитов до востребования. Кроме того, и последний кризис, и особенно Великая депрессия 1929—1933 гг. не могли возникнуть при отсутствии ЦБ, поскольку длительный период кредитной экспансии со стороны банковской системы, предшествовавший обоим кризисам, был бы невозможен без активной поддержки ФРС.

\* \* \*

Положение о необходимости кредитора последней инстанции и проведения активной денежно-кредитной политики не является аксиомой и, как и любая гипотеза, требует соответствующих доказательств<sup>18</sup>. Описанная выше деструктивная роль коммерческих банков и ЦБ — это авторская интерпретация австрийской теории цикла, известной еще по работам Л. фон Мизеса и Ф. фон Хайека. Вместе с тем она не доказывает, что экономика, где действует центральный банк, в принципе не может устойчиво развиваться, а лишь указывает на неминуемо возникающие при этом проблемы. Следовательно, даже если в ближайшем будущем финансовая система не претерпит существенных изменений, важно критически относиться к действиям монетарных властей и осознавать риски и издержки, с которыми сопряжено любое вмешательство в экономическую деятельность, пусть даже оно обосновано красивыми математическими моделями и концепциями уважаемых экономистов.

---

<sup>17</sup> Гринспен А. Золото и экономическая свобода // Маэстро бума. Уроки Японии. Челябинск: Социум, 2003. С. 3.

<sup>18</sup> Это становится особенно очевидным, когда на первый взгляд наиболее последовательные сторонники ЦБ открыто признают необходимость отказаться от него. Так, М. Фридмен в поздний период своей научной деятельности выступил за ликвидацию ЦБ и переход к конкурентной монетарной системе (см.: *Friedman M. The Resource Cost of Irredeemable Paper Money // Journal of Political Economy. 1986. Vol. 94. P. 642—647*, а также: *Friedman M., Schwartz A. J. Has Government Any Role in Money? // Journal of Monetary Economics. 1986. Vol. 17. P. 52*). Многолетний руководитель ФРС А. Гринспен всегда был сторонником золотого стандарта, считая наличие центрального банка следствием компромисса в демократическом обществе. Свою позицию он изложил еще в статье 1966 г. и никогда от нее не отказывался (см.: Гринспен А. Указ. соч. С. 3—11). Уже после своей отставки Гринспен сказал: «Я недавно перечитал эту статью, и я бы не изменил в ней ни слова» (*Sheehan F. Panderer to Power: The Untold Story of How Alan Greenspan Enriched Wall Street and Left a Legacy of Recession. N. Y.: McGraw-Hill, 2009. P. 286*).

С. ДЕЛАВИНЬЯ,  
профессор экономики  
Калифорнийского университета в Беркли (США)

### ПСИХОЛОГИЯ И ЭКОНОМИКА: РЕЗУЛЬТАТЫ ЭМПИРИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ\*

*Часть III. Нестандартное принятие решений  
и реакция рынка*

#### *Ограниченность внимания*

В «классической» форме модели экономического человека индивиды принимают решения, используя всю имеющуюся информацию. Начиная с Г. Саймона<sup>1</sup>, экономисты пытаются ослабить эту жесткую предпосылку и предложить модели, в которых индивиды упрощают сложные решения, например учитывая только часть всего информационного множества<sup>2</sup>. В экономических экспериментах упрощение мыслительных процедур означает принятие решений с учетом только одного следующего шага при решении динамических задач.

Экспериментальные исследования в области психологии показывают, что внимательность является ограниченным ресурсом. Например, в исследованиях дихотического слушания<sup>3</sup> испытуемым предлагали одновременно прослушивать разные сообщения, передаваемые в правое и левое ухо, концентрируясь на одном. Когда их спросили о втором сообщении, то выяснилось, что они практически его не помнили. Более того, если во время прослушивания им нужно было повторить пред-

---

\* *DellaVigna S.* Psychology and Economics: Evidence from the Field // *Journal of Economic Literature*. 2009. Vol. 47, No 2. P. 315–372. Перевод третьей части (P. 348–367, с некоторыми сокращениями) печатается с разрешения автора и Американской экономической ассоциации. Начало см. в № 4–5, 2011.

<sup>1</sup> *Simon H. A.* A Behavioral Model of Rational Choice // *Quarterly Journal of Economics*. 1955. Vol. 69, No 1. P. 99–118.

<sup>2</sup> Обзор литературы по данному вопросу см. в: *Conlisk J.* Why Bounded Rationality? // *Journal of Economic Literature*. 1996. Vol. 34, No 2. P. 669–700. Модель невнимательности взята из: *Gabaix X., Laibson D., Moloche G., Weinberg S.* Costly Information Acquisition: Experimental Analysis of a Boundedly Rational Model // *American Economic Review*. 2006. Vol. 96, No 4. P. 1043–1068.

<sup>3</sup> *Broadbent D. E.* Perception and Communication. N. Y.: Pergamon Press, 1958.

ложение или последовательность чисел, их способность к восприятию второго сообщения значительно снижалась.

Проанализируем простую модель. Рассмотрим товар, ценность которого  $V$  (включая цену) определена как сумма двух компонентов — видимого  $v$  и скрытого  $o$ ,  $V = v + o$ . Из-за невнимательности потребитель воспринимает ценность как  $\hat{V} = v + (1 - \theta)o$ , где  $\theta$  отражает степень невнимательности, а его равенство нулю означает полное внимание. Смысл  $\theta$  заключается в том, что каждый индивид видит скрытую информацию  $o$ , но затем использует ее только частично, в пропорции  $\theta^4$ . Параметр невнимательности  $\theta$  есть функция от акцента восприятия (выделенности)  $s \in [0, 1]$  скрытого компонента информации  $o$  и от количества конкурирующих стимулов  $N$ :  $\theta = \theta(s, N)$ . Исходя из психологических данных, мы предполагаем, что невнимательность  $\theta$  снижается при усилении выделенности и увеличивается при возрастании количества конкурирующих стимулов:  $\theta'(s) < 0$  и  $\theta'(N) > 0$ . Невнимательность равна нулю, если акцентируется восприятие всего скрытого компонента  $\theta(1, N) = 0$ . Спрос потребителя записывается как  $D[\hat{V}]$ , причем  $D'[x] > 0$  для всех  $x$ .

Данная модель предполагает три стратегии определения параметра невнимательности  $\theta$ . Первая подразумевает оценку реакции величины  $\hat{V}$  на изменение  $o$ , частную производную  $\partial \hat{V} / \partial o = (1 - \theta)$  можно сравнить со значением  $\partial \hat{V} / \partial v = 1$ , чтобы проверить ограниченность внимания. Этой стратегии придерживаются исследователи влияния налогов на алкоголь<sup>5</sup>. Вторая стратегия заключается в изучении реакции оценки потребителей на рост величины  $s$ :  $\partial \hat{V} / \partial s = -\theta'_s o$  и в сравнении ее с нулем. Третья стратегия — варьировать количество конкурирующих стимулов  $N$ ,  $\partial \hat{V} / \partial N = -\theta'_N o$ , и проверить, имеется ли здесь воздействие<sup>6</sup>. Все три указанные стратегии определяют долю скрытой информации  $o$ , которой принимающие решения индивиды уделяют «неполное» внимание.

К этим исследованиям можно предъявить две претензии. Первая: измерение скрытого компонента информации включает субъективные суждения, как это имеет место при определении точки отсчета в теории перспектив. Хотя в большинстве случаев (как в данном разделе) достаточно очевидно, какие характеристики видимые, а какие скрытые, психологические эксперименты не дают возможности выработать обобщенные критерии их разграничения. Вторая претензия: мы не рассматриваем невнимательность с позиции рациональности или нерациональности. В целом модели ограниченной внимательности могут быть преобразованы в рациональную модель с информационными

<sup>4</sup> В альтернативной модели (Chetty R., Looney A., Kroft K. Salience and Taxation: Theory and Evidence // American Economic Review. 2009. Vol. 99, No 4. P. 1145—1177) предполагается, что  $\theta$  есть вероятность восприятия индивидом скрытых сигналов, а не степень, в какой он их учитывает. Эта альтернативная модель дает аналогичные результаты, но с более громоздкими расчетами для таких ситуаций, как аукционы.

<sup>5</sup> Hossain T., Morgan J. ... Plus Shipping and Handling: Revenue (Non) Equivalence in Field Experiments on eBay // B. E. Journals in Economic Analysis and Policy: Advances in Economic Analysis and Policy. 2006. Vol. 6, No 2. P. 1—27; а также: Chetty R., Looney A., Kroft K. Op. cit.

<sup>6</sup> DellaVigna S., Pollet J. M. Investor Inattention and Friday Earnings Announcements // Journal of Finance. 2009. Vol. 64, No 2. P. 709—749; Hirshleifer D., Lim S.-S., Teoh S. H. Driven to Distraction: Extraneous Events and Underreaction to Earnings News // Journal of Finance. 2009. Vol. 64, No 5. P. 2289—2325.

затратами, которые будут выше для менее явной информации. Однако в большинстве рассмотренных ниже примеров скрытая информация доступна при нулевых или низких затратах (например, информация о доходах в отчетах), что делает объяснение результатов в терминах рациональности менее убедительным.

*Невнимательность в отношении скрытых налогов.* В исследовании невнимательности покупателей в отношении косвенных налогов, которые неявно включены в цену товара, использованы данные о спросе в продуктовом магазине<sup>7</sup>. Предположим, что спрос  $D$  — это функция явной части стоимости  $v$ , включая цену  $p$ , и менее явной части  $o$ , в данном случае равной величине косвенного налога ( $-tp$ ):  $D = D[v - (1 - \theta)tp]$ . Изменение логарифма спроса  $\Delta \log D$  вследствие явного представления налога ( $s = 1$  и, следовательно,  $\theta = 0$ ) равно (в результате линеаризации спроса)  $\log D[v - tp] - \log D[v - (1 - \theta)tp] = -\theta tp \times D'[v - (1 - \theta)tp] / D[v - (1 - \theta)tp] = \theta t \times \eta_{D,p}$ , где  $\eta_{D,p}$  — ценовая эластичность спроса. Спрос  $D$  — это функция явной стоимости за вычетом цены, поэтому  $\eta_{D,p} = -pD'[v - (1 - \theta)tp] / D[v - (1 - \theta)tp]$ . Отметим, что реакция равна нулю при полной внимательности покупателей ( $\theta = 0$ ). Это означает, что  $\theta = \Delta \log D / (t \times \eta_{D,p})$ . В условиях полевого эксперимента менялась степень выделенности, акцентирования налога. В течение трех недель в ценниках на товары указывали конечную цену с учетом и без учета налога. По сравнению с аналогичными товарами, проданными в предыдущий период, и товарами, для которых информация о налоге не раскрывалась, объем продаж данных товаров снизился значительно — на 2,2 единицы относительно среднего уровня в прошлом (25 единиц), то есть на 8,8%. Поскольку ценовая эластичность  $\eta_{D,p}$  в данном примере оценивалась как  $-1,59$ , а налог составил 7,375%, можно рассчитать  $\hat{\theta} = (-0,088) / (-1,59 \times 0,07375) \approx 0,75$ . Отдельно определяли, как влияет на потребление пива изменение акциза и налога с продаж в разных штатах во времени. В связи с тем что акциз включен в цену, а налог с продаж добавляется в счет, невнимательные покупатели должны были быть более восприимчивы к изменению акциза, чем налога с продаж. Действительно, первая эластичность значительно больше, что соответствует параметру невнимательности  $\hat{\theta} = 0,94$ . Невнимательность потребителей к скрытым налогам значительна.

*Невнимательность к сложной информации при ранжировании.* Зависимость обращения с информацией от уровня простоты ее представления изучали по реакции потребителей на рейтинги больниц и колледжей, опубликованные в U. S. News and World Report<sup>8</sup>. Ежегодно эта компания выстраивает непрерывную шкалу качества в масштабе от 0 до 100, в большей степени основанную на оценках репутации, а затем на основе этой оценочной шкалы создает рейтинг. Величина оценки и место в рейтинге публикуются в ежегодном отчете. Непрерывная шкала оценок содержит всю информацию, но рейтинг легче воспринимается (сравните: больница, занимающая пятое место, или же получившая

<sup>7</sup> Chetty R., Looney A., Kroft K. Op. cit.

<sup>8</sup> Pope D. G. Reacting to Rankings: Evidence from America's Best Hospitals and Colleges // Journal of Health Economics. 2009. Vol. 28, No 6. P. 1154—1165.

89 очков из 100). Обнаруживается, что при сохранении неизменной величины оценки больница теряет значительное количество пациентов, если изменяется ее место в рейтинге; аналогично вследствие изменения места колледжа в общем рейтинге меняется количество абитуриентов.

*Невнимательность в отношении финансовых новостей.* Ограниченная внимательность инвесторов обуславливает недостаточный уровень реакции на вновь появившуюся информацию и, следовательно, может служить объяснением таких аномалий, как инерция<sup>9</sup>. Интересен пример неполной реакции на информацию компании EntreMed<sup>10</sup>. В журнале Nature 28 ноября 1997 г. на видном месте опубликована статья, сообщающая о положительных результатах лечения некоторого типа рака препаратом, запатентованным EntreMed. В этот же день New York Times опубликовала статью на аналогичную тему на странице A28. Неудивительно, что цена акций компании EntreMed выросла на 28%. Удивительно то, что произошло потом. New York Times 4 мая 1998 г. опубликовала на первой странице статью об EntreMed, которая очень похожа на опубликованную в ноябре. Хотя газетная статья не содержала никакой новой важной информации, она привела к росту доходности акций EntreMed на 330% за один день и всех биотехнологических компаний на 7,5% — их рыночная капитализация возросла на миллиарды долларов. Цена акций EntreMed не возвращалась к своему прежнему уровню в течение целого года.

Это только отдельный пример, но он подчеркивает важность систематического изучения реакции на новую информацию. Один из важных моментов — раскрытие ежеквартальной информации о доходах и последующая реакция на нее цен активов. Для простоты предположим, что  $v$  — известная информация о денежных потоках компании, а  $o$  — информация, содержащаяся в отчетах о доходах. За день до сообщения цена компании  $P$  равна  $v$ . В день сообщения обновленная стоимость компании составляет  $v + o$ . Однако из-за невнимательности инвесторов цена актива  $P$  только частично реагирует на новую информацию:  $P = v + (1 - \theta)o$ . Через некоторое время информация поступает невнимательным инвесторам (например, через дополнительную статью в случае EntreMed), и цена «добирает» полную стоимость  $v + o$ . Это означает, что, например, краткосрочная доходность акции  $r_{SR}$  равна  $r_{SR} = (1 - \theta)o/v$ ; а долгосрочная доходность акции  $r_{LR} = o/v$ . В этом примере показателем внимательности инвестора будет  $(\partial r_{SR} / \partial o) / (\partial r_{LR} / \partial o) = (1 - \theta)$ . (Деление на  $(\partial r_{LR} / \partial o)$  — это нормализация, которая делает показатель инвариантным по отношению к шкале измерения.) Чем выше внимательность, тем меньше немедленная реакция и тем более предсказуема доходность акций после раскрытия информации о доходах. Данное явление известно как «сдвиг после отчета компании о доходах»<sup>11</sup>. Невнимательность приводит к запоздалому восприятию информации.

<sup>9</sup> Harrison H., Stein J. C. A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets // Journal of Finance. 1999. Vol. 54, No 6. P. 2143–2184.

<sup>10</sup> Huberman G., Regev T. Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent That Made Stock Prices Soar // Journal of Finance. 2001. Vol. 56, No 1. P. 387–396.

<sup>11</sup> Bernard V. L., Thomas J. K. Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? // Journal of Accounting Research. 1989. Vol 27. Suppl. P. 1–36.

Данная ситуация достаточно упрощена, но аналогичные результаты были получены с учетом неопределенности и арбитража, который ограничен неприятием риска и краткосрочными планами инвестора. Экспериментаторы оценили эмпирический прототип величины  $(\partial r_{SR}/\partial o)/(\partial r_{LR}/\partial o)$ , используя реакцию доходности  $r$  на неожиданные доходы  $o$  и измерив доходность в пределах 2 дней с момента объявления ( $r_{SR}$ ), а также через 75 торговых дней после объявления ( $r_{LR}$ )<sup>12</sup>. Немедленная реакция составила 54% общей совокупной реакции, отражая значительную невнимательность:  $\hat{\theta} \approx 0,46$ . Если запоздалая реакция объясняется недостатком внимательности, то задержка должна быть еще сильнее, когда невнимательны большинство инвесторов (большая  $\theta$ ). Для анализа ограниченности внимания инвесторов используются выходные дни. Для сообщений о доходах, сделанных в пятницу, немедленная реакция  $(\partial r_{SR}/\partial o)/(\partial r_{LR}/\partial o)$  составила 41%, что означает  $\hat{\theta} \approx 0,59$ , то есть перед выходными невнимательность выше. Это объясняет, почему негативная информация о доходах раскрывается в пятницу: компании, максимизируя краткосрочную доходность, объявляют плохие новости в дни сниженной внимательности.

В похожем контексте анализируется влияние информационной перегруженности (высокое значение  $N$  в использованных обозначениях)<sup>13</sup>. Обнаружено, что новости о доходах учитывают на 20% меньше в ценах акций, если одновременно появилось большое количество сообщений. Увеличение количества конкурирующей информации усиливает эффект ограниченного внимания.

В другом близком по тематике исследовании анализируется реакция инвесторов на косвенную и, следовательно, менее заметную информацию (низкое значение  $s$  в приведенной выше системе обозначений)<sup>14</sup>. Рассматриваются компании, составляющие цепочку «поставщик — клиент». Когда компания-клиент объявляет существенную информацию о своих доходах, новости влияют и на положение поставщика, но менее вероятно, что этот косвенный эффект привлечет внимание. Показано, что поставщики компаний, биржевые котировки которых падают, также переживают снижение биржевых курсов в следующие один-три месяца. Измерена скорость реакции котировок на новости о компании-клиенте с использованием отношения  $(\partial r_{SR}/\partial o)/(\partial r_{LR}/\partial o)$ , где  $r_{SR}$  — доходность через месяц, а  $r_{LR}$  — через семь месяцев. Оказалось, что для компании-клиента 93% всей реакции приходится на первый месяц, а для компании-поставщика эта цифра составляет только 60%. В целом это подтверждает значительную невнимательность к косвенной информации.

Еще одна характеристика акцента восприятия  $s$  — *временной промежуток (лаг)*. При той же содержательности, если информация удалена от настоящего момента в будущее (или прошлое), ей в большинстве случаев будет уделено меньше внимания. В целом очень сложно

<sup>12</sup> DellaVigna S., Pollet J. M. Investor Inattention and Friday Earnings Announcements.

<sup>13</sup> Hirshleifer D., Lim S. S., Teoh S. H. Driven to Distraction: Extraneous Events and Underreaction to Earnings News.

<sup>14</sup> Cohen L., Frazzini A. Economic Links and Predictable Returns // Journal of Finance. 2008. Vol. 63, No 4. P. 1977–2011.

контролировать содержательность информации, поскольку обычно чем более она отдалена от настоящего, тем менее уместна и менее ценна.

Данный вопрос становится более актуальным при рассмотрении сдвига будущего спроса вследствие демографических изменений. В отличие от других детерминантов спроса, изменение числа потребителей достаточно легко предсказать даже на десять лет вперед. Например, если большое число людей родилось в 2006 г., то компании, поставляющие школьные автобусы, могут ожидать предсказуемого увеличения спроса и прибылей в 2012 г., если рынок не совершенно конкурентный. Если инвесторы абсолютно внимательны, то этот рост будет заложен в доходность 2006 г., и доходность акций в период с 2006 по 2012 г. нельзя будет предсказать на основе демографической информации. Однако если инвесторы будут игнорировать информацию, отдаленную от них больше чем на пять лет, то цены акций вырастут только в 2007 г., и биржевую доходность в период с 2006 по 2012 г. можно будет предсказать, используя информацию о демографической ситуации. Анализ данных по 48 отраслям в 1939–2003 гг. показывает, что рост спроса вследствие изменения демографических показателей на период 5–10 лет сулит положительное изменение биржевых котировок в отдельной отрасли. Эти результаты согласуются с уровнем невнимательности в отношении информации о будущем, отдаленном более чем на пять лет.

### *Эффекты меню*

В данном разделе рассматривается выбор из (обычно большого) множества (меню), например выбор вариантов инвестиций или политиков в избирательных бюллетенях. В психологии есть доказательства того, что в поведении индивидов проявляются по крайней мере пять субоптимальных эвристик при принятии решений: чрезмерная диверсификация (или эвристика  $1/n$ ), предпочтение знакомого, предпочтение выделяющегося, уклонение от выбора, замешательство при осуществлении выбора.

*Чрезмерная диверсификация.* Индивиды, сталкивающиеся со сложным выбором, могут упростить его с помощью чрезмерной диверсификации вариантов. Так, в одном эксперименте студенты выбирали три продуктовых набора для планировавшихся трех классных встреч<sup>15</sup> (обеспечивалось условие одновременности). В другой ситуации (условие последовательности) испытуемые выбирали продуктовый набор последовательно на каждую из трех встреч. При условии одновременности испытуемые продемонстрировали чрезмерную диверсификацию: 64% выбрали три различных набора, а в условиях последовательного выбора только 9% испытуемых сделали такой выбор.

*Предпочтение знакомого.* Другим приемом упрощения сложных решений служит выбор знакомого варианта. Эта тенденция широко распространена среди индивидуальных инвесторов. Инвесторы в США, Японии и Великобритании вкладывают соответственно 94, 98 и 82%

<sup>15</sup> Simonson I. The Effect of Purchase Quantity and Timing on Variety-Seeking Behavior // Journal of Marketing Research. 1990. Vol. 27, No 2. P. 150–162.

своих средств в национальные активы<sup>16</sup>. Конечно, предпочтение активов национальных компаний может быть обусловлено затратностью инвестиций в зарубежные активы, но аналогичная модель поведения наблюдается и в отношении инвестиций внутри страны. В географическом распределении акционеров компании Regional Bell доля инвестиций в подразделение компании, расположенное в своем штате, оказалась на 82% выше, чем в другие<sup>17</sup>. Предпочтение знакомого имеет место, несмотря на значительные издержки недостаточной диверсификации.

Особенно показателен случай предпочтения акций собственной компании. В среднем работники инвестируют 20–30% дискреционных фондов в акции своего работодателя<sup>18</sup>, при том что человеческий капитал работника уже инвестирован в данную компанию. Такой выбор не отражает частную информацию о будущей производительности компании. Компании, где большая доля работников инвестирует в акции работодателя, имеют более низкий уровень прибыльности в дальнейшем по сравнению с компаниями, где такая доля меньше.

Предпочтение знакомого варианта согласуется с неприятием двусмысленности. Как описано в классическом парадоксе Д. Элсберга<sup>19</sup>, не склонные к риску инвесторы, игнорируя выгоды от диверсификации, предпочтут инвестиции с известным распределением, даже при равенстве средней доходности их и инвестиций с неизвестным распределением.

*Предпочтение выделяющегося варианта.* Индивидуальные инвесторы упрощают сложный портфель решений, выбирая выделяющийся вариант, то есть покупая акции компаний с необычно высокой или низкой результативностью в предыдущий день, с высоким объемом торговли, а также компаний, упомянутых в новостях<sup>20</sup>. Влияние такого выбора значительно: для индивидуальных инвесторов дисбаланс «покупок-продаж» (Покупка – Продажа)/(Покупка + Продажа) компаний, попавших в верхнюю или нижнюю децильные группы распределения по доходности в предыдущий день, на 20 процентных пунктов выше, чем для компаний, попавших в пятую группу. Эти результаты показывают, как индивиды решают проблему перегруженности информацией при покупке акций: выбирают компании, которые выделяются. Эта проблема не проявляется в отношении продаж акций, так как большинство инвесторов владеют лишь небольшим количеством акций в каждый заданный период. Однако такая асимметричная модель поведения при покупке и продаже акций может объясняться ограничением на короткие продажи: индивидуальные инвесторы, вероятно, и хотели бы продать акции, которые «выделяются», но не могут сделать этого из-за таких ограничений.

<sup>16</sup> French K. R., Poterba J. M. Investor Diversification and International Equity Markets // American Economic Review. 1991. Vol. 81, No 2. P. 222–226.

<sup>17</sup> Huberman G. Familiarity Breeds Investment // Review of Financial Studies. 2001. Vol. 14, No 3. P. 659–680.

<sup>18</sup> Benartzi S. Excessive Extrapolation and the Allocation of 401(k) Accounts to Company Stock // Journal of Finance. 2001. Vol. 56, No 5. P. 1747–1764.

<sup>19</sup> Ellsberg D. Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms // Quarterly Journal of Economics. 1961. Vol. 75, No 4. P. 643–669.

<sup>20</sup> Barber B. M., Odean T. All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors // Review of Financial Studies. 2008. Vol. 21, No 2. P. 785–818.



Предпочтение выделяющегося варианта принимает разные формы в различных контекстах. В случае выбора кандидатов первый политик в списке бюллетеня отличается от остальных. В рамках давней теоретической традиции в политической науке, восходящей к работе Г. Бейна и Д. С. Хикока<sup>21</sup>, рассматривается как очередность кандидатов в списке влияет на результаты выборов. В одном из наиболее убедительных исследований<sup>22</sup> показано, что последовательность имеет значение, даже если она определяется случайным образом. Авторы провели естественный эксперимент на основе данных о калифорнийской системе голосования, в которой с 1975 г. случайным образом менялась последовательность баллотирующихся кандидатов по избирательным округам. Было показано, что в 1998 и 2000 гг. на общих выборах кандидат от миноритарной партии получал в среднем на 10% больше голосов, если был в списке первым. Аналогичный эффект оказался незначительным для кандидатов мажоритарных партий, поскольку в ситуации информационного дефицита принимающий решение использует не относящуюся к делу информацию. Во время праймериз, когда кандидаты в среднем менее известны, этот эффект проявляется сильнее: положение в списке под номером один в среднем на 20% увеличивало число голосов и примерно на 1,6% голосов, отданных за партию.

*Уклонение от выбора.* Еще одна эвристика, используемая в ситуации сложных решений, возможно, самая необычная — полностью избежать выбора, по возможности не совершая никаких действий. В естественном эксперименте сравнивается поведение покупателей в продуктовом магазине, ориентированном на богатых клиентов, где в какие-то моменты потребителям предлагают попробовать 6 видов джема (ситуация простого выбора), а в другие — 24 вида (ситуация сложного выбора)<sup>23</sup>. Обнаружено, что в условиях выбора из 24 видов больше покупателей останавливались, чтобы попробовать джемы (145 в сравнении со 104 покупателями), но значительно меньше покупали их (4 против 31 покупателя). Этот результат необычен, поскольку в стандартной модели расширение выбора может вести лишь к росту покупок. Объяснение этого явления, не согласующегося с интуицией, состоит в том, что когда выбор сложен, например из-за значительного числа вариантов, индивиды оценивают принятие решения как стрессовую ситуацию и стараются найти способы его избежать.

С помощью естественного эксперимента по рассылке 50 тыс. кредитных предложений в Южной Африке изучалось влияние размера меню (вариантов выбора)<sup>24</sup>. Помимо прочего, случайным образом менялся формат таблицы, иллюстрирующей использование

<sup>21</sup> Bain H., Hecock D. S. Ballot Position and Voter's Choice: The Arrangements of Names on the Ballot and Its Effect on the Voter? Detroit: Wayne State University Press, 1957.

<sup>22</sup> Ho D. E., Imai K. Estimating Causal Effects of Ballot Order from a Randomized Natural Experiment: The California Alphabet Lottery, 1978–2002 // Public Opinion Quarterly. 2008. Vol. 72, No 2. P. 216–240.

<sup>23</sup> Iyengar S. S., Lepper M. R. When Choice Is Demotivating: Can One Desire Too Much of a Good Thing? // Journal of Personality and Social Psychology. 2000. Vol. 79, No 6. P. 995–1006.

<sup>24</sup> Bertrand M., Dean K., Mullainathan S., Shafir E., Zinman J. What's Advertising Content Worth? Evidence from a Consumer Credit Marketing Field Experiment // Quarterly Journal of Economics. 2010. Vol. 125, No 1. P. 263–306.

кредита: маленькая таблица только с одним вариантом размера кредита в качестве примера и большая таблица, представляющая четыре различных по размеру кредита. Результаты согласуются с выводами в рамках концепции уклонения от выбора. Количество обращений за кредитом, предложенным в маленькой таблице, на 0,6 п. п. больше по сравнению с базовым уровнем 8 п. п., что эквивалентно снижению (месячной) ставки процента на 2,3 п. п.

По итогам естественного эксперимента представлены доказательства того, что при снижении количества вариантов инвестирования возрастает участие в пенсионном плане<sup>25</sup>. Уровень участия возрастает на 10 п. п., если не вовлеченные в план работники получают карточку, после отправления которой назад по почте они смогут записаться в стандартный план<sup>26</sup>.

*Путаница.* Последний тип поведения — смятение, замешательство, путаница — отличается от предыдущих эвристик тем, что не отражает предпочтения (избежать сложных решений или выбрать выделяющийся вариант), а является ошибкой в реализации предпочтений. Путаница отличается от большинства поведенческих феноменов, которые отражают смещения и ошибки.

Первая ситуация — выбор политического кандидата в бюллетене. Поведение избирателей в Калифорнии в 2003 г. изучали при помощи случайной вариации размещения кандидатов в списке<sup>27</sup>. Обнаружено, что доля голосов за кандидатов от миноритарной партии была значительно выше, если кандидат в списке указан рядом с кандидатом от мажоритарной партии (то есть от партии, выигравшей праймериз). Хотя это явление можно объяснить переключением внимания, путаница — более вероятное объяснение: ею почти полностью можно объяснить влияние горизонтальной смежности (имя справа и слева от основного кандидата). Например, в последовательности «кружок, кандидат *A*, кружок, Шварценеггер, кружок, кандидат *B*» именно кандидат *B* выигрывает от близости к основному кандидату, так как некоторые избиратели могут перепутать его «кружок» с «кружком» Шварценеггера. Кандидат *A* не выигрывает, как и кандидаты, расположенные близко к мажоритарному по диагонали. Кроме того, смещение голосов будет сильнее для более сложных методов голосования (например, карточки, в которых пробиты дырки напротив выбранного кандидата) и на территориях с большей долей менее образованного населения, которое с высокой вероятностью может совершить ошибку при значительном количестве вариантов выбора. Этот метод позволяет измерить путаницу. При разных методах голосования примерно 1 из 300 избирателей собирается голосовать за основного кандидата, но голосует за кандидата от миноритарной партии. Таким образом,

<sup>25</sup> Choi J. J., Laibson D., Madrian B. Reducing the Complexity Costs of 401(k) Participation through Quick Enrollment // National Bureau of Economic Research Working Paper. 2006. No 11979.

<sup>26</sup> Данный прирост вкладов можно объяснить эффектом напоминания. Однако в других ситуациях влияние напоминания и в целом дополнительного финансового обучения не было таким значительным.

<sup>27</sup> Shue K., Luttmer E. F. P. Who Misvotes? The Effect of Differential Cognition Costs on Election Outcomes // American Economic Journal: Economic Policy. 2009. Vol. 1, No 1. P. 229–257.

явление путаницы достаточно редкое, но имеет место. Важно, что путаница может иметь агрегированный эффект, так как ее масштабы будут неодинаковыми для избирателей, предпочитающих разных мажоритарных кандидатов.

Интересно, что аналогичное явление обнаруживается в торговле акциями двух компаний, MCI и MCIC<sup>28</sup>. Тикер коммуникационной компании MCI — MCIC, а MCI — тикер малоизвестного закрытого взаимного инвестиционного фонда Massmutual Corporate Investors. Некоторые инвесторы, собирающиеся торговать акциями крупной коммуникационной компании, путают аббревиатуры и торгуют акциями взаимного инвестиционного фонда. В результате корреляция между объемами торговли акциями этих компаний составляет 0,56. Это происходит, несмотря на отличия в фундаментальных показателях. (Например, корреляция между компанией MCIC и коммуникационной компанией AT&T по объемам продаж составляет лишь 0,03.) Ошибочные сделки обуславливают значимую корреляцию доходности акций. Арбитраж уменьшает влияние путаницы на доходность акций, но не устраняет ее полностью. Используя корреляцию объема продаж и среднего объема торгов акциями двух компаний, можно рассчитать количество случаев путаницы инвесторов MCIC: примерно 1 из 2000 сделок совершена по ошибке, в данном случае уровень путаницы ниже, чем на выборах в Калифорнии<sup>29</sup>.

### Убеждение и социальное давление

*Убеждение.* В стандартной модели индивиды учитывают стимулы, которыми руководствуется поставщик информации. Невнимание к этим стимулам может привести к чрезмерному влиянию представлений поставщика информации, что мы называем *убеждением* (*persuasion*).

Это явление можно проиллюстрировать лабораторным экспериментом, в котором испытуемым платили за точность оценок количества монет в некоторой емкости<sup>30</sup>. Так как первая группа видела емкость только издали, ее члены вынуждены были полагаться на советы второй группы испытуемых, «советчиков», которые видели ее вблизи. Два раунда эксперимента различались стимулами для советчиков. В первом раунде советчикам платили за то, насколько названное испытуемым число близко к реальному количеству монет; во втором раунде — за то, насколько высоко испытуемый оценит количество монет в банке. Хотя стимулы известны всем, оценки субъектов были на 28% выше во втором раунде. Испытуемые недостаточно дисконтировали влияние конфликта интересов советчиков.

<sup>28</sup> *Rashes M. S. Massively Confused Investors Making Conspicuously Ignorant Choices (MCI — MCIC) // Journal of Finance. 2001. Vol. 56, No 5. P. 1911–1927.*

<sup>29</sup> Предположим, что объем (количество сделок) MCIC  $V_{MCIC,t}$  равен константе  $\alpha$  плюс доля сделок, совершенных по ошибке,  $s \times V_{MCI,t}$ , где  $s$  — доля инвесторов MCI, которые ошибочно совершают сделки с акциями MCIC:  $V_{MCI,t} = \alpha + sV_{MCIC,t}$ . При заданном коэффициенте корреляции между ежедневными объемами торговли  $V_{MCI,t}$  и  $V_{MCIC,t}$  можно вычислить  $\hat{s}$ :  $\hat{s} = 0,56 \times \text{станд. откл.}(V_{MCIC,t}) / \text{станд. откл.}(V_{MCI,t}) \approx 0,56 \times 10^{-3}$ .

<sup>30</sup> *Cain D. M., Loewenstein G., Moore D. A. The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest // Journal of Legal Studies. 2005. Vol. 34, No 1. P. 1–25.*

Общеизвестно, что прогнозные оценки финансовых аналитиков завышены: 94,5% рекомендаций звучат как «придерживать», «покупать» или «скупать»; оценки аффилированных аналитиков смещены еще больше. Исследования показывают, что крупные инвесторы учитывают эти ошибки и относятся с недоверием к такой информации. Например, они реагируют на рекомендацию «придерживать» продажами акций компании, а также не доверяют чрезмерно позитивным рекомендациям аналитиков, связанных с компанией<sup>31</sup>. Мелких инвесторов, наоборот, легко убедить, они буквально следуют советам — например, придерживая акции в ответ на соответствующую рекомендацию — и не видят дополнительных искажений информации в случае взаимосвязи компании и аналитика.

В области политики было протестировано предположение о том, что поставляемая новостным источником информация в целом убеждает свою аудиторию<sup>32</sup>. Оценка географической дисперсии при введении кабельных программ канала Fox News, более консервативного по сравнению с существовавшими ранее источниками новостей (CNN и др.), показала, что зрители весьма чувствительны к информации Fox News в городском кабельном вещании. Результаты голосования в 9256 городах показывают, что доля голосов за республиканцев в 2000 г. на 0,5 процентных пункта выше в городах, где был доступен канал Fox News. Согласно оценкам, Fox News убедил 5–30% слушателей, которые еще не были республиканцами (в зависимости от величины аудитории). Размер этого эффекта примерно такой же для кандидатов в президенты и в сенат США, которых не упоминает Fox News. Это показывает, что влияние Fox News выходит за рамки поддержки отдельного кандидата, изменяя общие политические взгляды избирателей. Влияние Fox News может быть временным эффектом для байесовских избирателей, которые впоследствии узнают о политических предпочтениях Fox News, или эффектом убеждения для нерациональных избирателей, которые не учитывают политическую ориентацию.

*Общественное давление.* Отдельной причиной чрезмерного влияния убеждений других может быть давление с целью подчинения, или общественное давление<sup>33</sup>. Два классических лабораторных эксперимента, иллюстрирующих силу такого давления, представлены в работах С. Эша и С. Милгрэма<sup>34</sup>. В эксперименте Эша испытуемым показывали две большие белые карточки с нарисованными на них линиями: на первой карточке три линии разной длины, на второй — только одна линия. Испытуемых спрашивают, какая линия на первой карточке по длине ближе к линии на второй карточке. В контрольном раунде испытуемые

<sup>31</sup> Malmendier U., Shanthikumar D. Are Small Investors Naive about Incentives? // Journal of Financial Economics. 2007. Vol. 85, No 2. P. 457–489.

<sup>32</sup> DellaVigna S., Kaplan E. The Fox News Effect: Media Bias and Voting // Quarterly Journal of Economics. 2007. Vol. 122, No 3. P. 1187–1234.

<sup>33</sup> Akerlof G. A. Procrastination and Obedience // American Economic Review. 1991. Vol. 81, No 2. P. 1–19.

<sup>34</sup> Asch S. E. Effects of Group Pressure Upon the Modification and Distortion of Judgment // Groups, Leadership and Men / H. Guetzkow (ed.). Pittsburgh: Carnegie Press, 1951. P. 222–236; Milgram S. Behavioral Study of Obedience // Journal of Abnormal and Social Psychology. 1963. Vol. 67, No 4. P. 371–378.

выполняют задание независимо друг от друга и достигают точности 98%. В ситуации с высоким общественным давлением испытуемые выбирают линию, которую уже выбрали четыре-восемь человек (подставные лица, о чем не знают остальные испытуемые), но это неправильный выбор. В среднем около трети испытуемых дают неправильный ответ, чтобы избежать расхождения в оценках с другими анонимными участниками. Этот результат можно интерпретировать как социальное обучение, но вряд ли индивиды учатся правильно оценивать длину линии, скорее предметом обучения были правила эксперимента. Следует сказать, что за правильный ответ испытуемые не получали вознаграждение.

В эксперименте Милгрэма группе испытуемых сказали, что они должны отслеживать обучение другого испытуемого (быть соучастником руководителя эксперимента) и применять электрошок к нему, когда он совершит ошибку. При поощрении руководителя эксперимента 62% испытуемых увеличили мощность электрошокера до 450 вольт, хотя слышали крик испытуемого от боли. Такая склонность подчиняться других стала неожиданностью даже для самих испытуемых. Когда другой группе из 40 человек описали эксперимент и попросили предсказать, насколько далеко индивиды могут зайти в использовании электрошокеров, никто из них не назвал цифру 450 вольт.

В естественных условиях социальное давление сложно отличить от рационального распространения информации. Однако в некоторых исследованиях его движущая сила очевидна. Так, измерив дополнительное время, которое судьи назначают в конце футбольного матча, исследователи обнаружили, что в среднем судьи дают в два раза больше дополнительного времени (4 минуты, а не 2), когда это может дать шанс местной команде реализовать свое преимущество (разрыв в одно очко), по сравнению с ситуациями, когда это может ей повредить (преимущество в один гол перед соперником)<sup>35</sup>. Этот эффект сильнее, когда выше ставки (в конце сезона) и больше социальное давление (большое количество болельщиков на игре). Судьи заметно реагируют на давление местной публики, несмотря на официальные правила, по которым определяется величина дополнительного времени.

В литературе по изучению влияния сверстников также указывается на важность общественного давления, в частности давления сверстников на результативность выполнения заданий. Студентов высшей школы в Швейцарии наняли для выполнения разовой работы по сбору платежей за квартиры; им поручили вкладывать письма в конверты в течение 4 часов<sup>36</sup>. Контрольная группа из 8 студентов выполняла задание индивидуально, а экспериментальная группа из 16 человек работала в парах (но каждый должен был сам вкладывать письмо в конверт). Студенты в экспериментальной группе заполнили значительно больше конвертов (221 по сравнению с 190) и координировали при этом работу внутри группы: стандартное отклонение результатов внутри пары оказалось значительно ниже, чем (смоделированное) отклонение между парами.

<sup>35</sup> *Garicano L., Palacios-Huerta I., Prendergast C. Favoritism under Social Pressure // Review of Economics and Statistics. 2005. Vol. 87, No 2. P. 208–216.*

<sup>36</sup> *Falk A., Ichino A. Clean Evidence on Peer Effects // Journal of Labor Economics. 2006. Vol. 24, No 1. P. 39–57.*

Результаты предыдущего исследования можно объяснить социальным обучением, но другие авторы представляют прямое доказательство общественного давления<sup>37</sup>. Обнаружено, что высокопродуктивные кассиры в сетях супермаркетов увеличивают производительность своих коллег, которые работают с ними в одной смене. Эффект не объясняется обменом информацией, например о ценах на товары. Положительное влияние коллег имеет место, если более производительный коллега расположен сзади и может отслеживать работу других. Этот эффект достаточно значительный: рост на 1% средней производительности работников, которые расположены позади коллег, увеличивает производительность остальных на 0,23%; данный эффект еще сильнее для тех, кто работает очень близко друг от друга. Высокая производительность кассира, расположенного перед другими, такого эффекта не дает. Это означает, что влияние коллег на производительность полностью объясняется общественным давлением, которое возникает, если работник чувствует, что за ним наблюдает более производительный коллега.

### Эмоции

Некоторые из описанных нами явлений — проблема самоконтроля, общественно ориентированные предпочтения в благотворительности и проективные смещения при покупке еды, вероятнее всего, опосредованы (по крайней мере, частично) эмоциональным состоянием: соблазном, сочувствием и голодом соответственно. Во многих работах по психологии выдвигается предположение о важной роли эмоций в принятии решений и различном действии разных эмоций<sup>38</sup>. В данном разделе мы рассмотрим два примера влияния эмоций — настроения и возбуждения, по которым имеются данные полевых исследований.

В работах по психологии показано, что даже небольшие изменения в настроении оказывают значительное влияние на поведение и эмоции. Например, в солнечные дни испытуемые дают больше чаевых в ресторанах<sup>39</sup> и считают себя более счастливыми<sup>40</sup>. В исследованиях колебаний настроения в связи с погодой обнаружено, что они влияют на доходность биржевых операций, хотя изменения погоды в течение дня едва ли влияют на фундаментальные показатели. В более облачные дни в Нью-Йорке ниже показатели доходности биржевых операций с американскими акциями<sup>41</sup>. Аналогичный анализ был проведен по 26 странам за период с 1982 по 1997 г., с ис-

---

<sup>37</sup> Mas A., Moretti E. Peers at Work // American Economic Review. 2009. Vol. 99, No 1. P. 112–145.

<sup>38</sup> Loewenstein G., Lerner J. S. The Role of Affect in Decision Making // Handbook of Affective Sciences / R. J. Davidson, K. R. Scherer, H. Hill Goldsmith (eds.). Oxford; N. Y.: Oxford University Press, 2003. P. 619–642.

<sup>39</sup> Bruce R. Effects of Beliefs about Weather Conditions on Tipping // Journal of Applied Social Psychology. 1996. Vol. 26, No 2. P. 137–147.

<sup>40</sup> Schwarz N., Clore G. L. Mood, Misattribution, and Judgments of Well-Being: Informative and Directive Functions of Affective States // Journal of Personality and Social Psychology. 1983. Vol. 45, No 3. P. 513–523.

<sup>41</sup> Saunders E. M., Jr. Stock Prices and Wall Street Weather // American Economic Review. 1993. Vol. 83, No 5. P. 1337–1345.

пользованием данных о погоде в городах, где расположены биржи<sup>42</sup>. Обнаружена отрицательная взаимосвязь между облачностью (при очищении от тренда сезонных средних) и агрегированной доходностью биржевых операций в 18 из 26 городов. В дни, когда небо полностью затянуто облаками, дневная доходность биржевых операций на 0,09% ниже, чем в солнечные (при стандартном отклонении 5%). После учета облачности другие погодные показатели — дождь или снег — оказываются не связанными с доходностью.

Если указанный эффект реализуется через настроение, то другие события, меняющие настроение, также должны оказывать аналогичное влияние. Действительно, международный футбольный матч влияет на дневную доходность биржевых операций проигравшей страны<sup>43</sup>. Проигрыш в матче значительно снижает дневную доходность: на 0,21% по сравнению с обычным днем. (Удивительно, но победа не оказывает никакого влияния на доходность.) Более важные матчи, например игры на Кубок мира, оказывают большее влияние. Эффект, по-видимому, не зависит от того, ожидался проигрыш или нет. Международные матчи в других видах спорта имеют аналогичное, хотя и меньшее влияние.

Воздействие событий, меняющих настроение, на доходность, вероятно, объясняется либо их влиянием на неприятие риска или восприятие волатильности, либо проекцией настроения на фундаментальные экономические показатели. Факты, описанные выше, не позволяют нам разделить эти эффекты. Настроение, обусловленное погодными факторами, может вызывать небольшие изменения в поведении. Студенты, пришедшие в университет на день открытых дверей, со значительно большей вероятностью подадут в него документы, если погода облачная<sup>44</sup>. Очевидно, более облачная погода заставляет студентов всецело сконцентрироваться на академических, а не социальных характеристиках университета. Эта гипотеза подтверждена лабораторными экспериментами.

Во второй части лабораторных экспериментов предполагается, что эмоциональная возбужденность оказывает существенное краткосрочное влияние на принятие решений. В одном эксперименте испытуемые, которые в соответствии с условиями моделируемой ситуации сексуально возбуждены, обнаруживают значительно большее желание повести себя так, что окажется возможным изнасилование<sup>45</sup>. В других экспериментах испытуемые, которым показывали жестокие видеоклипы, с большей вероятностью демонстрировали агрессивное поведение, такое, как агрессивная игра в хоккей, в сравнении с контрольной группой, которая просматривала другие клипы<sup>46</sup>. Краткосрочное влия-

---

<sup>42</sup> *Hirshleifer D., Shumway T.* Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather // *Journal of Finance*. 2003. Vol. 58, No 3. P. 1009–1032.

<sup>43</sup> *Edmans A., Garcia D., Norli O.* Sports Sentiment and Stock Returns // *Journal of Finance*. 2007. Vol. 62, No 4. P. 1967–1998.

<sup>44</sup> *Simonsohn U.* Weather to Go to College // *Economic Journal*. 2010. Vol. 120, No 543. P. 270–280.

<sup>45</sup> *Ariely D., Loewenstein G.* The Heat of the Moment: The Effect of Sexual Arousal on Sexual Decision Making // *Journal of Behavioral Decision Making*. 2006. Vol. 19, No 2. P. 87–98.

<sup>46</sup> *Josephson W. L.* Television Violence and Children's Aggression: Testing the Priming, Social Script, and Disinhibition Predictions // *Journal of Personality and Social Psychology*. 1987. Vol. 53, No 5. P. 882–890.

ние насилия объясняется не имитацией, так как жестокие фильмы не содержали спортивных сцен. Следовательно, это влияние, вероятно, объясняется возбуждением, вызванным показом сцен насилия.

Эмпирическое доказательство указанного выше эффекта и оценка краткосрочного влияния демонстрации насилия в средствах массовой информации на насильственные преступления производятся на основе дисперсии временных рядов величины насилия в кино по кассовым сборам и сравнения дней, когда демонстрируется блокбастер с элементами насилия, с днями, когда они отсутствуют<sup>47</sup>. Обнаружено, что когда демонстрируется больше насилия в кино, уровень насильственных преступлений *ниже*. В частности, в ночь, следующую за показом (с полуночи до 6 утра), на каждый миллион человек, увидевших картины с элементами насилия, насильственные преступления снижаются на 2%. Этот результат подтвердился и после того, как были учтены сезонность и погода, что указывает на его устойчивость.

Чем объясняются эти результаты, противоречащие лабораторным? Ключевой фактор — различие в экспериментальных условиях. В лаборатории от экспериментальной и контрольной групп требовалось просматривать либо картину с элементами насилия, либо без них. Таким образом, в эксперименте изучается прямое влияние жестокой картины, при прочих равных условиях. В естественном эксперименте, наоборот, потребители выбирают оптимальным образом между просмотром фильма с элементами насилия и другими занятиями, которые им нравятся. Следовательно, оцененный эффект в естественных условиях включает чистое влияние показа фильма *с учетом альтернативных занятий*. Люди, посещающие показ жестокого фильма, в среднем могли бы заняться чем-то более опасным, если бы не пришли в кинотеатр, например выпить в баре. Итак, два различных набора результатов можно совместить. Показ картины с элементами насилия способен снизить девиантное поведение в альтернативных видах занятий, которые могли бы привлечь людей при отсутствии упомянутого показа (результат полевых исследований), даже если он увеличивает жестокость поведения по сравнению с ситуацией показа картины без сцен насилия (лабораторный результат). На самом деле можно использовать эмпирические оценки для выявления прямого эффекта от показа жестокой картины (как в лаборатории), если удастся контролировать отбор. С учетом отбора по наблюдаемым характеристикам (возраст и пол) представлены некоторые доказательства прямого эффекта от показа жестоких фильмов — роста преступлений с применением насилия, как и в лабораторных экспериментах.

Это исследование показывает, что необходимо быть внимательным при прямом сравнении результатов лабораторного эксперимента и полевого исследования<sup>48</sup>. Результаты, которые кажутся противоречивыми, можно согласовать друг с другом, если учитывать различия в построении экспериментов. Результаты полевых исследований

<sup>47</sup> Dahl G., DellaVigna S. Does Movie Violence Increase Violent Crime? // Quarterly Journal of Economics. 2009. Vol. 124, No 2. P. 677–734.

<sup>48</sup> Levitt S.D., List J.A. What Do Laboratory Experiments Measuring Social Preferences Reveal About the Real World? // Journal of Economic Perspectives. 2007. Vol. 21, No 2. P. 153–174.



подтверждают краткосрочное влияние политики, которая ограничивает количество насилия, демонстрируемого в кинотеатрах. Лабораторные эксперименты обосновывают запрет на показ сцен насилия в обычных кинофильмах и телепрограммах.

### **Реакция рынка**

В предыдущих разделах описывались отклонения от стандартной модели в поведении потребителей в разных ситуациях. Многочисленные примеры, которые приводились, можно считать первым шагом к лучшему пониманию рынков, на которых агенты демонстрируют нестандартные предпочтения и убеждения. Эти результаты вызывают естественный вопрос: как реагируют рынки и институты на такие нестандартные характеристики? Дееспособность дисциплины «психология и экономика» будет проверяться тем, окажется ли она пригодной для объяснения рынков и институтов, а не только индивидуального поведения.

В данном разделе показано, как рациональные акторы реагируют на нестандартные характеристики других агентов. Максимизирующие прибыль фирмы учитывают нестандартные характеристики потребительского поведения при разработке контрактов и установлении цены (поведенческая экономика отраслевых рынков). Работодатели формируют контракты найма работников с учетом их нестандартного поведения (поведенческая экономика труда). Реагируя на нестандартное поведение, рациональные инвесторы изменяют свои торговые стратегии, а менеджеры фирм — структуру капитала (поведенческие финансы/поведенческие корпоративные финансы). Политики меняют свое поведение в ответ на отклонения в поведении избирателей (поведенческая политическая экономия). Наконец, агенты, принимающие политические решения, могут использовать результаты исследований в области психологии и экономики в качестве информационной основы для проектирования институтов и политики (поведенческое институциональное проектирование).

Однако следует остановиться на важном контраргументе. Если потребители наделены нестандартными характеристиками, то почему нельзя ожидать, что ими обладают фирмы, работодатели, финансовые агенты и политики? Ключевую роль здесь играет опыт. В отличие от индивидуальных потребителей, фирмы могут специализироваться, нанимать консультантов и получать обратную связь, пользуясь большими наборами данных и сведениями с рынков капитала. Кроме того, фирмы находятся во власти конкуренции. Следовательно, в отличие от потребителей, фирмы с меньшей вероятностью испытывают влияние различных отклонений (за исключением проблемы принципала-агента), и мы предполагаем, что они близки к модели максимизации прибыли. Кроме того, несмотря на приведенные выше объяснения, даже если фирмы имеют нестандартные характеристики, у них сохраняются стимулы реагировать на нестандартные характеристики потребителей. Аналогичная аргументация применима к работодателям, институциональным инвесторам, топ-менеджерам и политическим деятелям.

## Поведенческая экономика отраслевых рынков

Взаимодействие потребителей с отклонениями в поведении и рациональных фирм, максимизирующих прибыль, стало ключевой темой все более популярных исследований в области поведенческой экономики отраслевых рынков<sup>49</sup>. Эта литература преимущественно теоретическая, но в рассмотренных здесь работах сделаны прогнозы и относительно наблюдаемого ценообразования.

Пусть в процессе ценообразования на рынке, где потребители имеют характеристики  $(\beta, \hat{\beta}, \delta)$  и сталкиваются с проблемой самоконтроля, (монополистическая) фирма, максимизирующая прибыль, реализует продукт, который дает немедленную отдачу в размере  $b_1$  и отложенную в размере  $b_2$ <sup>50</sup>. Данная ситуация характерна для инвестиционных процессов, например занятия спортом ( $b_1 < 0$  и  $b_2 > 0$ ), и для товаров досуга, например азартные игры ( $b_1 > 0$  и  $b_2 < 0$ ). Немедленная выплата  $b_1$  будет случайной величиной с кумулятивной функцией распределения  $F$ . Фирма производит товар с предельными издержками  $c$  и продает его, используя тариф, состоящий из паушального платежа  $L$  и цены за единицу  $p$ . Можно показать, что максимизирующая прибыль цена  $p^*$  удовлетворяет следующему условию:

$$p^* - c = -(1 - \hat{\beta})\delta b_2 \frac{f(\hat{\beta}\delta b_2 - p^*)}{f(\beta\delta b_2 - p^*)} - \frac{F(\hat{\beta}\delta b_2 - p^*) - F(\beta\delta b_2 - p^*)}{f(\beta\delta b_2 - p^*)}.$$

Для стандартных агентов ( $\beta = \hat{\beta} = 1$ ) два элемента правой части этого равенства равны нулю: цены фирмы, установленные на уровне предельных затрат,  $p^* = c$ , выравнивают стимулы потребителей. Для опытных агентов с проблемами самоконтроля ( $\beta = \hat{\beta} < 1$ ) только первый элемент правой части уравнения не равен нулю: фирмы назначают цены на инвестиционные товары ниже предельных затрат ( $p^* < c$ ), а на товары для досуга — выше ( $p^* > c$ ), чтобы сформировать механизм исполнения обязательств. Такое ценообразование увеличивает потребление инвестиционных товаров и снижает потребление товаров для досуга. Отклонение цены от предельных затрат  $-(1 - \beta)\delta b_2$  и есть разница между тем, как текущее и будущее «Я» оценивают отсроченную выплату  $b_2$ : следовательно, фирма предлагает совершенный механизм исполнения обязательств. Для абсолютно наивных агентов с проблемами самоконтроля ( $\beta < \hat{\beta} = 1$ ) только второй элемент правой части равенства не равен нулю: фирма также устанавливает цены на инвестиционные товары ниже уровня предельных издержек, а на досуговые — выше, но по другой причине: она извлекает выгоду из завышенной (заниженной) оценки покупателями уровня потребления инвестиционных (досуговых) товаров. Отклонение цены от предельных затрат на самом деле есть функция от неправильной оценки

<sup>49</sup> Ellison G. Bounded Rationality in Industrial Organization // Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications, Ninth World Congress. Vol. 2 / R. Blundell, W. K. Newey, T. Persson (eds.). Cambridge; N. Y.: Cambridge University Press, 2006. P. 142–174.

<sup>50</sup> DellaVigna S., Malmendier U. Contract Design and Self-Control: Theory and Evidence // Quarterly Journal of Economics. 2004. Vol. 119, No 2. P. 353–402.

потребления  $F(\beta\delta b_2 - p^*) - F(\beta\delta b_2 - p^*)$ . Эти результаты обобщаются для случая совершенной конкуренции, поскольку она изменяет лишь равновесную плату  $L^*$ . Эта теория объясняет: существование контрактов в фитнес-клубах с отсутствием платы за отдельное посещение ( $b_2 > 0$ ); высоких ставок процента при отсутствии ежегодного платежа за обслуживание кредитных карт ( $b_2 < 0$ ); низких плат за номера и буфеты для игроков в Лас-Вегасе ( $b_2 < 0$ ).

Этот анализ распространяется (с учетом различной степени наивности) и на более общие формы временной несогласованности предпочтений<sup>51</sup>. В этом случае фирмы предлагают два типа контрактов: совершенные механизмы обязательств для непоследовательных во времени агентов, которые достаточно опытны, а также контракты, позволяющие фирме извлечь выгоды из наивности потребителей. Интересно, что абсолютно опытные агенты не порождают никаких информационных экстерналий в отношении наивных индивидов. Таким образом, совершенные механизмы обязательств не снижают выгод, получаемых монополистом от наивных агентов.

Осуществляя ценообразование в условиях ограниченной рациональности потребителей, которые не обращают внимания на скрытые характеристики продуктов (дополнения), фирмы взимают за эти дополнения плату сверх предельных издержек и реагируют на неправильное предсказание будущих покупок<sup>52</sup>. Эта модель объясняет высокие (скрытые) платежи по банковским счетам и кредитным картам, а также позволяет выяснить, почему рынки обычно не создают стимулы для устранения отклонений в поведении наивных покупателей.

При установлении цены монополистом потребители, чьи предпочтения зависят от точки отсчета, равновесной при рациональных ожиданиях<sup>53</sup>, характеризуются неприятием потерь в отношении как более низкого качества, так и более высоких цен — относительно точки отсчета<sup>54</sup>. Основные характеристики такого ценообразования — жесткие цены (несмотря на отсутствие издержек меню) и продажи. В условиях равновесия фирмы редко меняют цены в ответ на изменение издержек, даже если они стохастичны, так как потребители больше страдают от роста цен, чем выигрывают от их снижения. Более того, фирмы определяют продажи случайным образом, поскольку ожидание продаж увеличивает вероятность покупок по более высоким ценам.

Эти примеры указывают на дихотомию в эффектах благосостояния от реакции рынка. Если агенты имеют нестандартные предпочтения, такие как проблема самоконтроля или неприятие потерь, но у них рациональные ожидания, то фирмы предлагают им контракты, максимизирующие благосостояние. Контракты предоставляют пер-

<sup>51</sup> Eliaz K., Spiegler R. Contracting with Diversely Naive Agents // Review of Economic Studies. 2006. Vol. 73, No 3. P. 689—714.

<sup>52</sup> Gabaix X., Laibson D. Shrouded Attributes, Consumer Myopia, and Information Suppression in Competitive Markets // Quarterly Journal of Economics. 2006. Vol. 121, No 2. P. 505—540.

<sup>53</sup> Köszegi B., Rabin M. A Model of Reference-Dependent Preferences // Quarterly Journal of Economics. 2006. Vol. 121, No 4. P. 1133—1165.

<sup>54</sup> Heidhues P., Köszegi B. Competition and Price Variation When Consumers Are Loss Averse // American Economic Review. 2008. Vol. 98, No 4. P. 1245—1268.

вые наилучшие механизмы обязательств, позволяющие преодолеть проблемы самоконтроля<sup>55</sup>, или снижают вероятность падения ниже точки отсчета<sup>56</sup>. Если же, напротив, агенты наделены нерациональными ожиданиями относительно самоконтроля или невнимательности, то, вероятнее всего, контракт, максимизирующий прибыль, увеличит отклонения в их поведении. Фирмы извлекают преимущества из ошибочных ожиданий относительно потребления привлекательного товара<sup>57</sup> или его дополнений<sup>58</sup>.

### *Поведенческая экономика труда*

Тот факт, что контрактация внутри фирмы также согласуется с предлагаемой теоретической логикой, убедительно доказан по результатам опроса: работники демонстрируют неприятие потерь в отношении сокращения номинальной, а не реальной зарплаты<sup>59</sup>. Так, 62% респондентов расценили сокращение зарплаты на 7% как несправедливое при отсутствии инфляции, но только 22% респондентов нашли несправедливым рост окладов на 5% при инфляции 12%. Последующая серия интервью подтвердила правдоподобность аналогичных моделей поведения<sup>60</sup>. В этой ситуации работодатель, максимизирующий прибыль, должен устанавливать зарплату таким образом, чтобы подобные сокращения случались редко.

Это предположение подтверждается на основе текущего обследования населения (CPS)<sup>61</sup>. Рассмотрено распределение ежегодных изменений логарифмов номинальных зарплат  $\log w_t - \log w_{t-1}$ . В ситуации неприятия сокращений номинальной зарплаты ожидается отсутствие непрерывности в распределении при  $\log w_t - \log w_{t-1} = 0$ . Вместо небольших сокращений номинальных зарплат, которые могут деморализовать работников и снизить их производительность, работодатель сохраняет зарплаты неизменными ( $\log w_t - \log w_{t-1} = 0$ ), возможно компенсируя свои потери увольнением большего числа работников. На самом деле значительная доля распределения  $\log w_t - \log w_{t-1}$  при отрицательных величинах отсутствует, несмотря на наличие ошибок измерения зарплаты, которые скорее смягчают этот результат. Таков пример реакции рынка на отклонения, вероятнее всего позволяющей агентам с нестандартным поведением максимизировать полезность. Наблюдаемое распределение зарплаты таково, что работники редко сталкиваются с отрицательной полезностью от сокращения номинальной зарплаты.

<sup>55</sup> DellaVigna S., Malmendier U. Op. cit.; Eliaz K., Spiegel R. Op. cit.

<sup>56</sup> Heidhues P., Köszegi B. Op. cit.

<sup>57</sup> DellaVigna S., Malmendier U. Op. cit.; Eliaz K., Spiegel R. Op. cit.

<sup>58</sup> Gabaix X., Laibson D. Op. cit.

<sup>59</sup> Kahneman D., Knetsch J. L., Thaler R. H. Fairness and the Assumptions of Economics // Journal of Business. 1986. Vol. 59, No 4. P. 285–300.

<sup>60</sup> Bewley T. F. Why Wages Don't Fall During a Recession. Cambridge, MA; L.: Harvard University Press, 1999.

<sup>61</sup> Card D., Hyslop D. Does Inflation "Grease the Wheels of the Labor Market?" // Reducing Inflation: Motivation and Strategy / C. D. Romer, D. H. Romer (eds.). Chicago; L.: University of Chicago Press, 1997. P. 71–114.

### Поведенческие финансы

Арбитраж на рынках ценных бумаг во многом ограничивает значимость поведенческих отклонений — невнимательности и самоуверенности при формировании цен. Если нерациональный агент убежден, что монета (без изъянов) упадет решкой вверх в 60% случаев, то арбитраж со стороны хорошо информированных агентов будет поддерживать эту величину на уровне примерно 50%. Однако на реальных рынках ценных бумаг влияние арбитража ограничено несколькими факторами. Так, если агенты-посредники, использующие арбитраж, характеризуются неприятием риска и имеют ограниченные инвестиционные горизонты, то, несмотря на арбитраж, так называемые «шумовые» трейдеры влияют на равновесную цену<sup>62</sup>. Это ситуация неверного ценообразования, которая стохастична и устойчива. Если шумовые трейдеры оптимистичны относительно акций интернет-компаний, то они будут предлагать за них более высокую цену. Посредники не знают, сохранится ли такое некорректное ценообразование в следующем периоде, поэтому при заданных краткосрочных горизонтах (им придется избавиться от акций в следующем периоде) они не могут достаточно агрессивно играть на понижение. Кроме того, «шумовые» трейдеры не вытесняются с рынка, в реальности при определенных условиях они даже обыгрывают рациональных трейдеров (так как принимают на себя больший риск).

Современные исследования по поведенческим финансам основаны на моделях «шумовой» торговли, чтобы выявить ограничения арбитража и, следовательно, актуальность теорий нестандартного поведения для анализа цен на активы. Но эта литература выходит за рамки указанных моделей, явным образом указывая на источники «шумового трейдинга». Например, выше мы рассматривали модели самоуверенности и ограниченного внимания, которые позволяют предсказать нестандартное поведение и, следовательно, его влияние на доходность. Данные, согласующиеся с моделями этого типа, приведены в ряде работ<sup>63</sup>.

### Поведенческие корпоративные финансы

В стандартной теории корпоративных финансов предполагается, что менеджеры максимизируют стоимость компании с учетом агентских проблем при заданном спросе рациональных инвесторов и кредиторов. Современная теория — *рыночный тайминг* — расширяет стандартную и предполагает, что инвесторы могут оценивать компанию нерационально, завышая или занижая ее стоимость. Топ-менеджеры рационально реагируют на такую ошибочность оценки, выпуская акции и принимая решение о слиянии. Топ-менеджеры предоставляют дополнительные ак-

<sup>62</sup> DeLong J. B., Shleifer A., Summers L. H., Waldmann R. J. Noise Trader Risk in Financial Markets // Journal of Political Economy. 1990. Vol. 98, No 4. P. 703–738.

<sup>63</sup> Shleifer A. Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance. Oxford; N. Y.: Oxford University Press, 2000; Barberis N., Thaler R. H. A Survey of Behavioral Finance // Handbook of the Economics of Finance. Vol. 1B: Financial Markets and Asset Pricing / G. M. Constantinides, M. Harris, R. M. Stulz (eds.). Amsterdam; L.; N. Y.: Elsevier; North Holland, 2003. P. 1053–1123.

ции инвесторам и осуществляют слияния, когда акции, вероятнее всего, переоценены, тем самым уменьшая благосостояние ошибающихся инвесторов. Рыночный тайминг может объяснить систематическую недопроизводительность первичного публичного размещения акций (ИРО) в первые три-пять лет после него<sup>64</sup>. Согласно такой интерпретации, менеджеры частных компаний осуществляют публичные размещения, когда акции их компаний переоценены, что и объясняет их низкую результативность. Данная теория<sup>65</sup> дополняет стандартную в том, что в решениях об эмиссии акций учитываются возможности инвесторов.

### *Поведенческая политическая экономия*

Асимметрию между рациональными и ошибающимися агентами можно ожидать в политике. Политики — опытные агенты, сталкивающиеся с высокими ставками и значительной конкуренцией, а избиратели принимают решения редко (голосовать или нет, и за кого), и ставки для них невысоки. Следовательно, сферу политики можно описать как взаимодействие рациональных политиков и избирателей с нестандартными предпочтениями (несовершенная память и ограниченное внимание).

Решение послов США заявить об американской гуманитарной помощи на следующий день после стихийного бедствия в стране рассматривается как пример реакции политиков на отклонения в поведении избирателей, заключающиеся в невнимательности<sup>66</sup>. Вероятнее всего послы заявят о предоставлении помощи, если они или правительство получают кредит доверия вследствие своей благотворительности. Для объяснения этого явления исследуется изменение невнимательности избирателей в зависимости от наличия заметных событий в США, которые освещаются в вечерних новостях, или ярких спортивных событий, например Олимпийских игр. Обнаружено, что вероятность гуманитарной помощи США ниже на 15%, если стихийное бедствие произошло в дни, когда интенсивность новостей в американских средствах массовой информации выше на два стандартных отклонения. Аналогично вероятность помощи на 30% ниже в период Олимпийских игр. В дни, когда американское общество с меньшей вероятностью замечает щедрость США, благотворительные действия менее вероятны. Это согласуется с предположением о том, что политики реагируют на ограниченное внимание избирателей.

### *Поведенческое институциональное проектирование*

Фирмы, инвесторы, менеджеры и политики могут использовать в собственных интересах отклонения в поведении потребителей,

---

<sup>64</sup> Loughran T., Ritter J. R. The New Issues Puzzle // Journal of Finance. 1995. Vol. 50, No 1. P. 23—51.

<sup>65</sup> Baker M., Ruback R. S., Wurgler J. Behavioral Corporate Finance // Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. Vol. 1B / E. Eckbo (ed.). Amsterdam; Oxford: Elsevier; North-Holland, 2007. P. 145—186.

<sup>66</sup> Eisesen T., Stromberg D. News Droughts, News Floods, and U.S. Disaster Relief // Quarterly Journal of Economics. 2007. Vol. 122, No 2. P. 693—728.

однако не обязательно, чтобы реакция на отклонения была хищнической. Для противодействия негативному влиянию поведенческих отклонений и повышения благосостояния потребителей могут разрабатываться социальные правила и институты. План SMarT (Save More Tomorrow — «сберегай больше завтра») может быть примером такого институционального проекта для пенсионных сбережений в США<sup>67</sup>. В рамках плана SMarT доля пенсионных отчислений увеличивается до фиксированного максимального уровня в зависимости от роста будущей зарплаты. Хотя рост сбережений закладывается в схему по умолчанию, работники могут в любое время выйти из плана. Этот план — привлекательный механизм соблюдения обязательств для индивидов с проблемами самоконтроля, так как стандартная схема относится к будущим нормам сбережений, а не к текущим. Кроме того, данный план разработан с учетом индивидов, которые с неприятием относятся к сокращениям номинальной зарплаты (см. выше), поскольку уровень отчислений растет при увеличении выплат.

Этот план предлагали 207 работникам, которые соглашались встретиться с финансовым консультантом, но *не* принимали его рекомендацию по поводу немедленного увеличения уровня сбережений. Из 207 индивидов план SMarT приняли 162 человека, что говорит о наличии спроса на механизмы обязательств. В данном подмножестве из 162 индивидов за четыре года уровень вложений увеличивается с 3,5 до 13,6%. Этот рост учитывают 32 человека, которые вышли из плана за четыре года. Первые результаты по двум другим вариантам реализации плана SMarT показывают, что доля принявших план снижается, если предложение о нем направляют по почте, по сравнению с результатами личных встреч. Однако эффекты, обусловленные его принятием, столь же значимы.

Простое изменение в стандартной схеме может существенно воздействовать на уровень недосбережений. Столь серьезное влияние плана SMarT, осуществляемого при незначительном уровне административных издержек, особенно заметно по сравнению с ограниченным влиянием других подходов к увеличению пенсионных сбережений, например, обучения финансовой грамоте.

\* \* \*

В данной работе мы обобщили результаты полевых исследований по трем классам отклонений от стандартной модели: нестандартным предпочтениям, убеждениям и процессам принятия решений. Мы рассмотрели, как рациональные агенты на рынке реагируют на такие нестандартные характеристики. Наше исследование показало, что отклонения от стандартной модели не ограничиваются решениями в лаборатории. Большинство явлений, значимых в лабораторных экспериментах, воздействуют на решения и в разнообразных эконо-

<sup>67</sup> Thaler R. H., Benartzi S. Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving // Journal of Political Economy. 2004. Vol. 112, No 1. P. 164–187.

мических контекстах. Следовательно, надо ожидать, что экономисты все больше будут учитывать в своем анализе поведенческие явления.

Почему рыночные силы не исключают агентов с нестандартным поведением? Полный обзор этой темы лежит за рамками данной статьи, но мы приведем два взаимосвязанных аргумента, один связан с опытом, другой — с агрегированием. Считается, что опыт уменьшает нестандартность поведения. В самом деле, доказано, что опыт помогает преодолеть эффект первоначальной наделенности<sup>68</sup>. Сходные доказательства влияния опыта на способность осуществлять обратную индукцию представлены при анализе игроков в шахматы<sup>69</sup>. В отличие от студентов колледжей, они постоянно сталкиваются с таким типом рассуждений, поэтому их поведение гораздо точнее описывают модели обратной индукции.

Однако было бы неверно на основе этих данных заключить, что поведенческие явления не имеют значения в полевых условиях. Во-первых, в ряде экономических решений обратная связь редка (например, при покупке дома) или отягощена «шумом» (в случае финансовых инвестиций) и, следовательно, большинство индивидов неопытны. Во-вторых, опыт может усиливать отклонение, если индивиды не следуют обучению по правилу Байеса. В простой инвестиционной игре показано, что профессиональные инвесторы демонстрируют значительно более близорукое неприятие убытков, чем студенты<sup>70</sup>. Объяснить это можно так: краткосрочные стимулы на рабочем месте учат этих инвесторов устанавливать узкие фреймы для своих задач, что противоречит предсказаниям стандартной теории. В-третьих, уменьшение отклонений в поведении опытных агентов в принципе может служить заменой опыта. Однако опытные агенты, например фирмы, обычно мало заинтересованы или не заинтересованы вообще в устранении отклонений в поведении индивидов<sup>71</sup>. Наконец, в-четвертых, не все нестандартные характеристики должны уменьшаться по мере накопления опыта. Опыт не должен воздействовать на общественно ориентированные предпочтения больше, чем, например, на предпочтения характеристик автомобилей.

Другой аргумент: даже если опыт или уменьшение отклонений не нивелируют их, отклонения все равно не повлияют на агрегированные рыночные результаты. Убедительные доказательства этого можно найти на финансовых рынках: при заданном уровне арбитража цены устанавливают рациональные инвесторы. Однако, как уже говорилось, ограничения на арбитраж подразумевают, что индивиды с нестандартными характеристиками также будут в общем случае влиять на цены акций<sup>72</sup>. Кроме того, в большинстве ситуаций отсутствуют реальные

<sup>68</sup> List J. A. Does Market Experience Eliminate Market Anomalies? // Quarterly Journal of Economics. 2003. Vol. 118, No 1. P. 41–71; List J. A. Neoclassical Theory versus Prospect Theory: Evidence from the Marketplace // Econometrica. 2004. Vol. 72, No 2. P. 615–625.

<sup>69</sup> Palacios-Huerta I., Volij O. Field Centipedes // American Economic Review. 2009. Vol. 99, No 4. P. 1619–1635.

<sup>70</sup> Haigh M. S., List J. A. Do Professional Traders Exhibit Myopic Loss Aversion? An Experimental Analysis // Journal of Finance. 2005. Vol. 60, No 1. P. 523–534.

<sup>71</sup> Gabaix X., Laibson D. Op. cit.

<sup>72</sup> DeLong J. B., Shleifer A., Summers L. H., Waldmann R. J. Op. cit.



стимулы к устранению отклонений, следовательно, влияние нестандартного поведения линейно агрегируется. Если часть населения не сберегает на старость, то агрегированный уровень пропорционально отразит занижение сбережений в рамках этой группы. Это верно до тех пор, пока не появляется новый институциональный проект, например план SMarT<sup>73</sup>. (Отметим, что этот план разработали ученые, а не фирмы — хотя в итоге фирмы его внедрили.)

Наконец, работы по поведенческой экономике отраслевых рынков показывают, что нестандартные характеристики могут иметь непропорциональное влияние на рыночные результаты. Пример: случай завышения цены на аукционах eBay, ситуация, когда конечная аукционная цена выше, чем официально объявленная цена на аналогичный товар, доступный на том же eBay<sup>74</sup>. Официально объявленная цена стабильна, товар по ней всегда доступен, значит, она должна быть верхней границей цены покупки в рациональной модели. Но 42% аукционов заканчиваются на цене *выше официально объявленной* — вывод сохраняющийся, если учесть издержки по доставке, различия в качестве товара и репутации продавцов. Ключевой момент, связанный с агрегированием: такое поведение генерируется гораздо меньшим количеством покупателей-переоценщиков, чем 42%. Фактически только 17% покупателей когда-либо предлагали за товар завышенную цену. Структура аукциона такова, что вероятность установления финальной цены теми, кто переоценивает товар, непропорционально велика.

В заключение естественно поставить вопрос о том, как будут выглядеть эмпирические исследования в области психологии и экономики. Мы полагаем, что в будущих исследованиях продолжат использовать, главным образом, методы, описанные в данном обзоре: полевые эксперименты<sup>75</sup>, естественные эксперименты<sup>76</sup>, заключения на основе ситуации выбора из меню<sup>77</sup> и, безусловно, лабораторные эксперименты. Такие методы будут все более пригодны, в дополнение к оценкам в приведенной форме, для структурной оценки параметров<sup>78</sup>. Эти оценки позволят нам ответить, например, на вопрос: может ли модель предпочтений ( $\beta$ ,  $\delta$ ) объяснить выбор в различных ситуациях при фиксированных параметрах  $\beta$ ,  $\hat{\beta}$  и  $\delta$ ? Такая оценка была бы информативнее, если бы удалось получить доступ к сведениям о многократных решениях одного индивида. Индивиды, вероятнее всего, отличаются своими предпочтениями и убеждениями, но вместе с тем мы считаем, что один и тот же индивид ведет себя последовательно,

<sup>73</sup> Thaler R. H., Benartzi S. Op. cit.

<sup>74</sup> Lee Y. H., Malmendier U. The Bidder's Curse // National Bureau of Economic Research Working Paper. 2007 No 13699.

<sup>75</sup> List J. A. Op. cit.; Falk A. Gift Exchange in the Field // Econometrica. 2007. Vol. 75, No 5. P. 1501–1511.

<sup>76</sup> Madrian B., Shea D. F. The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior // Quarterly Journal of Economics. 2001. Vol. 116, No 4. P. 1149–1187; DellaVigna S., Kaplan E. Op. cit.

<sup>77</sup> DellaVigna S., Malmendier U. Paying Not to Go to the Gym // American Economic Review. 2006. Vol. 96, No 3. P. 694–719; Sydnor J. Sweating the Small Stuff: Risk Aversion in Homeowners Insurance. Mimeo. 2006.

<sup>78</sup> Например, в: Conlin M., O'Donoghue T., Vogelsang T. J. Projection Bias in Catalog Orders // American Economic Review. 2007. Vol. 97, No 4. P. 1217–1249.

если существующие модели описывают его поведение точно<sup>79</sup>. Видимо, в будущем появятся новые, более простые модели феноменов, представленных в данном исследовании<sup>80</sup>.

Что касается тематики, то скорее всего в будущих исследованиях дисбаланс рассматриваемых в экономике и психологии тем снизится. Исследования в области поведенческих финансов и соотношения «потребление-сбережение» проводятся достаточно активно, но относительно редко исследуются ипотечные рынки, экономическое развитие и политические решения. Нужно шире применять идеи поведенческой экономики в государственной политике, особенно в контексте акта 2006 г. об автоматических сбережениях и пенсионной защите, основанного на исследовании эффектов стандартных условий в схемах пенсионных накоплений. Также едва ли следует ожидать снижения интереса к рыночному взаимодействию стандартных и нестандартных агентов, описанному выше. Кроме того, если до сих пор представители поведенческой экономики исследовали, главным образом, поведение неопытных агентов, то в дальнейшем работы будут посвящены отклонениям в поведении (таким, как завышенная самооценка) опытных агентов, например менеджеров и политиков.

Вероятнее всего в дальнейших исследованиях будут изучать психологические явления, которые до сих пор игнорировались. Например, эмоции, рутинные процессы, скрытая дискриминация, очевидно, значимы для принятия экономических решений (разводы, приговоры судов и охрана общественного порядка).

В заключение следует отметить, что через десять лет после публикации (в 1998 г.) в *Journal of Economic Literature* статьи М. Рабина его представления о поведенческой экономике изменились. Более лаконичные модели и огромное количество эмпирических свидетельств полевых экспериментов помогли интегрировать результаты лабораторных экспериментов в мейнстрим экономической теории. Однако многое еще предстоит сделать. Наше знание об отклонениях в поведении частично, неравномерно в разрезе различных направлений, ограничено использованием определенных методик и слабым применением на практике результатов исследований важных психологических явлений. Надо надеяться, что еще через десять лет мы сможем определить, какие психологические факторы важны в принятии определенных решений, и оценить эти выводы количественно.

*Перевод с английского О. Шипковой, С. Пястолова*

---

<sup>79</sup> В одном эксперименте использованы повторяющиеся решения о подарках другому субъекту, чтобы определить типы субъектов с различными общественно ориентированными предпочтениями. Результаты подтверждают значительную гетерогенность таких предпочтений (*Fisman R., Kariv S., Markovits D.* Individual Preferences for Giving // *American Economic Review*. 2007. Vol. 97, No 5. P. 1858–1876).

<sup>80</sup> *Fudenberg D.* Advancing Beyond Advances in Behavioral Economics // *Journal of Economic Literature*. 2006. Vol. 44, No 3. P. 694–711.

## ЗА ПРЕДЕЛАМИ ПОЛИТЭКОНОМИИ МИНСКИ: ЛИКВИДНОСТЬ И ФИНАНСОВЫЕ ИННОВАЦИИ В КОНТЕКСТЕ ГЛОБАЛЬНОГО КРЕДИТНОГО КРИЗИСА

«Момент Мински» — так финансисты описывают кредитный кризис 2007—2009 гг. Часто в числе причин этого кризиса называют наличие «финансовой пирамиды». Впрочем, финансовая пирамида, или схема Понци, — это лишь один из множества тревожных симптомов нестабильности. В теориях кредитного дефицита и его причин наибольшие разногласия вызывает роль финансовых инноваций. В частности, речь идет о понятии *ликвидности* и его изменении в современной финансовой системе. Основываясь на трудах Х. Мински и критической политэкономии, мы в данной статье рассматриваем концептуальную дилемму отношений между финансовыми инновациями и ликвидностью в свете мирового кредитного кризиса.

### Теории кредитного краха

Бесспорно, волнения на финансовом рынке в 2007—2009 гг. были вызваны совокупностью факторов — исторических, геополитических, социальных и даже культурных. В настоящее время существует множество различных точек зрения по поводу причин возникновения кризиса. Все аргументы можно разделить на три группы. Во-первых, в рамках теорий структурных причин кризиса он понимается как следствие глобальных дисбалансов (сбережений, рынков и в целом экономики). Или же, в более узком смысле, — краха определенного этапа капитализма, названного капитализмом денежного управления, займового или потребительского капитализма англо-саксонского типа<sup>1</sup>.

Во-вторых, причины кризиса усматривают в промышленной, рыночной или политической практике. В контексте финансового рынка кредитный кризис — это кризис секьюритизации и ресекьюритизации. С точки зрения экономической политики кризис — это несостоятельность управления финансами, вызванная либо силами рынка, либо интенсивным лоббированием освобождения экономики от контроля законодательства. В качестве альтернативной точки зрения кредитный кризис также рассматривается как результат колоссального провала всей неолиберальной парадигмы управления экономикой, наиболее ярко прослеживающегося в англо-саксонских странах<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Wade R. The First World Debt Crisis of 2007—2010 in Global Perspective // Challenge. 2008. July—August. P. 23—54; Gamble A. The Spectre at the Feast: Capitalist Crisis and the Politics of Recession. L.: Palgrave, 2009.

<sup>2</sup> Soros G. The New Paradigm for Financial Markets. N. Y.: Public Affairs, 2008.

В-третьих, популярны «поведенческие» объяснения кризиса. При рассмотрении регулируемых экономик авторы таких исследований видят причину кризиса в нарушении структуры целей и стимулов в финансовой сфере. Выходя за рамки неоклассического анализа, приверженцы этих поведенческих концепций особое внимание уделяют «человеческому фактору», точнее, человеческим ошибкам. Подчеркивая влияние некомпетентности, жадности и обмана, поведенческие теории обнаруживают непрофессионализм руководства отдельных финансовых организаций, безответственных поставщиков, продавших покупателям заведомо рискованный товар, эксплуатацию финансового пространства мошенниками разного калибра, игнорирование многих предупреждений и предпосылок приближающегося кризиса и, в конце концов, недостаточную компетентность в сфере экономики не только государственных деятелей, но даже ученых, которые не предвидели или не понимали событий на финансовом рынке<sup>3</sup>.

Три группы теорий не исключают друг друга. Во всех кризис рассматривается как результат финансовой нестабильности и подчеркиваются непреодолимый соблазн успеха и жажда «легких денег» для актеров и зрителей большого финансового спектакля 2002—2007 гг. Все три группы теоретиков едины во мнении, что кризис был вызван финансовыми инновациями (существуют значительные расхождения в политических и идеологических интерпретациях данной проблемы). Но для всех трех направлений характерны фундаментальные различия при определении роли общих и системных факторов кризиса применительно к его специфическим характеристикам.

Историческая значимость кредитного кризиса заключается в том, что это первый крах капитализма, основанного на торговле риском<sup>4</sup>. Возможность локализации, переоценки и перераспределения рисков была основным двигателем секьюритизации, включая и ипотечный рынок. Ключ к такой возможности финансовых институтов перераспределять рискованные активы — в контроле над риском и способности формировать «ликвидность». Возникло ощущение, что была создана универсальная технология, в которую верили и стремились использовать во всех возможных секторах рынка<sup>5</sup>.

В более узком смысле сама суть финансовых инноваций и секьюритизации заключалась в превращении изначально неликвидных активов в ликвидные. Какое-то время этот рецепт чудесно работал: банки получали все больше прибыли, так как появилась возможность ликвидировать кредитные риски; клиенты были счастливы, так как получали деньги; кредитно-рейтинговые агентства, не испытывая особых подозрений, повышали ставки за принятие положительных решений; политики были довольны ростом рейтингов на фоне экономического подъема. Расширяющаяся сфера действия ликвидных активов, как и разговоры об избытке глобальной ликвидности в 2002—2007 гг.,

<sup>3</sup> Nesvetailova A. *Financial Alchemy in Crisis: The Great Liquidity Illusion*. L.: Pluto, 2010.

<sup>4</sup> Bernstein P. *Capital Ideas*. N. Y.: Wiley, 2005; Shiller R. *The Subprime Solution*. Princeton: Princeton University Press, 2008.

<sup>5</sup> Tett G. *Fool's Gold*. N. Y.: Free Press, 2009. P. 6.

усиливали уверенность в том, что финансовые инновации создают ликвидность и, следовательно, богатство.

Финансисты видели свою миссию в извлечении выгоды из создавшейся избыточной ликвидности за счет увеличения предложения. Успех усыплял бдительность, и многие предупреждения о приближающемся кризисе остались без внимания: все понимали, что река ликвидности может однажды пересохнуть, но видели только ее приток на рынок, не замечая оттока<sup>6</sup>. Последовавший кризис означал крах грандиозной иллюзии ликвидности<sup>7</sup>.

### **Ликвидность и кризис инвестиций**

В контексте финансовой глобализации понятие «ликвидность» чаще всего используется для анализа финансового рынка. Ликвидность определяет степень конвертируемости актива в деньги или вероятность совершения такого обмена в краткие сроки без снижения стоимости. В таком понимании ликвидность становится ценообразующим фактором: если актив имеет ценность, то для него существует рынок сбыта. Наличие рынка, в свою очередь, свидетельствует о ликвидности актива. Если актив обладает ликвидностью, рынок сбыта можно расширить, тем самым получив большую прибыль за счет увеличения предложения. Так как опыт финансовых инноваций отчасти подтвердил эту теорию, ликвидность стала рассматриваться как синоним уверенности в рыночной ситуации.

Среди множества принципиальных проблем такого толкования ликвидности в рамках финансового рынка выделим наиболее серьезную: не определено, ликвидность — «врожденное» качество актива или приобретено под воздействием внешних механизмов<sup>8</sup>. Ценообразование, маркетинг, перемещение активов в ценные бумаги свидетельствуют против врожденной ликвидности активов. Но все не так просто.

Противоречия в самой сути ликвидности и ее трактовок становятся более очевидными, если взглянуть на них с точки зрения другой финансовой катастрофы — Великой депрессии. Тогда предприняли первые попытки определить (и критиковать) ликвидность и ее роль в финансовом капитализме. Изначально ликвидность воспринималась как основа политэкономии, связывающая не только отдельные сделки на финансовом рынке, но и все процессы производства, потребления и накопления в капиталистическом обществе<sup>9</sup>. Ликвидность начали воспринимать в модальности будущего времени: хотя часто она определяет текущее состояние активов, в большинстве случаев, говоря о ликвидности, имеют в виду ее *перспективу*<sup>10</sup>. Именно в таком понимании ликвидность не только становится важнейшим связующим звеном между различными рыночными операциями, но и соотносит

<sup>6</sup> Неизвестный риск-менеджер, цит. по: The Economist. 2008. Aug. 9.

<sup>7</sup> Nesvetailova A. Op. cit.

<sup>8</sup> Berle A., Pederson V. Liquid Claims and National Wealth. N. Y.: Macmillan, 1934.

<sup>9</sup> Mueller F. Corporate Working Capital and Liquidity // The Journal of Business of the University of Chicago. 1953. Vol. 26, No 3. P. 157–172.

<sup>10</sup> Brown C. Liquidity and Instability. N. Y.: Columbia University Press, 1940. P. 7.

прошлое, настоящее и будущее экономики. Другими словами, ликвидность — это «лишь плод желания идти навстречу завтрашнему дню, удовлетворяя желания сегодняшние»<sup>11</sup>.

В разгаре недавнего экономического подъема сиюминутным стремлением было повышение ставок и получение прибыли за счет новых способов торговли ценными бумагами. Успех кредитной сферы действовал на более консервативных участников рынка умиротворяюще, а финансовые инновации и менее осторожные подходы к управлению рисками выглядели заманчивее. Ликвидность больше не воспринималась банками как подушка безопасности; она не была соотношением цен спроса и предложения актива. Ликвидность стала *привлекательностью актива*.

В годы экономического подъема эта привлекательность только возрастала, и ликвидность казалась бесконечной. Успех финансовых инноваций заставлял участников рынка чувствовать себя всемогущими, а возможность управлять будущим заставляла забыть уроки истории всемирных кризисов. Агрессивные финансовые компании, например Goldman Sachs, воспринимались как первопроходцы в новой сфере, а более консервативные банки, которые вели операции на условиях партнерства и сохраняли традиционные подходы к управлению рисками, например JP Morgan, считались старомодными, грузными и закрытыми<sup>12</sup>. Молодые участники рынка ценных бумаг и инженеры операций со вторичными ценными бумагами стали лицом финансовой сферы, а кредитных экспертов и аналитиков, задававших неприятные вопросы о рисках, заклеили как «динозавров» банковского дела<sup>13</sup>.

Мировой кредитный кризис оправдал метафору Голдсмита, согласно которой финансовый кризис — это детская болезнь капитализма, а не порок старости<sup>14</sup>. Крах финансовой сферы стал системным заболеванием современного капитализма, смелого и самоуверенного мира финансового регулирования рисков, то есть будущего, которым правят узкоспециализированные, но недалёковидные менеджеры, верившие (многие верят до сих пор), что они нашли «Священный Грааль» финансовой алхимии — возможность не только предсказывать, но и манипулировать будущим.

Проблема носит концептуальный характер. «Ликвидность» — сложное, многомерное понятие. Оно описывает качество — актива, рынка, организации или экономического сообщества. Ликвидность — это и количественный показатель, который чаще всего ассоциируется с денежным пулом или кредитом, доступными данной системе в конкретный момент времени. Ликвидность выражает вероятность совершения той или иной транзакции без ущерба для преобладающих тенденций рынка. Понятие ликвидности также включает *объем* рынка для определенного вида актива и *скорость*, с которой может быть совершена транзакция.

<sup>11</sup> Berle A., Pederson V. Op. cit. P. 49.

<sup>12</sup> Tett G. Op. cit.

<sup>13</sup> Partnoy F. F.I.A.S.C.O. Guns, Booze and Bloodlust: The Truth About High Finance. L.: Profile Books, 1997.

<sup>14</sup> «Financial crisis is a childhood disease of capitalism, not an affliction of an old age» (Goldsmith R. A Comment on Minsky's FIH // Financial Crises. History, Theory and Policy / Ch. Kindleberger, C.J.-P. Laffargue (eds.). Cambridge: Cambridge University Press, 1982).

Более того, ликвидность может означать все перечисленные факторы в комплексе и одновременно характеризовать несколько уровней экономической деятельности, например ликвидность отдельного банка, сегмента рынка, национальной экономики и, наконец, мировой финансовой системы в целом. Помимо этого, понятие рассматривается в диахронии: в периоды экономических подъемов и спадов. Или же, как подчеркивают многие экономисты, ликвидность продажи отличается от ликвидности покупки. Ликвидность, считавшаяся избыточной в докризисный период, отличается от ликвидности, исчезнувшей во время кризиса. Активы, которые легко продать, когда инвесторы уверены в их выгоды и характеристиках риска, часто становятся дорогими и низкокачественными, превращаются в неликвидные задолженности, когда уверенность и оптимизм испаряются. Ликвидность может исчезнуть в буквальном смысле мгновенно.

Именно это и произошло с триллионами долларов секьюритизированного долга и множеством сложных непрозрачных финансовых инструментов в 2007—2009 гг. На пике кредитного бума 2002—2007 гг. финансовые институты принимали на работу целые армии выпускников бизнес-школ, предлагая им должности с красивыми названиями и привлекательную зарплату. Банки имели возможность уверенно продавать большие объемы сложных финансовых инструментов клиентам по всему миру. Как выяснилось позднее, очень немногие покупатели взяли на себя труд выяснить природу этих инструментов. Их волновала лишь высокая *ликвидность* рынка соответствующих продуктов, благодаря которой они и, что еще важнее, их конкуренты, получали большие прибыли. Когда бум закончился, искусственные финансовые продукты показали свое истинное лицо, и их рыночная ликвидность исчезла. Вместе с ней исчезли и рынки сбыта: если в 2007 г. в США был секьюритизирован долг в размере 2,5 трлн долл., то в 2008 г. продажи покупателям частного сектора практически не осуществлялись<sup>15</sup>. Финансовые специалисты нового поколения оказались лишь высокомотивированными продавцами, считавшими своей задачей любой ценой убедить клиента приобрести секьюритизированный долг.

В центре этих и других загадок кредитного кризиса находится проблема ликвидности и ее метаморфозы в современной финансовой системе. Многие исследователи кризиса сходятся во мнении, что его причиной послужил отток ликвидности с рынка. Но существуют расхождения относительно самого понятия ликвидности в нынешних условиях, и с ростом числа теорий о причинах кризиса они становятся более очевидными.

Еще недавно все казалось значительно проще. В короткую эру кейнсианской экономической стабильности ликвидность имела общее значение качества актива и рассматривалась с денежных позиций. И хотя даже сегодня деньги, вероятно, — самое противоречивое понятие в экономической теории, большинство исследователей едины во мнении: ликвидность — это свойство *актива*. В данном контексте ликвидность определяется условиями рынка, но тесно связана с понятием денег: ликвидность — это возможность реализовать актив

---

<sup>15</sup> Tett G., Dugn A. van. Under Restraint // Financial Times. 2009. July 7.

и получить средства, доступные для быстрого использования или повторного инвестирования в денежной форме<sup>16</sup>.

Но со временем реальность финансовых рынков осложнила ситуацию. В 1971 г. послевоенная система фиксированных обменных курсов и финансового регулирования была демонтирована. В результате финансовых инноваций государство утратило монополию в сфере кредитования. Финансовый сектор из части экономики услуг, выступавшей посредником между кредиторами и инвесторами, превратился в отрасль операций по торговле рисками и ценными бумагами. В то же время понятие ликвидности претерпело ряд метаморфоз.

Прежде всего, трансформация ликвидности проходила одновременно с ростом свободных финансовых рынков. На протяжении столетий в эпоху металлических денег, затем в эру золотого стандарта и даже во времена фиксированных обменных курсов понятие ликвидности было тесно связано, во-первых, с государственными кредитными средствами, а во-вторых, с возможностями банковской сферы расширять кредитование. После заката Бреттон-Вудской системы ликвидность — в функциональном и концептуальном смысле — стала рассматриваться в контексте самих финансовых рынков. Ключевым фактором в этой тенденции стало возникновение во второй половине 1960-х годов нерегулируемого финансового пространства — Европейского экономического сообщества. Созданный коммерческими банками для ухода от государственного регулирования, европейский валютный рынок стал главным мировым центром формирования ликвидности и кредитного финансирования. Позднее его болезнью стало избыточное кредитование, что проявилось во время мирового кредитного кризиса 1980-х годов<sup>17</sup>.

Вторая «мутация» ликвидности связана с так называемой революцией секьюритизации. В теории секьюритизация — это технология обеспечения кредита за счет перенаправления финансовых потоков, полученных от различных активов со сходными характеристиками. Таким образом, создаются ценные бумаги (транши) с варьирующимся соотношением риска и доходности, привлекательные для инвесторов<sup>18</sup>. Этот механизм основан на идее экономической гибкости: секьюритизируя нереализованные продукты и выводя их на рынок, финансовые институты назначают их цену, расширяют собственность, а следовательно, усиливают экономику в целом за счет развития сети экономических операций. По этой причине в теории предполагается, что секьюритизация повышает ликвидность и экономическую стабильность.

Существует мнение, что секьюритизация имеет несколько плюсов для экономики. На волне успешного преодоления кризиса задолженностей 1980-х годов секьюритизация кредитов стала способом превратить низкокачественные сомнительные займы в ценные бумаги, которые затем поступали на финансовые рынки. Благодаря техническим и научным достижениям, а также за счет развития рынков вторич-

<sup>16</sup> *Hirschleifer J.* Liquidity, Uncertainty and the Accumulation of Assets // CORE Discussion Paper. 1986. No 6810. P. 43.

<sup>17</sup> *Guttman R.* Cybercash. The Coming Era of Electronic Money. L.: Palgrave Macmillan, 2003. P. 32.

<sup>18</sup> *Cifuentes A.* Insight: Securitisation Isn't the Villain // Financial Times. 2008. Nov. 10.



ных ценных бумаг, секьюритизация кредитов способствовала росту разнообразия и увеличению объема сделок на мировых финансовых рынках. Это, в свою очередь, создало иллюзию высокой ликвидности этих рынков и объема кредитного пула. Банки быстро стали основными игроками мирового финансового рынка, все больше полагаясь на технологии секьюритизации в управлении ценными бумагами. Но одновременно с этим теряло смысл понятие «ликвидности» в привязке к механизму мобилизации капиталов через кредитно-финансовую систему или к кредитному пулу, регулируемому государством.

Примечательно, что первые исследователи ликвидности, например Кейнс, подчеркивая ее изменчивый и многомерный характер, рассматривали ликвидность как двустороннее явление, включающее свойства активов и рынков, и понимали ее как денежное выражение ценности актива. Впоследствии авторы, изучавшие ликвидность как финансовую категорию, отказались от такого подхода, уделяя основное внимание связи ликвидности рынка и рисков<sup>19</sup>. Причины подобных изменений исследовательских подходов следует искать в событиях в сфере финансов после 1971 г. Приватизация финансовых и экономических рисков, а также денационализация денег стали причинами перехода процесса формирования ликвидности из государственного сектора экономики на свободные финансовые рынки<sup>20</sup>.

Сокращение государственного вмешательства и либерализация экономики только усилили эту тенденцию, превращая ликвидность в категорию и инструмент рынка и рыночных механизмов ценообразования. В результате в последние десятилетия исследователи финансовой и макроэкономической сфер рассматривают ликвидность не как свойство актива, а как показатель общего состояния и жизнеспособности финансового рынка. Словарь финансовых терминов в Интернете дает следующее толкование: «Ликвидность отражает высокий уровень торговой деятельности, позволяющий приобретать и продавать при минимальных колебаниях цены. Кроме того, это рынок, позволяющий совершать операции купли-продажи с относительной простотой»<sup>21</sup>.

Эта цепь мутаций, как научных, так и рыночных, привела к тому, что в большинстве современных прочтений *связь понятий «деньги» и «ликвидность» исчезла*. Мировая финансовая система основана на кредитовании и широком разнообразии экономических операций. С ускорением процесса дематериализации денег связь ликвидности с денежным выражением или деньгами повышенной эффективности может показаться нелогичной. В современном понимании ликвидность связана со сложным механизмом финансовых операций на рынке и подвержена влиянию различных рисков. В свою очередь, это привело к возникновению нескольких взаимосвязанных допущений, сформировавших взгляды в экономической теории и стратегии в преддверии мирового кредитного кризиса.

<sup>19</sup> Allen F., Gale D. Bubbles and Crises // Economic Journal. 2000. Vol. 110, No 460. P. 236–255.

<sup>20</sup> Holmstrong B., Tirole J. Private and Public Supply of Liquidity // Journal of Political Economy. 1998. Vol. 106, No 1. P. 1.

<sup>21</sup> Farlex Free Dictionary. [www.thefreedictionary.com](http://www.thefreedictionary.com).

Расширение мировой кредитной системы обусловило процесс *демонетизированной финансовализации*. Он включает две взаимосвязанные тенденции современного капитализма. Во-первых, углубление финансового сектора и рост влияния финансовых отношений на социально-политическое развитие (социологи называют это финансовализацией). Во-вторых, процесс секьюритизации, позволяющий финансовым институтам превращать неликвидные займы в конкурентоспособные ценные бумаги, получая при этом значительные прибыли. Для понимания природы и поведения ликвидности важен один из аспектов упомянутой тенденции: с расширением процесса финансовализации ликвидность утратила свойства общественного блага. Деньги несут в себе противоречие общественных и частных благ. Так и ликвидность быстро приобрела свойства частного инструмента финансовых рынков — ее создают частные игроки рынка с целью извлечь личную выгоду<sup>22</sup>. Таким образом, расширение кредитной системы и накопление материальных благ, или финансовализация, негативно повлияли на динамику эффективности, торговлю, рост реального сектора экономики, а главное, затормозили развитие сферы денег повышенной эффективности.

Традиционные теория и практика финансовой сферы поддерживали и направляли эти течения, заключив эти новые явления в парадигму *научнообразной* финансовой системы. В этом контексте посредничество между вкладчиками и заемщиками не относится к ключевым функциям финансовой системы в целом, эта роль отводится сектору коммерческих банков. Основная задача финансовой системы сегодня — управление и оптимизация рисков в три этапа. Первый — локализация и оценка рисков (создание ипотечного пула нескольких ипотечных заимодателей); второй — их группировка в определенные финансовые схемы (ипотечные транши, или структурированные финансовые продукты); третий — перераспределение рисков среди желающих их приобрести (например, за счет продажи третьим и четвертым лицам, часто организациям, специализирующимся на подобных продуктах, либо путем списания с баланса, что произошло со многими секьюритизированными продуктами повышенного риска)<sup>23</sup>.

Эта сложная цепь финансовых инноваций называется *наполнением рынка*. В условиях рынка субстандартных кредитов оптимизация рисков и создание рынков казались ключом к общественному благосостоянию.

«Рынок субстандартных кредитов предоставляет возможности для продажи и наполнения... Он позволяет получить кредиты на жилье тем, кто в других условиях остался бы бездомным. Посредством оценки рисков кредитных продуктов различного качества банки выдают кредиты клиентам, которые в иной ситуации их бы не получили. Вторичный ипотечный рынок позволяет получить кредит всем клиентам, отвечающим минимальным требованиям. Развитие рынка субстандартных кредитов повышает благосостояние клиентов за счет большего числа схем кредитования и гибкости»<sup>24</sup>.

<sup>22</sup> Guttman R. Cybercash. P. 23.

<sup>23</sup> Toporowski J. It's Not About Regulation... // DIIS Working Paper. 2009. No 2009:08.

<sup>24</sup> Chinloy P., MacDonald N. Subprime Lenders and Mortgage Market Completion // The Journal of Real Estate Finance and Economics. 2005. Vol. 30, No 2. P. 163–164.

По словам А. Гринспена, «процесс финансовых инноваций замедлится, когда мировые финансовые рынки заполнятся и все финансовые риски можно будет выгодно перераспределить среди желающих их приобрести»<sup>25</sup>. Распространено мнение, что финансовые инновации, полагаясь на научные подходы к управлению рисками и сложные математические модели для их оценки, создают новые возможности для оптимизации риска и заполняют рыночную систему. В теории секьюритизация преобразует неликвидные активы без определенной цены (кредиты на недвижимость и автомобили, студенческие ссуды, ипотечные кредиты) в пользующиеся спросом гибкие финансовые продукты, за счет чего происходит оптимизация рисков и повышение ликвидности финансовой системы в целом. Гринспен утверждает, что процесс выхода за пределы рынка субстандартных кредитов символизировал «новую парадигму управления кредитными операциями»<sup>26</sup>.

Структурный переход к банковской модели «создания и распределения»<sup>27</sup> происходил одновременно со значительным ростом хедж-фондов. Одновременно с этим шел процесс усложнения и специализации офшорных финансовых учреждений и технологий, расширялась так называемая теневая банковская сфера, распространялись новые методы регулирования рисков и торговли (стоимость под риском). Это обусловило расширение разнообразия и рост сложности самих финансовых продуктов.

Удивительно, что в потоке финансовых инноваций, определившем лицо мировой финансовой системы в последние два десятилетия, многие новые продукты управления рисками были настолько узкоспециализированными, что никогда не продавались на свободном рынке. Согласно Дж. Тетт, в 2006 и начале 2007 г. было создано долговых обязательств, обеспеченных активами, не менее чем на 450 млрд долл. Но вместо продажи, как предполагает принцип активного управления рисками, они были распределены среди внебалансовых банковских структур<sup>28</sup> (механизмы структурированных инвестиций) или же просто были оставлены на балансе банка<sup>29</sup>. Тетт доказывает, что финансовые инновации, которые должны были способствовать созданию более свободных рынков и оптимизации рисков, на самом деле привели к возникновению непрозрачного финансового мира с высокой концентрацией рисков, но еще важнее, что механизмы этих процессов не были ясны. Руководство Standard & Poor's признает, что в 2006 г.

<sup>25</sup> Greenspan A. Corporate Governance / Conference on Bank Structure and Competition 6 Chicago, Ill., 8 May 2003.

<sup>26</sup> Цит. по: Morris C. The Trillion Dollar Meltdown. N. Y.: Public Affairs, 2008. P. 61.

<sup>27</sup> В этой модели банк не является учреждением, которое только принимает вклады и выдает кредиты. Банк стал конкурентным финансистом, который стремится увеличить сборы и комиссионный доход от созданных активов, управлять этими активами через аффилированные организации (специализированные инвестиционные компании), через гарантию размещения ценных бумаг, обеспеченных этими активами, и их обслуживание.

<sup>28</sup> В широком понимании, это элементы «теневой банковской системы». Они включают специализированные инвестиционные структуры, созданные с определенной целью — секьюритизировать «официальные» банковские операции. Как правило, они зарегистрированы в офшорных зонах и не имеют гарантий центральных банков.

<sup>29</sup> Чаще всего эти инструменты не удавалось продать, и они оставались на счетах банка.

компьютерным программам требовалось несколько дней, чтобы оценить риски сложных секьюритизированных продуктов<sup>30</sup>.

Насколько важно сочетание этих тенденций для понимания причин мирового кредитного кризиса? Становится очевидным, что большинство существующих аналитических и политических моделей мировой финансовой системы основаны на одном допущении: понимании ликвидности как свойства рынка или организации, а не актива. На уровне финансовых институтов аксиома о способности финансовых инноваций сделать любой актив, а конкретнее — долг, ликвидным привела к тому, что в современном понимании ликвидность не отражает свойств актива самого по себе. Хотя в некоторых исследованиях проводится различие между рыночной и системной ликвидностью (или между ликвидностью спроса и кредитования в англо-саксонских экономиках), все равно речь идет о ликвидности рынка, отражающей объем рынка сбыта для реализации активов или страхования рисков, свойственных этим активам. На этом подходе основано большинство современных моделей финансового управления<sup>31</sup>. Здесь, в свою очередь, ликвидность отражает уверенность в рыночной ситуации, позволяющей совершать операции купли-продажи при стабильном уровне цен<sup>32</sup>.

Такое толкование ликвидности привело к возникновению цепи ошибочных допущений, послуживших фундаментом грандиозной иллюзии, которая, в свою очередь стала истинной причиной мирового кредитного кризиса. Первое заблуждение — вера в то, что способность финансовых посредников локализовать, оценить и продать новые финансовые продукты и есть главный фактор возникновения и распределения ликвидности на рынке. Второе заблуждение — восприятие объема рыночной торговли и оборота как синонимов ликвидности. Третье заблуждение — отождествление ликвидности многих отдельных рынков с ликвидностью (или финансовой жизнеспособностью) *всей* экономической системы. В основе этой цепи заблуждений лежит идея о том, что многочисленные формы финансовых инноваций повышают ликвидность экономической системы в целом.

Представляется, что это непонимание происходит из ложного толкования ликвидности, ошибочного (как с научной, так и с политической точек зрения) восприятия динамики отношений между частными финансовыми инновациями и ликвидностью всей финансовой системы. Ложное толкование ликвидности — причина иллюзии богатства и веры в способность финансовых рынков создавать деньги, истинных причин мирового кризиса.

### **Иллюзия ликвидности и мировой кредитный кризис**

«Стабильность всегда дестабилизирует» — утверждал Мински в своей теории финансовой нестабильности. Несмотря на очевидную

<sup>30</sup> Tett G. Lost Through Destructive Creation // Financial Times. 2009. March 1.

<sup>31</sup> Crockett A. Market Liquidity and Financial Stability // Financial Stability Review (Special Issue on Liquidity). P.: Banque de France, 2008. Feb. P. 13—17.

<sup>32</sup> Warsh K. Market Liquidity — Definitions and Implications / Remarks at the Institute of International Bankers Annual Washington Conference, Washington DC, 5 March 2007.

реабилитацию его имени, этот тезис вызывает наибольшие разногласия в спорах о причине кредитного кризиса. По мнению Мински, в «хорошие» времена люди становятся беспечными, излишне самоуверенными и оптимистичными, оценивая свое положение на рынке, а это приводит к большей зависимости от займов и недооценке рисков. Как сказал Ч. Принс из Citi в июле 2007 г., «если музыка замолчит — в плане ликвидности, — у нас будут проблемы, но пока музыка играет — ты должен танцевать». Большинство наблюдателей сходятся во мнении, что основной причиной мирового кредитного кризиса были широко распространенная недооценка или недопонимание рисков финансовыми агентами как следствие общего убеждения в стабильности, экономического процветания и оптимистических прогнозов, столь популярных в экономиках стран Северной Атлантики.

И действительно, многие исследователи кредитного кризиса признают, что его причиной была систематическая недооценка рисков и искусственное увеличение кредитного пузыря. Некоторые американские наблюдатели до сих пор считают, что причиной кризиса стал переизбыток ликвидности на развивающихся рынках. Экономисты, анализирующие кризис, признают роль ликвидности на первом этапе кризиса 2007 — 2008 гг., разграничивая при этом приток зарубежного капитала и фиктивный экономический рост в самой Северной Америке: «Создание новых ценных бумаг способствовало притоку инвестиций из-за рубежа... переходу к принципу „создания и распределения“... все это в конечном счете привело к упадку стандартов кредитования. Финансовые инновации, которые должны были стабилизировать рынок, переложив риски на самых надежных, привели к невероятному увеличению кредита и усилили рост цен на недвижимость»<sup>33</sup>.

Банк международных расчетов провел глубокий анализ последствий недооценки рисков ликвидности и пришел к выводу, что в этой ситуации ликвидность была лишь иллюзией: рынки занижали цену ликвидности, а финансисты недооценивали риски, связанные с ней. Другими словами, иллюзия ликвидности — это ложный оптимизм компании, управляющего фондом или правительства по отношению к безопасности и устойчивости их портфеля и/или рынка в целом. Как показал кредитный кризис, эта иллюзия может привести к вполне реальным и разрушительным последствиям — социальным, экономическим и политическим. В этом плане многие новые теории кризиса схожи с теорией Мински, так как в них почти всегда возникает «момент Мински», или кризис пирамиды Понци.

Но только незначительная часть теории Мински перекликается с общепринятыми толкованиями причин глобального финансового коллапса. Признавая риски, связанные с общей макроэкономической ситуацией и ожиданиями инвесторов, большинство аналитиков упускают из виду суть этой теории. Лишь немногие из них с сомнением относятся к самой идее о том, что частные посредники могут расширить сферу частной ликвидности, тем самым привнося нестабильность в финансовую систему.

<sup>33</sup> Brunnermeier M. Deciphering the 2007–2008 Liquidity and Credit Crunch // Journal of Economic Perspectives. 2009. Vol. 23, No 1. P. 78.

Мински считал, что паутина кредитозависимых финансовых инноваций имела двоякое воздействие на ликвидность системы. С одной стороны, введение инноваций увеличивает скорость денежного оборота. Но, как и предупреждал Мински, «любая инновация, дающая предпринимателям новые источники финансирования и создающая альтернативы наличности, уменьшает ликвидность экономики»<sup>34</sup>. Последняя волна секьюритизации была вызвана исключительно верой в то, что сложные схемы перераспределения займов, создание новых продуктов и рынков обеспечат бесконечный запас ликвидности. На самом деле она привела финансовую систему к неликвидному и уязвимому состоянию.

На уровне национальной системы финансов секьюритизация создала неимоверно сложную и запутанную иерархию кредитных инструментов, ликвидность которых была лишь предположением, но не гарантией. Самое поразительное, что некоторые игроки знали об этой угрозе. Незадолго до начала раздувания фондового пузыря один из крупных инвесторов предупредил свою компанию о некоторых рисках, связанных с ликвидностью. Хотя стратегия секьюритизации этой компании была основана на предположении, что облигации, обеспеченные пулом ипотек, будут более ликвидны, чем предмет их обеспечения — собственность, он предупредил, что это предположение слишком недальновидно и основано исключительно на оптимизме рынка. «В качестве инструкции по рыночной дисциплине мы используем одно высказывание: конечно, они [активы] ликвидны. До тех пор, пока не соберется их продать!»<sup>35</sup>.

Знаменательным результатом кредитного кризиса стало то, что многие финансовые организации включили ликвидность в список серьезных угроз для экономической стабильности. Однако большинство дискуссий о роли ликвидности в кризисе, проблемах оценки и учета рисков свелись к тезису, что падение ликвидности было результатом общего краха рынка, а не системной тенденцией. Ни один исследователь не провел параллели между излишками частных финансовых инноваций и уменьшением ликвидности, хотя доказательств предостаточно. К примеру, в октябре 2008 г. Банк Англии зарегистрировал истощение ликвидных активов по отношению к сумме активов британского банковского сектора.

Происходившая в тот момент паника показала, что в более благоприятные времена некоторые банки стремились снизить издержки по ликвидным активам, заменяя традиционные ликвидные активы (ценные государственные облигации) на структурированные кредитные продукты. Это было эпизодом затянувшегося упадка банковских ликвидных активов, который позже повторился и в других странах<sup>36</sup>.

В связи с этим остается открытым вопрос о кредитном кризисе. Если участники кредитного бума сами признают, что основы их инновационных методов были шаткими и вся традиция *политэкономики* говорит об опасностях финансовой эйфории и инноваций, то как

<sup>34</sup> Minsky H. Can 'It' Happen Again? N.Y.: M.E. Sharpe, 1984. P. 173.

<sup>35</sup> Kochen N. Securitization from the Investor View: Meeting Investor Needs with Products and Price // A Primer on Securitization / L. Randall, M. Fishman (eds.). L.; Cambridge, MA: MIT Press, 2000. P. 112.

<sup>36</sup> Financial Stability Report / Bank of England. 2008. October. P. 39—40.

иллюзия ликвидности и достатка могла просуществовать так долго и позволила таким людям, как Гринспен, объявить о приходе «новой эры» в управлении кредитными рисками? Отчасти ответ на этот вопрос можно найти в парадигме саморегулирующихся финансовых систем и соответствующей трактовке феномена ликвидности.

### **Ликвидность и парадигма саморегулирующихся финансовых систем**

В узком понимании глобальный обвал рынка был сосредоточен вокруг ипотечной индустрии США. В более широком международном понимании это был кризис секьюритизации. В связи с этим важно понимать, что секьюритизация сама по себе стала функциональной формой саморегулирующейся и эффективной финансовой системы и в последние десятилетия задавала тон в управлении и регулировании финансовой сферы.

Ликвидность в рамках данной парадигмы — это сущность всякой рыночной сделки и основа функционирования любой финансовой системы. Некоторые исследователи считали ликвидность синонимом понятия «капитализм». «Ликвидность — это стремление к богатству, право и обоснования чьих-либо претензий на него»<sup>37</sup>. В эпоху финансового капитализма с его сложными торговыми операциями и продуктами, с тем, что любая *возможность* может быть оценена, секьюритизирована и передана другим игрокам на рынке, ликвидность финансовых рынков может предполагаться, но далеко не всегда гарантируется. Основными причинами этого были идеология совершенного рынка и теория финансовых инноваций. Как и в любой другой сфере, инновации в мире финансов появляются как результат стремления получать большую прибыль в меньшие сроки и соответственно тяги ко все большей ликвидности. При этом «большая ликвидность» так и осталась довольно размытым понятием. С одной стороны, все финансовые инновации долгое время рассматривались как шаг к увеличению ликвидности: привлекая больше разнообразных активов на рынок, оценивая и затем передавая их тем, кто может себе это позволить, финансовые инженеры и трейдеры увеличивают масштаб финансовых рынков, тем самым увеличивая оборот и, проще говоря, ликвидность.

С другой стороны, такие критики ортодоксальной теории финансов, как Мински, ставили под сомнение значимость взаимосвязи новых финансовых продуктов с ликвидностью экономики в целом. Процесс разработки, оценки и внедрения новых кредитных инструментов, рынков и организаций был вызван стремлением к большей ликвидности на мировых финансовых рынках. В то же время новые финансовые инструменты всего лишь усиливают иллюзию ликвидности, находясь при этом в зависимости от ликвидности основных фондов. К примеру, секьюритизация — последнее слово в финансовой инженерии — одновременно увеличивает ликвидность и полагается на

---

<sup>37</sup> Berle A., Pederson V. Liquid Claims and National Wealth. P. 20.

нее. Она «увеличивает ликвидность базисных займов, трансформируя их в оборотоспособные ценные бумаги. С другой стороны, финансирование большого количества участников рынка, необходимое для процесса секьюритизации, всецело зависит от стабильной ликвидности»<sup>38</sup>.

Секьюритизация имеет ряд спорных воздействий на само понятие ликвидности. Теоретически секьюритизация — это «способ создания ценных бумаг с помощью управления финансовыми потоками, основанными на различных структурированных активах с определенными общими качествами. Таким образом, можно создать пакет ценных бумаг (транш) с разными уровнями оценки риска, которые подойдут требованиям разных инвесторов»<sup>39</sup>. Сторонники этого приема утверждают, что задача секьюритизации — предоставить альтернативный вид финансирования для компаний с предсказуемыми доходами, а также помочь кредитным учреждениям в более эффективном расчете кредитных рисков, что позволит им выдавать больше кредитов. Они полагают, что секьюритизация увеличивает ликвидность рынков в целом, благодаря созданию ценных бумаг из неликвидных активов.

Эта идея далеко не нова. Исторически, как и в других важных финансовых сегментах (к примеру, международный евродолларовый рынок создан едва ли не по случайности, а стал общепризнанным), секьюритизация была реакцией банковского сектора на второе Базельское соглашение о финансовом регулировании. Базельские требования сделали невыгодным учитывать на балансе гарантированные и ликвидные активы<sup>40</sup>. Банки отреагировали: сняли эти активы с баланса и впоследствии продали их. Проще говоря, секьюритизация означала *перемещение рискованных, но прибыльных активов в нерегулируемый сегмент финансовой системы*.

Эта тенденция привела к разрушительным последствиям для всей системы. Как и предсказывал Мински, в нерегулируемой финансовой экономике возможность удлинять цепь займов приводит к прогрессивному росту неликвидности всей системы<sup>41</sup>.

По словам В. Чик, опыт первого Базельского соглашения ярко демонстрирует закон непредвиденных последствий. Установленные правила должны были укрепить балансы банков, благодаря оценке активов на основании степени риска (поощряя удержание гарантированных активов и сброс рискованных активов с баланса). Секьюритизация, предпринятая банками в результате Базельского соглашения и имевшая целью увеличение ликвидности, стала причиной коренных изменений в работе банковской системы<sup>42</sup>.

Все это, в свою очередь, привело к глобальным изменениям в мировой финансовой системе. В основе этого процесса лежала

<sup>38</sup> Financial Stability Review (Special Issue on Liquidity). P. 11.

<sup>39</sup> Cifuentes A. Op. cit.

<sup>40</sup> Wigan D. Financialisation and Derivatives: Constructing an Artifice of Indifference // Competition and Change. 2009. Vol. 3, No 2.

<sup>41</sup> Nesvetailova A. Fragile Finance. Debt, Speculation and Crisis in the Age of Global Credit. L.: Palgrave Macmillan, 2007.

<sup>42</sup> Chick V. Could the Crisis at Northern Rock Have Been Predicted? An Evolutionary Approach // Contributions to Political Economy. 2008. Vol. 28, No 1.



трансформация банковской системы США<sup>43</sup>. Как было отмечено ранее, секьюритизация отражает процесс моделирования, оценки и торговли рисками между банками и финансовыми учреждениями со времени либеральных реформ 1980-х годов в США и других странах. Эти реформы привели к появлению новой модели банковских услуг — «создания и распределения». Важно отметить, что с точки зрения финансовой нестабильности банкиры теперь не заинтересованы в тщательной оценке кредита, поскольку процент и основная сумма будут выплачиваться не банку, а конечному покупателю обеспеченных активов. Банки и хедж-фонды потеряли осторожность, поскольку они из владельцев превратились в посредников<sup>44</sup> и тем самым стали распространять риск по всей финансовой системе.

Принятие этой модели торговли рисками стало причиной невероятного роста комиссионных сборов и прибыли от банковских операций, связанных с фондовым рынком. Стремление быть предусмотрительным кредитором сменилось всепоглощающим стремлением к большим комиссионным сборам, премиям и прибылям. В последние годы кредиторы перестали обращать внимание на риски и думали только о премиях. В соответствии с одной оценкой, доходы десяти ведущих инвестиционных банков от торговли деривативами и операций на фондовом рынке выросли с 55 млрд долл. в 2004 г. до 90 млрд в 2006 г. В связи с этими изменениями прибыль от торговых операций не только выросла, но и стала основным источником доходов инвестиционных банков: более 90% в Южной и Северной Америке, более 80% в Европе, на Ближнем Востоке и в Африке, чуть более 40% в Азиатско-Тихоокеанском регионе.

Стремление к созданию новых рынков для своих продуктов подтолкнуло финансовые учреждения (как официальные, легальный банковский сектор, так и «теневую» банковскую систему) к созданию финансовых инноваций беспрецедентного масштаба. Как следствие, возникла иллюзия, но не гарантия, избытка ликвидности в ипотечном секторе финансовых рынков. С политической точки зрения эта тенденция рассматривалась как более совершенная финансовая система и основа экономической стабильности. В частности, в 2006 г. Банк Англии утверждал, что хотя модель «создания и распределения» не изменяет размер кредитного риска финансового сектора по сравнению с другими секторами, но теоретически может усилить стабильность системы, при условии, что риски будут принадлежать тем, у кого наибольший «запас прочности»<sup>45</sup>.

Сегодня, в свете глобального кризиса, представляется крайне наивным и недалеким проводить прямую связь между секьюритизацией и стабильностью системы. Однако на пике кредитного бума все не было настолько очевидно. Идея, точнее, иллюзия ликвидности скрыла многие принципиальные и политические ошибки. Как отметил П. Лэнгли, во всех политических дебатах во время нарастающего кредитного бума доминировало мнение, что рынки эффективны и ликвидны.

<sup>43</sup> Kregel J. The Natural Instability of Financial Markets // Levy Institute Working Paper. 2007. No 523.

<sup>44</sup> Wade R. The First World Debt Crisis of 2007–2010 in Global Perspective. P. 32–33.

<sup>45</sup> Financial Stability Report / Bank of England. 2006. July.

Инвесторы, полагаясь на это мнение, принимали ликвидность рынка как неоспоримый факт, не зависящий от их поведения. Поскольку ипотечная индустрия была примером успешности в эпоху ликвидных финансов, ничто не предвещало, что рынки «ликвидных» активов могут рухнуть<sup>46</sup>.

В связи с тем, какая роль отводилась ликвидности в нормативной системе, отдельный пункт второго Базельского соглашения сыграл решающую роль в процессе, приведшем к глобальному кризису. Второе Базельское соглашение основано на предположении о постоянной ликвидности функционирующего финансового рынка. В результате соглашение создало систему нормативных принципов, которые позволяли отдельным финансовым учреждениям самостоятельно управлять своими портфелями рисков. В частности, основные параметры международного финансового управления основывались на нормативных разработках для частного сектора: когда выявились недостатки первого Базельского соглашения, решение было найдено среди частных инструментов управления рисками<sup>47</sup>. При предположении априорной ликвидности рынка отпадала необходимость системного предоставления гарантий этой ликвидности. Основной заботой руководителей тогда была эффективность рынка и отдельных банков. Финансовая инженерия дала банкам возможность самостоятельно оптимизировать управление рисками, а финансовые инновации и конкуренция сделали рынок ликвидным.

Доминирующая финансовая теория поддерживала эту тенденцию, утверждая, что таким образом увеличивается ликвидность рынка и финансовая устойчивость экономики. Политики пожинали плоды этого процесса, отчасти наживаясь на вкладах финансовой индустрии в экономику, отчасти на популяризации новой демократичной финансовой системы и повышении уровня жизни. Но, как и любая фикция, иллюзия ликвидности привела к плачевным результатам.

Кредитный кризис, вызванный шокирующим недопониманием финансовых инноваций и масштабной недооценкой рисков, стал ярким примером грандиозного провала современной экономической теории и политики. Ортодоксальная экономическая теория, становясь все более абстрактной, оторванной от реальности, утратив системное видение финансов и экономики, не смогла и не захотела увидеть угрозы инновационных, но сомнительных финансовых приемов, продуктов и стоящей за ними идеологии. Больше всего беспокоит тот факт, что этот кризис не заставил экономистов признать свою роль в возникновении и нежелании/неспособности его предотвратить. Наука, истоки которой восходят к исследованиям этических и моральных проблем, настолько замкнулась в себе, что не смогла предупредить крупнейший за последние 75 лет финансовый и экономический кризис.

*Перевод с английского Е. Красневской*

<sup>46</sup> Langley P. The Performance of Liquidity in the Subprime Mortgage Crisis // New Political Economy. 2010. Vol. 15, No 1. P. 71–98.

<sup>47</sup> Wigan D. Credit Risk Transfer and Crunches: Global Finance Victorious or Vanquished? // New Political Economy. 2010. Vol. 15, No 1.

Я. ПАППЭ,  
доктор экономических наук,  
главный научный сотрудник ИНП РАН,

Н. АНТОНЕНКО,  
аспирантка ИНП РАН,  
аналитик Фонда «Центр экономических исследований  
и распространения экономической информации  
„Открытая экономика“»

## О НОВЫХ КОНФИГУРАЦИЯХ СОБСТВЕННИКОВ В РОССИЙСКОМ КРУПНОМ БИЗНЕСЕ

Во второй половине 2000-х годов во взаимоотношениях крупнейших российских компаний и их ключевых собственников — физических лиц возникла новая тенденция: на смену модели единоличного владения пришла модель альянса совладельцев. Личные империи, живущие по принципу «только контрольный пакет имеет значение», трансформируются в компании с несколькими влиятельными акционерами, и, зеркально, появляются влиятельные частные инвестфонды, владеющие значимыми, но не обязательно контрольными пакетами акций больших компаний.

Новая картина противоречит тенденциям, которые доминировали в развитии российского крупного бизнеса в предыдущие годы. Но, похоже, это не случайная флуктуация, а довольно устойчивый феномен, отражающий глубокие и долгосрочные сдвиги. Хотя указанный процесс возник во время быстрого экономического подъема, он продолжился в кризисный и посткризисный периоды.

### Формулировка гипотезы

Большую часть своей новейшей истории российский крупный бизнес развивался преимущественно в рамках модели «одна фирма — один хозяин». Основной образ фирмы со временем менялся: сначала это было отдельное предприятие, затем — многосекторная интегрированная бизнес-группа и, наконец, компания. Фигура хозяина-предпринимателя также могла выглядеть по-разному: или физическое лицо, или сплоченная команда. Но сам принцип оставался неизменным.

В данной статье мы будем называть *сплоченной командой* группу из нескольких человек, отвечающих двум условиям: *они занимаются совместным бизнесом много лет; активы, которыми владеет каждый из них в отдельности, не сопоставимы по стоимости с находящимися в совместной собственности.* В современной России команды обычно состоят из двух—шести человек. Вероятно, наиболее известная сегодня сплоченная команда — совладельцы консорциума «Альфа Групп». Другой пример: дуэт акционеров и руководителей НК «ЛУКОЙл» — В. Алекперов и Л. Федун. Последний сепаратно владеет ИФД «Капитал» и ФК «Спартак». Это солидные активы, но, очевидно, они не сопоставимы с его долей в «ЛУКОЙле» (чуть менее 10%). Можно назвать и команды, к настоящему времени по разным причинам исчезнувшие: акционеры ЮКОСа — М. Ходорковский, Л. Невзлин и П. Лебедев, команда «ЛогоВАЗа» — Б. Березовский, Б. Патаркацишвили и Н. Глушков.

В 1990-е годы ситуация, когда у одной фирмы было два или больше хозяев (акционеров с крупными пакетами), могла возникнуть в результате либо приватизации, либо не до конца реализованной попытки недружественного поглощения. Затем в подавляющем большинстве случаев следовал открытый конфликт между совладельцами. Напомним популярную в то время формулировку: «49% равно 0». Бесконфликтный консорциум «Альфа—Access—Ренова», приватизировавший ТНК и управлявший ею, выглядел тогда экзотикой.

Тенденция к вытеснению совладельцев и установлению жестких границ между персональными империями сохранялась и в первой половине 2000-х годов. Единственное отличие от 1990-х: конфликты протекали в более цивилизованной форме и чаще всего разрешались в соответствии с экономической рациональностью: актив обычно доставался совладельцу, которому он был больше нужен с производственной точки зрения (конечно, при условии, что совладельцы сопоставимы по влиятельности). Заметим, что в 2000—2001 гг. появился некий сигнал об изменении ситуации: О. Дерипаска и Р. Абрамович на паритетных началах создали компании «Русский алюминий» (2000 г.) и «Руспромавто»<sup>1</sup> (2001 г.). Однако сигнал оказался ложным: к 2004 г. первый партнер выкупил доли у второго.

Принципиально новый этап начался в 2006 г. На смену модели единоличного владения субъектами крупного бизнеса (основной формой которого к тому времени стала компания) постепенно пришла модель *альянса совладельцев*. Переход этот состоит в том, что растет число ведущих компаний, где несколько крупных акционеров стремятся активно участвовать в управлении. Зеркально, все больше крупных предпринимателей становятся совладельцами нескольких компаний, в том числе и тех, в создании которых они не участвовали. Отношения между ними могут быть нейтральными или конфликтными (или ситуативно и теми, и другими), но игра на вылет уже не идет. Более того, во второй половине 2000-х годов были даже примеры длительного сосуществования в одной компании двух конфликтующих акционеров, один

<sup>1</sup> Ныне — «Группа ГАЗ».

из которых владеет контрольным, а другой — блокирующим пакетом (или оба — блокирующим), что раньше было совершенно немыслимо.

Другими словами, в российской бизнес-элите происходит фундаментальный сдвиг от предпринимателей-одиночек, зорко охраняющих границы своих владений, к сложным конфигурациям (переплетениям) предпринимателей-партнеров. Мы будем называть *партнерами предпринимателей, одновременно владеющих, прямо или опосредованно, крупными пакетами акций значимой для них компании или нескольких компаний, независимо от того, какие отношения сложились между этими предпринимателями* (пояснение понятий «прямое и опосредованное владение» см. ниже в замечании 1).

Существующие конфигурации в основном возникли до осени 2008 г. То есть они результат развития российского крупного бизнеса в период высокой конъюнктуры, а не его кризисного переформатирования. Однако в посткризисный период (с середины 2009 г.) происходит их достаточно активная достройка.

Таким образом, можно утверждать, что в 2000-е годы в российском крупном бизнесе наблюдались два качественных сдвига. В первой половине десятилетия произошла смена основного субъекта<sup>2</sup>, а во второй — смена модели владения с единоличной на альянсную.

Сложившаяся конфигурация собственников в российском крупном бизнесе возникла вследствие серии независимых сделок, разных по содержанию, масштабам и значимости для участников. По содержанию можно выделить классические поглощения, расширение компании за счет средств новых акционеров, появление новых акционеров в старом бизнесе, выкуп акций у старых собственников в рамках объединительных проектов.

По нашим наблюдениям, многие ключевые для данного процесса сделки имели целью закрепить неформальные дружественные отношения между их участниками. Именно такие сделки, как представляется, сыграли основную роль в формировании «северо-западной сети» (см. ниже). Но в ряде компаний ситуация прямо противоположная: новый крупный акционер приходил в компанию помимо и против воли старого и даже с намерением его вытеснить. Можно привести также пример (правда, единственный), когда мотивом подобных сделок была минимизация взаимодействия бывших членов сплоченной команды. Речь идет, конечно, о покупках и продажах, последовавших за «разводом» М. Прохорова и В. Потанина.

### **Эмпирическое подтверждение: выявление и анализ сетей и связей в суперэлите российского частного бизнеса**

Мы понимаем, что в динамичном мире российского крупного бизнеса любая картинка, построенная на конкретную дату, может

<sup>2</sup> Вместо интегрированной бизнес-группы им стала компания. Подробнее см.: *Пантэ Я. Ш., Галушина Я. С.* Российский крупный бизнес в 2000—2005 гг.: основные направления трансформации и развития // Проблемы прогнозирования. 2006. № 3; *Они же.* Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993—2008 гг. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2009.

достаточно быстро потерять актуальность. Продолжается затяжной конфликт в ГМК «Норильский никель», в результате которого любая сторона может выйти из данного бизнеса. Далеко не очевидно, чем завершится проект С. Керимова по консолидации калийной промышленности. По-прежнему принципиально различаются представления российских акционеров «МегаФона» о путях дальнейшего развития компании. Наконец, каждый представитель суперэлиты может сделать новые покупки и приобрести новых партнеров. Поэтому не исключено, что к моменту публикации статьи изменятся и состав выделенных сетей, и партнерские связи между их участниками.

Тем не менее полагаем, что данный раздел имеет не только сиюминутный смысл. Во-первых, вместе с результатом мы представляем технику его получения, которую можно использовать для перестройки предложенной картины на любую дату, а также применить к иному представляющему интерес материалу. Во-вторых, выявленная нами картина сложилась в течение ряда лет, и тенденции, сформировавшие ее, обладают определенной инерцией. Поэтому вероятно, что общие черты сохранятся на кратко-, а может быть, и среднесрочную перспективу.

В качестве суперэлиты российского частного бизнеса мы будем рассматривать первые 25 человек из «золотой сотни» Forbes по данным за 2009 г.<sup>3</sup>, а также членов их сплоченных команд и партнеров<sup>4</sup>, если они присутствуют в этом списке. В целом это 46 человек, в том числе 31 самостоятельный предприниматель и пять сплоченных команд.

*Список 1. Состав суперэлиты российского частного бизнеса.*

1. О. Дерипаска. 2. В. Потанин. 3. В. Вексельберг. 4. М. Прохоров. 5. А. Усманов. 6. В. Анисимов. 7. А. Скоч. 8. А. Абрамов, А. Фролов. 9. Р. Абрамович. 10. Г. Козовой, А. Вагин. 11. М. Фридман, Г. Хан, А. Кузьмичев, П. Авен, Г. Фетисов, А. Косогов. 12. А. Мамут. 13. А. Несис. 14. Ф. Гальчев. 15. Д. Рыболовлев. 16. С. Керимов. 17. В. Кантор. 18. А. Скуров. 19. В. Мельниченко. 20. А. Щукин. 21. В. Бухтояров. 22. Л. Михельсон. 23. Г. Тимченко. 24. Ю. Ковальчук. 25. А. Мордашов. 26. В. Богданов. 27. А. Мельниченко. 28. С. Попов. 29. В. Евтушенков. 30. М. Гучериев. 31. В. Алекперов, Л. Федун. 32. В. Лисин. 33. В. Рашников. 34. И. Зюзин. 35. И. Махмудов, А. Козицын, А. Бокарев. 36. Б. Иванишвили.

Далее вместо полного состава сплоченных команд мы будем указывать их представителя, стоящего на первом месте в списке. В большинстве случаев они бесспорные лидеры команд и во всех случаях — наиболее известные их представители. Также для удобства мы в дальнейшем будем опускать инициалы представителей суперэлиты, упомянутых в данном списке, если это не приводит к разночтениям.

Представленная таким образом суперэлиты естественно делится на четыре части. *Первая: изолированные предприниматели* (физические лица или сплоченные команды), не имеющие ни одного партнера по бизнесу из числа суперэлиты. Это Алекперов («ЛУКойл»), Лисин (НМЛК), Рашников (ММК), Зюзин («Мечел»), Махмудов (УГМК, «Кузбасразрезуголь», «Трансмашхолдинг»), Иванишвили. Первые четверо сделали серьезную карьеру еще в советской промышленности, причем в тех отраслях, где работают и сейчас. Эти люди непосредственно управляют компаниями, крупнейшими акционерами которых являются, и во

<sup>3</sup> Forbes. 2010. № 5.

<sup>4</sup> Командные и партнерские связи отражены по состоянию на 1 апреля 2011 г.

многим определили их нынешний вид. Они никогда не меняли основную сферу деятельности, не продавали свои ключевые активы и серьезно не диверсифицировали бизнес. Лишь Махмудов начал карьеру в качестве советского «внешнего торговца», а в 2000-е годы стал контролирующим акционером ряда очень крупных компаний из не связанных между собой отраслей. Появление Иванишвили в «золотой сотне» Forbes представляется нам странным. Мы не ставим под сомнение ни его состояние, ни гражданство. Но, во-первых, нам не известен ни один крупный российский актив, ключевым собственником которого является Иванишвили; во-вторых, он постоянно проживает в Грузии или во Франции.

*Вторая:* еще четыре человека образуют две *парные связи*. Одна возникла в результате «полураспада» длительно существовавшей сплоченной команды. Попов и А. Мельниченко около десяти лет работали совместно, создали интегрированную бизнес-группу, основными составляющими которой были МДМ-Банк, Минерально-химическая компания «Еврохим» и «Сибирская угольно-энергетическая компания» (СУЭК). Однако в 2007 г. партнеры начали «развод», в результате первому достался «Еврохим», второму — МДМ-Банк, а СУЭК разделили пополам. Совсем другая история у связи Евтушенков—Гуцериев. Она возникла совсем недавно в результате выкупа первым участником доли в главном бизнесе второго — «РуссНефти».

При анализе партнерских связей между остальными 26 участниками (23 самостоятельных предпринимателя и 3 сплоченные команды, всего 33 человека) можно заметить, что они распадаются на две конфигурации, графически очень напоминающие «сети»: «северо-западную» и «большую». Оговоримся, что слово «сеть» мы будем использовать именно как визуальный образ, не предполагая, что между ее участниками, не являющимися партнерами, обязательно имеются какие-либо содержательные отношения.

*Третья: «северо-западная сеть»* (см. рис. 1) включает пять самостоятельных предпринимателей и достаточно проста по структуре и логике формирования. В центре находятся акционеры банка «Россия» Ковальчук и Тимченко, которые стали сотрудничать еще в начале 1990-х годов. В сеть также входят партнер Тимченко по газовому бизнесу Михельсон и Мордашов и Богданов, участвующие в качестве младших партнеров в проектах Ковальчука. Основу «северо-западной сети» составляют следующие компании (в скобках указаны акционеры): Банк «Россия» (Ковальчук, Тимченко, Богданов, Мордашов); «Новатэк» (Михельсон, Тимченко); «Национальная Медиа Группа» (Ковальчук, Мордашов, Богданов); «Видео Интернэшнл» (Ковальчук, Мордашов, Богданов).

Отличительная особенность данной сети: компания, входящая в ее основу, служит главным бизнесом лишь для одного ее участника — Ковальчука. Речь идет о банке «Россия». Для Богданова и Мордашова их сепаратные бизнесы (соответственно «Сургутнефтегаз» и «Северсталь») на порядок больше и важнее, чем общие с другими участниками, а для Тимченко и Михельсона (соответственно Gunvor и «Сибур») — как минимум сопоставимые. Возможно, поэтому между ее участниками не было никаких конфликтов.

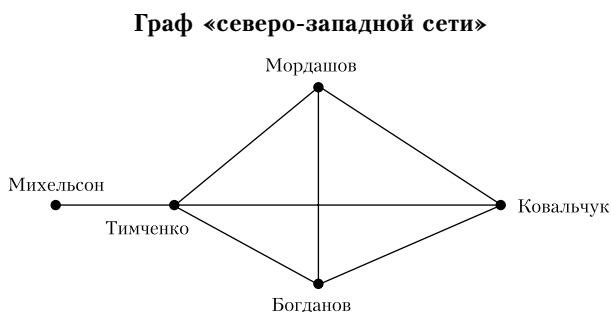


Рис. 1

Можно высказать две гипотезы о причинах появления «северо-западной сети»: либо это результат добровольных соглашений, имеющих давнюю предысторию, либо эти соглашения заключались по рекомендациям, которые нельзя было игнорировать (но одновременно они не вызывали никакого протеста). С формальной точки зрения, данная сеть, во-первых, имеет простую структуру; во-вторых, она хрупкая. Если Тимченко перестанет быть партнером Ковальчука по банку «Россия», то она немедленно распадется на две части.

*Четвертая: «большая сеть».* В ней 21 участник — 18 самостоятельных предпринимателей и три сплоченные команды (см. список 2), всего 28 человек, то есть немногим больше половины общей численности суперэлиты. Основу сети составляют 13 компаний, из которых шесть представляют металлургию, три — ТЭК и по одной — производство минеральных удобрений, мобильную связь, ритейл и банковский сектор (см. список 3).

*Список 2. Состав «большой сети».*

1. В. Потанин. 2. О. Дерипаска. 3. В. Вексельберг. 4. М. Прохоров. 5. А. Усманов. 6. В. Анисимов. 7. А. Скоч. 8. А. Абрамов, А. Фролов. 9. Р. Абрамович. 10. Г. Козовой, А. Вагин. 11. М. Фридман, Г. Хан, А. Кузьмичев, П. Авен, Г. Фетисов, А. Косогов. 12. А. Мамут. 13. С. Керимов. 14. Д. Рыболовлев. 15. А. Несис. 16. Ф. Гальчев. 17. В. Кантор. 18. А. Скуров. 19. В. Бухтояров. 20. В. Мельниченко. 21. А. Щукин.

*Список 3. Компании, составляющие основу «большой сети»<sup>5</sup>.*

1. ТНК-ВР (Фридман, Вексельберг). 2. Угольная компания «Распадская» (Абрамов, Абрамович, Козовой). 3. «Сибуглемет» (Скуров, В. Мельниченко, Щукин, Бухтояров). 4. «Евраз Груп» (Абрамов, Абрамович). 5. «Металлоинвест» (Усманов, Анисимов, Скоч). 6. ОК «Российский алюминий» (Дерипаска, Вексельберг, Прохоров). 7. ГМК «Норильский никель» (Дерипаска, Прохоров, Потанин, Усманов). 8. «Полюс Золото» (Прохоров, Керимов, Рыболовлев). 10. «Полиметалл» (Несис, Мамут). 11. «Уралкалий—Сильвинит»<sup>6</sup> (Керимов, Гальчев, Несис, Кантор, Скуров, Рыболовлев). 12. «МегаФон» (Фридман, Усманов). 13. «Евросеть» (Фридман, Мамут). 14. Банк МФК (Прохоров, Вексельберг, Керимов, Абрамов).

На рисунке 2 «большая сеть» представлена в виде графа, вершинами которого выступают ее участники, соединенные дугами, если они партнеры.

<sup>5</sup> Мы не пытались включить в данный список все компании, которыми владеют участники «большой сети». Указаны лишь, на наш взгляд, наиболее крупные и важные.

<sup>6</sup> Мы предполагаем, что начавшаяся в конце 2010 г. сделка по слиянию этих компаний завершится благополучно в соответствии с заявленными планами их акционеров.



### Граф «большой сети»

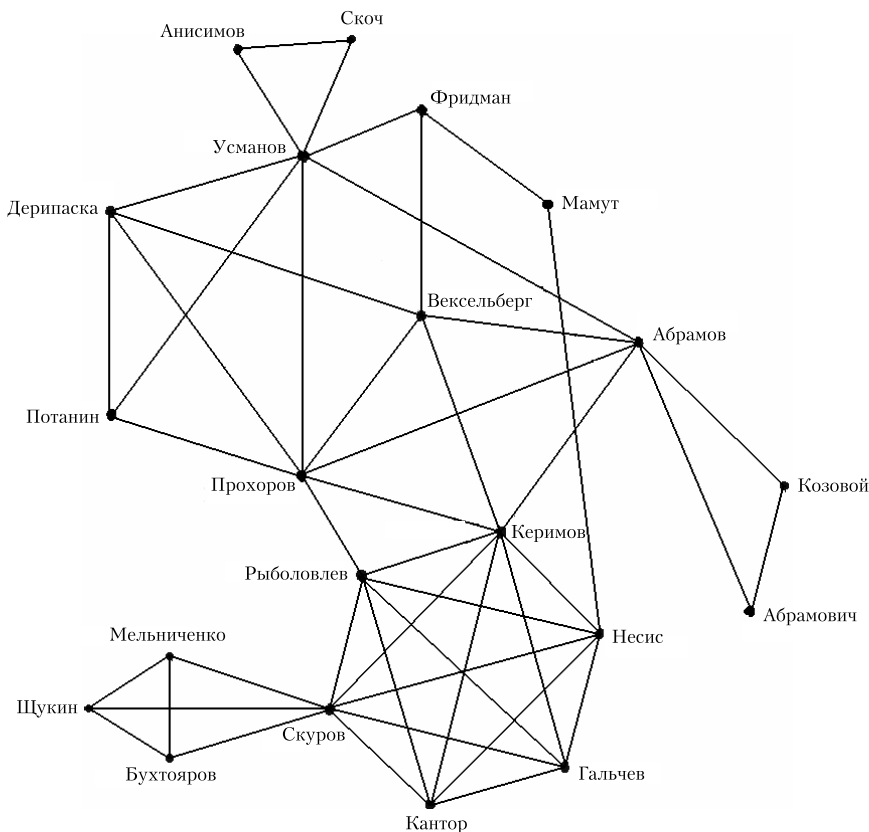


Рис. 2

История «большой сети» началась еще в 1997 г. Тогда «Альфа Групп» Фридмана и «Ренова» Вексельберга стали основными участниками консорциума, созданного для приватизации «Тюменской нефтяной компании» (ТНК). И по сей день он владеет половиной акций компании, существенно выросшей и сменившей название на ТНК-ВР. Мы специально напоминаем о данном событии, поскольку это был первый и за долгое время единственный пример, когда ведущие отечественные бизнесмены, исходно не связанные между собой, совместно приобрели актив, существенно превосходящий все, чем они владели порознь. Следующие по времени «альянсы равных» среди ведущих российских предпринимателей относятся уже к середине 2000-х годов (покупка Абрамовичем половины доли Абрамова и Фролова в «Евраз Груп», слияние «Русала» и «СУАЛа», вхождение Усманова в капитал «МегаФона»).

В 2007–2008 гг. происходил «развод» Прохорова и Потанина, который привел к изменениям в составе акционеров ГМК «Норильский никель» и ОК «Российский алюминий». Именно после этих событий можно говорить о появлении «большой сети» в ее докризисном варианте. Она была почти наполовину меньше нынешней, включала 11 участников, в том числе десять индивидуальных предпринимателей и одну сплоченную команду.

Посткризисный этап формирования «большой сети» связан с деятельностью Прохорова и особенно Керимова. Заметим, что последний к середине 2008 г. продал свои основные активы в России. Возвращение в отечественный бизнес он начал уже весной 2009 г., выкупив у Потанина его долю в компании «Полюс Золото», тем самым включившись в сеть. Летом 2010 г. Керимов стал организатором и основным действующим лицом консорциумов, выкупивших контрольные пакеты «Уралкалия» и «Сильвинита» у Рыболовлева и Кондрашева. В результате к сети добавилось семь новых участников. После продажи Прохоровым 20% созданного им банка МФК в сеть вошли не только новый акционер Абрамов, но и его партнеры Абрамович и Козовой.

### Анализ «большой сети»

Отметим, что компании, составляющие основу «большой сети», представляют главным образом первичный сектор (10 из 13), а в нем — металлургию (6). Вопреки ожиданиям роль ТЭКа незначительна. Он представлен одной нефтяной и двумя угольными компаниями, но даже если бы их не было, это не повлияло бы серьезно на состав сети. Из нее выпали бы лишь три участника, находящиеся на периферии, — совладельцы «Сибуглемета» (Мельниченко, Щукин и Бухтояров) и «Распадской» (команда Козовой—Вагин). Напомним, что и в обеих описанных выше парных связках, и в «северо-западной сети» ситуация принципиально иная: их основу образуют уголь, нефть и газ.

Заметим также, что доли в компаниях основы «большой сети» составляют подавляющую часть собственности большинства ее участников в России. У 12 из 21 участника, насколько нам известно, вообще нет существенных сепаратных активов. Такие активы есть у Абрамова, Керимова и Несиса (но они не сопоставимы по стоимости и доходности с долями в компаниях, составляющих основу «большой сети»), Анисимова, Дерипаски и Фридмана (сопоставимые, но все же, по нашим оценкам, меньшие). Лишь у Вексельберга, Гальчева и Кантора большая часть активов не связана с сетью.

Представление «большой сети» в виде графа (см. рис. 2) позволяет сделать ряд содержательных и формальных выводов.

1. Сеть не зависит или почти не зависит от своей истории. Если участник, благодаря действиям которого возник некоторый кусок сети, по какой-либо причине выпадает из нее, то этот кусок, как правило, сохраняется. Например, связка Абрамов—Абрамович—Козовой стала участницей сети, поскольку Абрамов вошел в капитал банка МФК. Банк этот, как известно, является личным проектом Прохорова. Однако если последний уйдет из банка, ничего не изменится, поскольку он пригласил в число акционеров других участников сети — Вексельберга и Керимова. Аналогично, если Керимов вдруг откажется от участия в калийном бизнесе, то в сети останутся все его партнеры по «Уралкалию—Сильвиниту».

2. Сеть достаточно прочна. Рассмотрим наиболее известные реальные конфликты между участниками сети: вокруг «МегаФона»

и «Норникеля». В первом случае ни один из возможных вариантов развития событий не приведет к уходу из сети Фридмана или Усманова. Во втором — сеть может уменьшиться, если Потанин продаст свой пакет, что маловероятно, и лишь на него одного.

С чисто формальных позиций удаление одного участника сети только в трех случаях (Усманов, Абрамов, Скуров) приведет к уходу других (соответственно два, два и три участника). Удаление двух участников (любой пары из трех перечисленных выше) соответственно приводит к уходу четырех или пяти других. Лишь с удалением трех — Керимова, Рыболовлева и Мамута — можно разорвать сеть почти пополам. Обособленными друг от друга окажутся части сети, возникшие в разные периоды. Одну, состоящую из 11 участников, можно назвать «старой», она была создана еще до кризиса 2008—2009 гг.; другая, включающая семь участников, стала результатом посткризисной деятельности по объединению калийной промышленности. Отметим, что обе части по отдельности остаются высокосвязными, и даже меньшая из них крупнее «северо-западной сети».

3. Можно проанализировать прочность сети на разрыв и другим способом: выясняя, что произойдет с ней при исключении не людей, а компаний из ее основы. Лишь исключение шести компаний по отдельности приводит к выпадению участников из сети. Самой «сетеобразующей» компанией оказывается, как ни странно, «Уралкалий—Сильвинит» — 6 участников. Далее идут: банк МФК и «Сибуглемет» — 3, «Металлоинвест» — 2, «Норильский никель» и «Распадская» — 1. С другой стороны, исключение двух компаний — «Уралкалий—Сильвинит» и банка МФК — приведет к выпадению девяти участников, то есть сеть уменьшится почти наполовину. А при исчезновении уже трех она может разорваться на три части. Например, при исчезновении банка МФК, «Полюс Золота» и «Полиметалла» остаются две большие части (по 8 и 9 участников) и одна маленькая (3).

4. Если посмотреть на рисунок 2 в целом, то в сети можно увидеть некое «плотное ядро», в которое входит более половины участников (12), и периферию (9). Этот вывод подтверждается, если посчитать количество партнеров (своего рода «валентность») участника внутри сети (см. табл.). В «плотное ядро» входят участники с валентностью 8—4, а к периферии относятся с валентностью 3 и 2. Некоторое удивление может вызвать периферийное положение Фридмана и Абрамовича. Может быть, это чисто формальный момент, но возможно, примененная нами весьма простая технология анализа зафиксировала постепенную переориентацию их бизнеса с российского уровня на международный.

5. Схожая картина наблюдается, если нарисовать граф, вершинами которого будут компании из основы сети, связанные дугами, если у них есть общие акционеры (см. рис. 3). Тогда она становится еще более дифференцированной: явно выделяются ядро, полупериферия и периферия. В ядро входят пять компаний: ОК «Российский алюминий», ГМК «Норильский никель», «Полюс Золото», ТНК-ВР и банк МФК. Столько же компаний относится к полупериферии: «Металлоинвест», «Полиметалл», «Уралкалий—Сильвинит», «МегаФон», «Евросет». На периферии оказались: «Евраз Груп», Угольная компания «Распадская»,

**Валентность участников «большой сети»**

С. Керимов	8
А. Усманов	8
А. Скуров	8
М. Прохоров	7
Д. Рыболовлев	6
А. Несис	6
А. Абрамов	6
В. Вексельберг	5
Ф. Гальчев	5
В. Кантор	5
В. Потанин	4
О. Дерипаска	4
В. Мельниченко	3
В. Бухтояров	3
А. Щукин	3
М. Фридман	3
Р. Абрамович	2
В. Анисимов	2
А. Скоч	2
А. Мамут	2
Г. Козовой	2

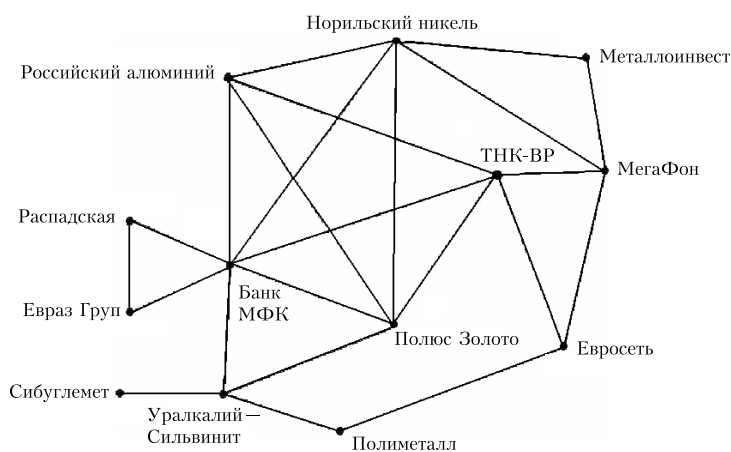
**Компании, составляющие основу «большой сети»**

Рис. 3

«Сибуглемет». Причем рисунки 2 и 3 корреспондируют друг с другом: компании, попавшие в состав ядра на последнем графе, имеют владельцев, которые вошли в ядро «большой сети»; компании из периферии в основном контролируют ее периферийные участники.

*Замечание 1. О понятии «партнер»*

Выше мы определили, что будем называть предпринимателей — физических лиц партнерами, если они прямо или опосредованно владеют

крупными пакетами акций значимой для них компании (или нескольких компаний). Хорошо известно, что в современной России физические лица чаще всего владеют крупными пакетами акций через некоторые юридические лица или их цепочки. Как правило, они представляют собой некоторые специально созданные для этой цели «прокладки»; реже это структуры, которые можно назвать персональными (или семейными) инвестиционными фондами. Но в любом случае у этих юридических лиц специального назначения нет иных целей, кроме обслуживания создавшего их конечного собственника, фигура и права которого не вызывают сомнений. Поэтому здесь можно говорить о *прямом владении*.

Но возможен и принципиально другой случай. Ведущая реальный крупный бизнес компания *X* владеет крупным пакетом компании *Y*, а у самой компании *X* есть ключевые акционеры, имеющие определенные интересы и планы в отношении компании *Y* и стремящиеся непосредственно воздействовать на ее политику. Причем речь идет о стратегических, а не спекулятивных интересах. Тогда будем называть указанных акционеров компании *X* *опосредованными владельцами* компании *Y*.

В качестве примера рассмотрим ситуацию с ГМК «Норильский никель». В соответствии с нашим определением у нее один прямой владелец — Потанин. Его персональный инвестфонд «Интеррос» владеет 25% акций компании. Кроме того, примерно такой же пакет у ОК «Российский алюминий» («Русал»), а еще 5% — у работающего в черной металлургии «Металлоинвеста». Бизнес «Норникеля» никак не связан с алюминием, сталью или железной рудой, более того, трудно представить какие-либо синергетические эффекты при взаимодействии с этими отраслями. На наш взгляд, очевидно, в 2007 г. «Русал» покупал блокирующий пакет акций «Норникеля» не с целью получить дивиденды или повысить собственную капитализацию (об IPO уже было заявлено, но лишь в неопределенной перспективе). Цель была не у компании, а у ее собственника — Дерипаски и продавца пакета — Прохорова (ставшего в результате вторым по значимости акционером «Русала»)<sup>7</sup>. Она состояла в том, чтобы попытаться перехватить контроль над «Норникелем». Аналогично, «Металлоинвест» покупал акции «Норникеля» исключительно в интересах своего создателя и владельца 50% акций — Усманова, в рамках развиваемых им в 2007–2008 гг. планов создания горно-металлургической суперкорпорации под эгидой государства. Рискнем предположить, что указанные планы он не оставил. Исходя из этих соображений, мы считаем Дерипаску, Прохорова и Усманова опосредованными владельцами ГМК «Норильский никель».

Есть примеры опосредованного владения, возникающего в рамках другой логики. Покупку металлургической группой «Евраз» 50% акций угольной компании «Распадская», а «ВымпелКомом» — такой же доли в «Евросети» можно объяснить желанием продолжить технологические цепочки. Однако соответствующие решения (в обоих случаях имевшие серьезную политическую составляющую), очевидно, принимал не наемный менеджмент, а контролирующие акционеры компаний-покупателей — соответственно Абрамов и Фридман.

Мы считаем, что использовать понятие опосредованного владельца в современной России не только корректно, но и необходимо для понимания реальных отношений и процессов в крупном бизнесе. Вероятно,

---

<sup>7</sup> С осени 2008 г. в деловых СМИ и экспертном сообществе получила широкое распространение версия об особой проницательности Прохорова, в результате продажи своей доли в «Норникеле» ушедшего в кэш в ожидании кризиса. По-видимому, это не вполне соответствует действительности. Во-первых, основную часть сделки составлял все-таки обмен акциями. Во-вторых, причитающиеся ему «живые деньги» Прохоров в 2008 г. получить не успел, а потом получил лишь частично (согласившись на дополнительный пакет акций «Русала»).

с теми или иными модификациями оно применимо к ситуации и в некоторых других странах, но не в Западной Европе и Северной Америке с их двухвековой традицией разделения собственности и управления. Там было бы странно приписывать активы любой публичной компании ее акционерам. (Старый принцип «вассал моего вассала — не мой вассал» действует на Западе и в XXI в.)

Впрочем, если в рамках суперэлиты российского бизнеса рассматривать связи, возникающие только на базе прямого владения, то нарисованная выше картина радикально не изменится. Так, из «большой сети» выпадут всего три участника (Потанин, Козовой, Кантор) и три компании из ее основы («Норникель», «Распадская» и «Евросеть»). Получившаяся картина связей между оставшимися представлена на рисунках 4 и 5.

**Граф «большой сети» в варианте прямого владения**

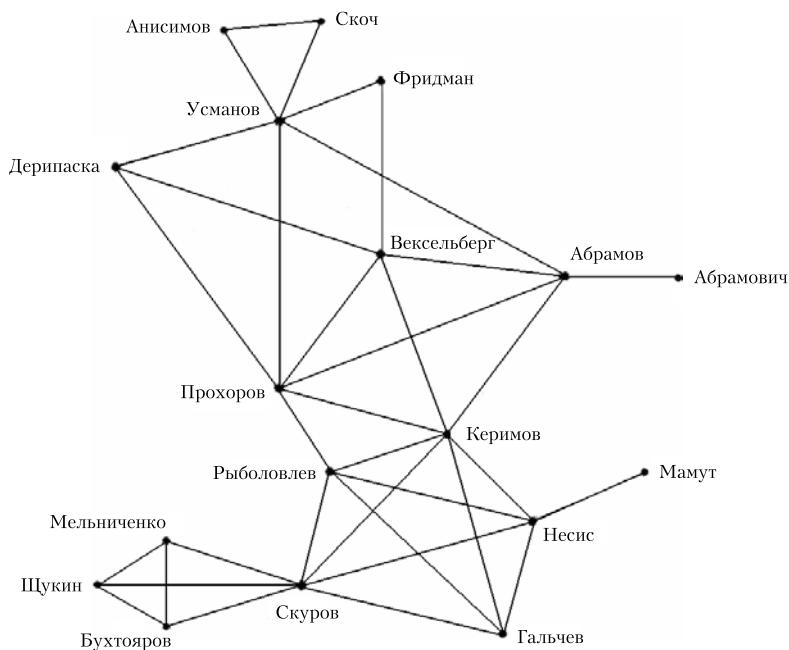


Рис. 4

**Компании, составляющие основу «большой сети» в варианте прямого владения**

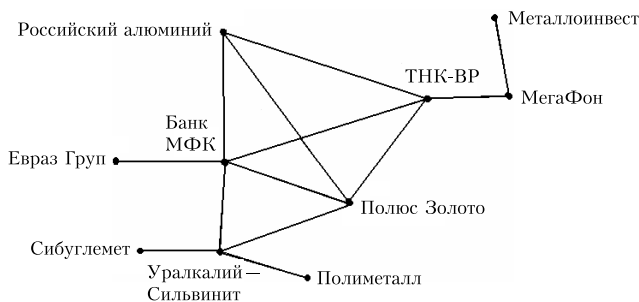


Рис. 5

## *Замечание 2. Об устойчивости используемой методики*

К моменту окончания работы над статьей появился очередной рейтинг 500 миллиардеров журнала «Финанс», построенный по данным за 2010 г.<sup>8</sup> Мы решили проверить, насколько изменится выявленная нами картина, если ориентироваться на него, а не на прошлогоднюю «золотую сотню» Forbes.

Ряды суперэлиты в нашем определении (первые 25 плюс их партнеры из первой сотни) покинули Иванишвили, Ковальчук и Богданов. Иванишвили занимает 27-е место и не имеет никаких партнеров среди первых 25. Ковальчука «Финанс» поместил на 107-ю позицию, следовательно, он не попадает в число рассматриваемых фигур. Богданов по абсолютно непонятным для нас причинам вообще отсутствует в списке 500.

Место Иванишвили среди первых 25, по данным «Финанс», занял С. Галицкий, владелец сети продуктовых магазинов «Магнит». В ряды суперэлиты вошел также С. Гучериев (89-е место по «Финанс») — младший брат и член сплоченной команды М. Гучериева. Таким образом, и по численности, и по составу суперэлиты мало изменилась.

Количество изолированных предпринимателей осталось прежним: Иванишвили заменил Галицкий. Существенно преобразовалась «северо-западная сеть», став фактически тройной связкой Мордашов—Тимченко—Михельсон. «Большую сеть» покинул В. Мельниченко (107-е место по «Финанс»), что не привело к каким-либо изменениям в ее структуре.

На наш взгляд, это достаточно жесткий тест на устойчивость нашей методики, поскольку мы заменили не только источник, но и год, по данным которого составлялись рейтинги, — кризисный 2009 на посткризисный 2010. Общая картина изменилась незначительно, что позволяет считать используемую методику адекватной.

Недавно появилась и «золотая сотня» Forbes по данным за 2010 г. По сравнению с 2009 г. суперэлиты изменилась на одного человека: в нее вошел все тот же «изолированный» Галицкий. Ни к каким изменениям связей и сетей это, естественно, не привело.

## **Заключительные соображения и выводы**

Вероятно, описанный переход от модели единоличного владения к модели альянса совладельцев был обусловлен рядом причин. Укажем две наиболее очевидные и, на наш взгляд, самые важные. Во-первых, ведущие российские компании в процессе своего роста (и организационного, и за счет слияний и поглощений) стали слишком дорогими для одного, даже очень богатого хозяина. Во-вторых, иначе стало работать естественное правило «не класть все яйца в одну корзину», другими словами, стремление к диверсификации активов. В течение длительного времени ее можно было обеспечить лишь одним способом — контролируя различные бизнесы, имеющие разную динамику прибыли и неодинаковые риски. Однако с выходом акций отечественных компаний на международные биржи ситуация изменилась:

---

<sup>8</sup> Финанс. 2011. № 5.

приносящим доход и ликвидным активом стали не только компании в целом, но и пакеты их акций.

Модель альянса совладельцев не получила широкого распространения в странах англосаксонской традиции и континентальной Европы. Там магистральный путь трансформации крупного бизнеса, созданного предпринимателем-одиночкой или сплоченной командой, иной: переход от индивидуальной компании к современной публичной, в которой обычно никто не владеет значимым пакетом акций (кроме, может быть, основателя)<sup>9</sup>. Это происходит в результате IPO и дополнительных эмиссий акций на биржу. Основными покупателями становятся институциональные инвесторы. Если же созданная компания остается индивидуальной или семейной, то новые собственники приходят в нее преимущественно через браки и наследование.

Модель альянса совладельцев в Западной Европе, насколько нам известно, оказалась естественной для сектора *luxury* (предметов роскоши). Здесь холдинги, созданные индивидуальными предпринимателями, нередко оставляют значимые пакеты в своих дочерних компаниях их основателям или потомкам, если данные фигуры выступают важной частью бренда. Вне сферы *luxury* такая модель известна нам в Турции и странах Латинской Америки, где существуют крупные бизнесы (компании или интегрированные бизнес-группы), принадлежащие двум или более семьям, не состоящим в родстве. Насколько она распространена, мы судить не беремся.

Для российского крупного бизнеса модель альянса собственников в долгосрочной перспективе вряд ли будет доминирующей. Более того, большинство фирм, в которых она утвердилось, когда-нибудь либо станут действительно публичными, либо будут проданы профильным иностранным компаниям. К этому будут толкать и развитие фондового рынка, и неизбежная смена поколений отечественных предпринимателей. Однако, во-первых, этот процесс не будет слишком быстрым. Во-вторых, определяя будущее своих компаний, часть нынешних «единоличников» могут предпочесть поиск партнеров немедленной сдаче на милость бирже. В-третьих, многие новые крупные компании в отраслях, где выручка пока не сопоставима с ТЭКом, металлургией и ритейлом, также не минуют «партнерский» этап своего развития.

Если модель альянса совладельцев в российском крупном бизнесе окажется стабильной в среднесрочном периоде, то это вызовет ряд последствий.

*Последствия для компаний:*

— как правило, при наличии нескольких влиятельных мажоритариев компания лучше защищена от давления со стороны государственных органов, чем при одном хозяине. Для ведомства или отдельного чиновника гораздо рискованнее вступить в конфликт сразу с несколькими крупными предпринимателями;

— ни один мажоритарий (если их несколько) не может гарантированно рассчитывать, во-первых, на решающую роль в управлении;

---

<sup>9</sup> Исходя из такого понимания, далеко не каждая фирма, имеющая даже большой *free float* (акции, находящиеся в свободном обращении), — это современная публичная компания.



во-вторых, на любой иной источник доходов от компании, помимо роста курсовой стоимости акций. Это приводит к резкому повышению значимости хорошего корпоративного управления (*good corporate governance*), превращающегося из фиктивно-демонстративного в жизненно необходимое. В частности, речь идет о росте авторитета и самостоятельности наемного исполнительного менеджмента.

*Последствия для акционеров:*

— появляется дополнительная защита инвестиций, поскольку владелец пакетов акций разнотипных компаний застрахован от отраслевых рисков (именно с этой целью создавались интегрированные бизнес-группы в 1990-е годы, но в них риски хеджировались за счет различной динамики прибыли, а не стоимости акций, как сейчас);

— растут совокупные возможности собственников отстаивать интересы компании, поскольку коллективное лоббирование, как правило, более эффективно, чем индивидуальное;

— существенно облегчается передача активов при выходе из бизнеса по возрасту или другим естественным причинам. Неконтрольные пакеты акций компаний, управляемых относительно независимо от хозяев, проще передать непосредственно наследникам, учрежденным в их пользу трастам или благотворительным организациям, чем сами «заводы, газеты и пароходы», тем более если у этих компаний имеется *free float* (в большинстве случаев так и есть).

*Последствия для государства:*

— снижаются возможности и повышаются издержки оппортунизма государственных ведомств по отношению к компаниям, поскольку число потенциальных оппонентов таких действий растет;

— при остром конфликте с собственниками компании у высших органов власти появляется возможность игнорировать их, «работая» непосредственно с наемным исполнительным менеджментом<sup>10</sup>. В крайнем случае компанию можно национализировать без очевидных немедленных потерь для текущей эффективности управления;

— снижается острота проблемы, связанной с уходом из бизнеса первого поколения предпринимателей-грюндеров.

---

<sup>10</sup> В какой-то мере это уже произошло с ГМК «Норильский никель». В наиболее острый момент конфликта между его акционерами на должность генерального директора по инициативе государства был выдвинут В. Стржалковский, который до этого был правительственным чиновником, а еще ранее — санкт-петербургским предпринимателем. Конечно, свой пост он занял благодаря поддержке одного из акционеров — Потанина и в конфликте выступает скорее на стороне последнего, но его ставленником ни в коей мере не является.

И. ГУРКОВ,  
доктор экономических наук,  
ординарный профессор НИУ ВШЭ,

Е. АВРААМОВА,  
доктор экономических наук, профессор,  
замдиректора ИСЭПН РАН

## РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ В ПОИСКАХ ВЫХОДА НА ТРАЕКТОРИЮ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ\*

### Преодоление кризиса: возможные альтернативы стратегических действий

В начале 2009 г., анализируя последствия финансового кризиса, можно было констатировать массовое перепозиционирование российских компаний на основных рынках — капитала, товаров, рабочей силы. Одновременно сформировались альтернативные траектории преодоления кризиса<sup>1</sup>. Ход наших рассуждений был следующим.

1. Увеличение цены ресурсов (материальных и финансовых) неизбежно приводило к росту удельных издержек. В свою очередь, это вело либо к снижению рентабельности бизнеса (при попытке поддержать стабильные цены), либо, при переносе издержек в цены, к сокращению спроса на производимые товары и объема продаж. В результате возрастали удельные издержки. Так раскручивалась «спираль инфляционной депрессии».

2. В складывавшихся условиях фирмы могли выбирать между тремя траекториями развития: «лидерство по издержкам»; «оптимистичный конформизм»; «посткризисная модернизация».

«*Лидерство по издержкам*». Основным условием решения данной задачи выступает *перемещение фирмы в зону относительно более низких удельных издержек* (путем оптимизации загрузки мощностей, пересмотра структуры поставок и круга поставщиков, временной экономии на техническом обслуживании, сокращения чрезмерных административных и представительских расходов, избавления от избыточного персонала). В свою очередь, при более низком уровне издержек появляется возможность поддерживать относительно невысокие цены (или, по крайней мере, сохранять их на прежнем уровне), в том числе предоставляя скидки, кредиты, отсрочки платежей, выполняя специфические требования потребителей по формам и срокам поставок товаров, что способствует восстановлению уровня продаж.

«*Оптимистичный конформизм*». В этом случае руководство фирмы исходит из складывающихся условий хозяйствования, стре-

---

\* Работа выполнена при поддержке гранта Научного фонда НИУ ВШЭ № 10-01-0040 и гранта факультета менеджмента НИУ ВШЭ.

<sup>1</sup> Гурков И. Б. Кризис стратегии и стратегия кризиса — поведение российских компаний накануне и в ходе экономической рецессии // ЭКО. 2009. № 2. С. 2—34.

мится следовать общим тенденциям развития рынка и отрасли, быть в средней зоне позиционирования по основным параметрам (цена, качество, удельные издержки). Фирмы вырабатывают свою политику и принимают важные решения с постоянной оглядкой на конкурентов, стараясь «не продешевить» в отпускных ценах и «не переборщить» с мерами, приводящими к росту удельных издержек. Они надеются, что тяжелые времена рано или поздно закончатся, и сэкономленные силы и средства можно будет использовать более эффективно и продуктивно в улучшившихся общеэкономических условиях.

«Посткризисная модернизация». Она связана с пониманием кризиса как уникальной возможности для *повышения качества* на фоне возможного ослабления конкурентов, прежде всего фирм, ориентированных на экономию издержек. Конечно, заметно повысить качество можно, только улучшив компетенции фирмы (системы, ноу-хау и связи). К сожалению, это обычно сопровождается ростом удельных издержек. Остается лишь надеяться (но нельзя точно рассчитать), что по мере развития компетенций фирме удастся выйти на новый уровень эффективности использования технологий и обеспечить оптимальную загрузку мощностей, что переломит тренд роста удельных издержек.

3. Таким образом, факты сознательной или вынужденной реализации посткризисных траекторий развития можно четко классифицировать по оценке руководством фирмы уровня удельных издержек (низкие, средние, высокие).

### **Информационная база исследования альтернатив стратегических действий**

Чтобы оценить показатели конкурентного позиционирования фирм — динамику издержек, цен и качества, объем инвестиций и интенсивность инновационных действий (освоение новых типов продуктов, выход на новые рынки и т. д.) — в российской промышленности, в сентябре—ноябре 2010 г. мы опросили генеральных директоров 100 промышленных предприятий в шести регионах России. Опрос проводился по детализированной анкете, содержащей 235 вопросов. Они касались оценки последствий кризиса на уровне отрасли и собственно компании, подробного описания предпринятых в 2009—2010 гг. инновационных действий, уровня и источников инвестиций, направлений использования кредитных ресурсов, характеристик маркетинговой, организационной и кадровой политики фирмы.

Результаты опроса позволили получить не только четкую картину общего положения на предприятиях и динамики отдельных параметров их деятельности, но и определить с достаточной достоверностью уровни всех искомых индикаторов (конкурентного позиционирования, инвестиций, инновационных процессов). Абсолютное большинство руководителей возглавляли предприятия с численностью занятых от 100 до 1200 человек. Ни одно из них не входило в списки «стратегических предприятий», а также не находилось в собственности зарубежных корпораций. Кроме того, мы сознательно отбирали фирмы, не относящиеся к отраслям топливно-энергетического комплекса, поскольку их развитие имеет существенные особенности. Собранный материал мы анализировали следующим образом: прежде всего выявляли текущее состояние предприятий по мнению их руководителей; затем определяли типичные конкурентные позиции российских фирм; наконец, сравнивали фирмы с различными конкурентными позициями по уровню инвестиций и конфигурации инновационной деятельности.

### Глубина кризиса и скорость восстановления — основные взаимосвязи параметров деятельности фирмы

Сначала мы выяснили, как руководители фирм оценивают глубину пережитого их отраслями спада и текущее состояние рынков. В целом, по мнению руководителей, спад затронул почти 90% отраслей, при этом  $\frac{2}{3}$  генеральных директоров охарактеризовали его как «умеренный» либо «глубокий». Оценка ситуации во второй половине 2010 г. была сдержанно оптимистичной: продолжение спада отметили 18% руководителей, слабый либо умеренный рост — почти 80%.

Несмотря на относительный короткий период спада, посткризисное восстановление оказалось весьма неравномерным (см. табл. 1).

Т а б л и ц а 1

#### Распределение компаний по динамике ключевых показателей деятельности (в % от всех опрошенных фирм)

Динамика (первая половина 2010 г. по сравнению с первой половиной 2008 г.)	Параметр деятельности				
	объем продаж в денежном выражении	объем заказов в денежном выражении	уровень загрузки мощностей	уровень цен	уровень издержек
Снижение более чем на 30%	14	11	9	1	3
Снижение на 10—30%	18	20	17	10	12
Умеренные изменения (+/– 10%)	43	47	48	52	43
Увеличение на 10—30%	17	17	17	38	38
Увеличение более чем на 30%	7	4	6	3	4

Как можно видеть, лишь динамика загрузки мощностей соответствует нормальному распределению, остальные параметры демонстрируют значимые отклонения от него. Особенно заметны сдвиги в ценах и удельных издержках: они существенно повысились у 40% компаний. Это связано с удорожанием импортных материалов и комплектующих в конце 2008 г. (из-за девальвации рубля на 25%) и ростом тарифов на услуги естественных монополий в 2009—2010 гг.

Отклонение от нормального распределения, но уже в другую сторону, наблюдалось по объемам продаж и заказов. Хотя оба параметра определялись в текущих ценах, то есть включали инфляционную составляющую, у  $\frac{1}{3}$  компаний они не восстановились до докризисного уровня. Отметим и высокую сопряженность обоих параметров (корреляция 0,828, значимость 0,000), то есть кризисное сжатие российской промышленности оказало долгосрочное воздействие на условия спроса. Неустойчивость ситуации и отсутствие ясных перспектив с заказами обусловили *одностороннюю эластичность динамики численности персонала*: по кругу обследованных предприятий ее серьезно уменьшили 30% фирм (практически столько же существенно сократили продажи), а численность персонала возросла лишь на 13% фирм (вдвое меньше доли компаний, увеличивших объем заказов на 10% и более по сравнению с докризисным периодом).

Объем заказов определяет динамику продаж в ближайшей и особенно среднесрочной перспективе, поскольку российские производственные фирмы, как и производители в других странах, предпочитают долгосрочные соглашения о поставках. Они позволяют производить специфические инвестиции и повышать качество, точно учитывая требования заказчиков, а также экономить на закупках сырья и комплектующих, которые, в свою очередь, могут поставляться в рамках долгосрочных соглашений. Из обследованных компаний более 20% ориентируются исключительно на заказы в рамках средне- и долгосрочных соглашений о поставках; фирм, не имеющих долгосрочных соглашений в своем портфеле и выполняющих исключительно единичные (разовые) заказы, оказалось всего 6%.

Объем заказов выступает одновременно и характеристикой состояния рынков сбыта, и показателем текущей конкурентоспособности фирмы. В связи с ключевой значимостью параметра «динамика заказов» мы попытались найти его возможные предикторы. Прежде всего обнаружилось, что фактор включенности фирмы в состав крупных корпоративных структур не влияет на динамику заказов. Это означает, что российские корпорации в целом оказались в той же ситуации, что и входящие в них дочерние (зависимые) компании, и не смогли найти общекорпоративные решения, направленные на поддержание динамики спроса. Тип собственности (концентрированная либо распыленная) не влияет на динамику заказов, как и наличие у фирм долгосрочных планов развития: кризис перечеркнул большинство таких планов, существовавших в середине 2008 г., а разработанные в 2009–2010 гг. «антикризисные программы» оказались не лучше подхода «свободного плавания» и быстрой адаптации фирм к меняющейся ситуации вне рамок стратегического планирования.

Тем не менее удалось найти факторы, значимо влиявшие на динамику заказов во второй половине 2010 г., и объяснить почти 50% общего объема вариации данного параметра<sup>2</sup>. Первыми по значимости были общеэкономические факторы: *глубина спада в отрасли и текущее состояние рынков*. Оба параметра продемонстрировали высокую значимость (соответственно 0,013 и 0,011), на них пришлось почти 25% общего объема *объясненной* вариации. Статистически значимым был фактор *динамики цен* (значимость 0,081). Корреляция между динамикой цен и динамикой заказов в денежном выражении составила 0,405. Другими словами, на каждый процент прироста заказов по сравнению с докризисным уровнем фирма на 0,4% повышала цену. Важными факторами выступали два комплексных феномена:

- сочетание доли единичных заказов в общем портфеле заказов фирмы с общим состоянием рынков (значимость 0,052);
- сочетание доли единичных заказов, оценок глубины пережитого спада и изменения уровня цен (значимость 0,011).

При более детальном анализе выяснилось, что динамика портфеля заказов во второй половине 2010 г. имела четкие закономерности:

---

<sup>2</sup> Мы применили анализ вариации ANOVA. В отличие от процедур линейной и нелинейной регрессии он позволяет анализировать доли вариации, приходящейся на комплексные феномены, образованные *сочетанием* отдельных переменных.

— чем больше заказов приходилось на единичные (разовые) поставки, тем хуже была динамика общего объема заказов (корреляция  $-0,198$ , значимость  $0,073$ );

— чем в реализации больше доля поставок в рамках долгосрочных контрактов, тем лучше была динамика общего объема заказов (корреляция  $0,207$ , значимость  $0,060$ ).

При этом наблюдалась позитивная корреляция между долей продаж в рамках долгосрочных соглашений и динамикой отпускных цен фирмы (корреляция  $0,260$ , значимость  $0,012$ ). Таким образом, области максимально неэластичного спроса, выраженного в виде поставок в рамках средне- и долгосрочных соглашений, оказались не только «стабилизаторами» динамики заказов, но и зонами существенного роста отпускных цен. Обнаружилась неожиданная связь: динамика удельных издержек была *положительно* связана с динамикой заказов (корреляция  $0,227$ , значимость  $0,027$ ). Это можно интерпретировать следующим образом: имея стабильный либо расширяющийся портфель заказов, фирмы не предпринимали усилий по экономии издержек и просто учитывали в них повышение цен поставщиков сырья, энергии и комплектующих.

На динамику заказов существенно влиял и показатель удельных издержек по сравнению с конкурентами<sup>3</sup>. Фирмы, имеющие относительно более низкие удельные издержки, смогли в среднем восстановить докризисный уровень заказов и даже превзойти его. Фирмы, издержки которых не отличались от издержек конкурентов либо превосходили их, не смогли его восстановить.

Теоретически выявленные траектории посткризисного развития, связанные с различным уровнем удельных издержек, действительно значимо влияют на ситуацию с заказами, то есть определяют ближайшее будущее фирмы. Во второй половине 2010 г. руководители 15% фирм сообщили, что издержки их фирм ниже, чем у конкурентов; 56% считали, что они примерно равны; 28% — что они выше, чем у конкурентов. Мы также установили, что фирмы, по-разному оценивающие свои удельные издержки, не различаются ни по абсолютному, ни по относительному размеру, ни по каким-либо уникальным характеристикам их руководителей.

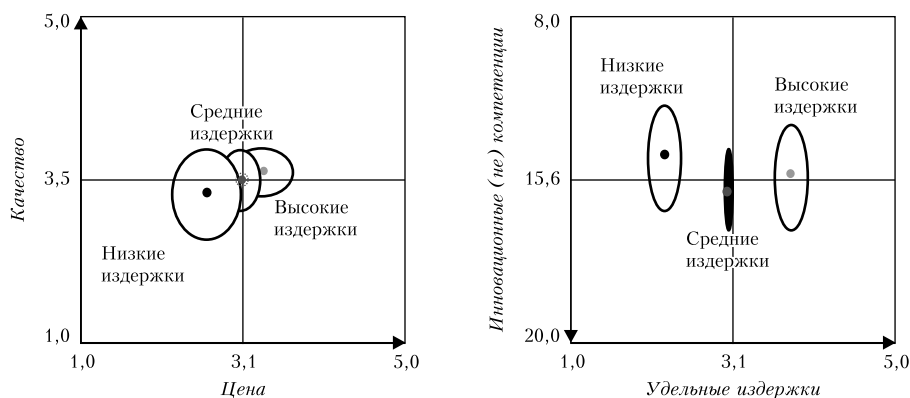
### **Итоговые стратегические позиции компаний на рынке и в отрасли**

Рассмотрим комплексное позиционирование фирм на рынке и в отрасли в метриках «компетенции — удельные издержки» и «уровень цен — уровень компетенций» (см. рис.)<sup>4</sup>. Труднее всего было определить границы компетенций фирмы. В качестве оценки их уровня мы выбрали степень сложности при осуществлении действий, необходимых для реализации инновационного проекта полного цикла. Мы сфор-

<sup>3</sup> Мы использовали процедуру сравнения средних ONEWAY с последующей проверкой значимости различий между группами по критерию Дункана.

<sup>4</sup> Гурков И. Б. Стратегический менеджмент организации. М.: Теис, 2004.

### Позиционирование фирм, исходя из оценок удельных издержек по сравнению с конкурентами



*Примечание.* Размеры фигуры соответствуют среднеквадратичному отклонению параметра конкурентоспособности.

Рис.

мулировали структуру работ такого проекта при опросе генеральных директоров в 2000 г. С тех пор она неоднократно использовалась при массовых опросах руководителей<sup>5</sup>.

Состав работ обусловлен содержанием стандартных руководств по промышленным инновациям (Handbook of Industrial Innovation) и включает: поиск перспективных идей для новых товаров (услуг); получение доступа к имеющимся технологиям производства; создание принципиально новых технологий; определение желательных для потребителей спецификаций продукции (услуг) и разработку (конструирование) нового товара в соответствии с ними; приобретение, монтаж, наладку и запуск нужного оборудования; освоение новых методов контроля качества; получение необходимых государственных лицензий и сертификатов; продвижение товара; освоение новых для фирмы форм и каналов сбыта; обеспечение ее рабочей силой соответствующей квалификации; использование новых методов оценки (аттестации) персонала; внедрение новых схем оплаты труда и премирования работников; применение новых методов их обучения; создание новых структурных подразделений (филиалов).

Технически степень сложности была квантифицирована путем выявления *числа* видов деятельности (среди всех возможных в ходе инновационного цикла), которые руководители считают «сложными» или «очень сложными». В среднем 11 видов инновационных работ вызывают серьезные сложности у руководства фирм.

Результаты позиционирования компаний оказались весьма показательными:

- по *уровню цен* фирмы трех групп различаются бесспорно (значимость 0,000);

- степень значимости различий по *уровню ощущаемого качества* находится на границе статистической достоверности (значимость 0,164);

- по *уровню инновационных компетенций* статистически значимых различий между фирмами трех групп не наблюдается.

<sup>5</sup> Аврамова Е., Гурков И., Тубалов В. Инновационная деятельность российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. 2001. № 7.

Наше теоретическое предположение относительно «оправдания» высокого уровня издержек усилиями по развитию компетенций подтвердилось лишь частично: на фирмах с высокими издержками соответствующие усилия, возможно, и предпринимались, но значимых результатов обнаружить не удалось. Высокие издержки в отсутствие заметных преимуществ по качеству существенно препятствуют восстановлению докризисного объема заказов в денежном выражении (даже с учетом инфляционной составляющей).

### **Стратегические позиции фирм и особенности посткризисного восстановления**

#### *Размер и источники инвестиций*

Теоретическое предположение об «оправдании» высоких издержек не только усилиями, но и затратами на развитие компетенций было окончательно опровергнуто при анализе уровня инвестиций на фирмах выделенных нами типов во второй половине 2008 — первой половине 2010 г. Оказалось, что для фирм с высокими издержками характерна минимальная инвестиционная активность: если в среднем за 24 месяца (июль 2008 — июнь 2010 г.)  $\frac{1}{3}$  фирм вообще не осуществляли инвестиций, то среди фирм с низкими издержками таких оказалось лишь 7%, а среди фирм с высокими издержками — 34%! Нормальную интенсивность инвестиций (более 20% годового оборота за два года) продемонстрировали  $\frac{1}{4}$  фирм с низкими издержками, единичные фирмы со средними и *ни одна фирма* с высокими издержками. При этом источники инвестиций были примерно одинаковыми: основная масса приходилась на собственные средства (55—70%), остальное — на кредиты и финансовый лизинг (20—23% общего объема инвестиций).

В фирмах с разным уровнем удельных издержек существенно различалась и текущая ситуация. В отличие от иных фирм большинство руководителей фирм с низкими издержками полагали, что объем привлекаемых кредитных ресурсов соответствует потребностям бизнеса, дефицита кредитных ресурсов нет. Устойчивое финансовое положение фирм с низкими издержками привлекло внимание их собственников. Дополнительные вложения последних в фирмы данной группы зафиксированы лишь в отдельных случаях, но они охотно извлекали из таких фирм доход в виде дивидендов (иногда в 2009 г. до 90% и более прибыли), что не отмечалось на фирмах остальных групп.

Фирмы с низкими издержками смогли не только поддержать инвестиционный процесс в период кризиса, но и сохранить финансовую устойчивость. Однако это не сделало их привлекательными для инвестиций: в данной группе дополнительные вложения существующих собственников были минимальными, а новые собственники входили в капитал компании в единичных случаях. Таким образом, низкие издержки создают условия для *замкнутого* цикла хозяйственного оборота — они способствуют формированию внутренних источников инвестиций и получению необходимого объема кредитных ресурсов.



Но в условиях кризиса низкие издержки не обеспечивали (как и иные позиции российских компаний) *внешней* инвестиционной привлекательности фирм.

Среди теоретически выявленных альтернативных траекторий развития лишь ориентированная на достижение низких издержек оправдала себя в плане более благоприятной динамики заказов — их докризисный уровень был восстановлен во второй половине 2010 г. Другие траектории не обеспечили такого восстановления, если учитывать среднее значение данного параметра по группе. Более того, высокие издержки еще не свидетельствуют об усилиях по поддержанию (развитию) компетенций. Это подтверждает сравнение систем действий фирм из выделенных нами групп.

### Системы деятельности фирм

В основу описания систем деятельности, сформировавшихся на фирмах с разным уровнем издержек, мы положили частоту *действий, выполняемых регулярно*.

Т а б л и ц а 2

**Доля фирм, регулярно выполнявших определенные действия  
в 2009—2010 гг. (в %)**

Вид действий	Тип фирмы			
	низкие издержки	средние издержки	высокие издержки	среднее для всех компаний
Пересмотр структуры поставок (номенклатуры и круга поставщиков)	47	26	27	29
Ускорение разработки и выпуска на рынок новых товаров (услуг) в существующей сфере деятельности	40	17	19	21
Разработка и выпуск на рынок товаров (услуг) в новой для фирмы сфере деятельности	7	6	4	5
Освоение новых для фирмы форм и каналов сбыта	33	20	22	23
Приобретение патентов и лицензий	33	20	11	20
Продажа собственных лицензий, патентов и ноу-хау	7	2	0	2
Приобретение и запуск нового оборудования	60	35	22	35
Освоение новых методов контроля качества	47	31	26	32
Освоение новых методов финансирования проектов	20	9	15	12
Активное привлечение нового персонала	13	26	22	23
Использование новых источников набора персонала	13	19	4	14
Использование новых методов оценки (аттестации) персонала	33	21	7	19
Внедрение новых схем оплаты труда и премирования работников	20	17	15	17
Создание новых структурных подразделений (филиалов)	13	2	11	6
Выделение дочерних фирм	6	2	4	3
Покупка (поглощение) иных предприятий (фирм)	7	4	0	3

Данные таблицы 2 свидетельствуют о существенных отличиях систем деятельности *фирм с низкими издержками* от иных фирм:

— они чаще пересматривали структуру поставок сырья и комплектующих и осваивали новые каналы и формы сбыта, то есть интенсивнее *проводили изменения в цепочках создания стоимости*;

— они активнее внедряли новые формы контроля качества, то есть *совершенствовали процессы*;

— даже в кризис они больше закупали новое оборудование, то есть *обновляли базу производства*.

В системах деятельности фирм различия были не только в том, *что* делалось, но и в том, *как* это делалось. Имеется в виду практика использования различных внутриорганизационных форм реализации проектов, а также субконтракторов для выполнения отдельных видов работ. «Палитра» внутриорганизационных форм, которые фирмы различных типов используют для реализации инновационных проектов, оказалась весьма скромной (см. табл. 3).

Т а б л и ц а 3

**Использование различных организационных форм при реализации инновационных проектов (% активно применяющих фирм)**

Организационная форма	С низкими издержками	Со средними издержками	С высокими издержками
Временные рабочие группы в составе отдельных подразделений	27	13	27
Временные рабочие группы в составе сотрудников нескольких подразделений	27	17	27
Создание временных подразделений	7	6	4
Создание дочерних подразделений	7	4	4
Создание совместных предприятий с иными фирмами	7	2	0

Отметим минимальное число фирм, организовавших в последние два—три года совместные предприятия с иными фирмами. При этом если в группе компаний с низкими издержками такие примеры все-таки наблюдались, то среди фирм с высокими издержками их вообще нет. Это еще раз подтверждает разорванность инвестиционного цикла на фирмах с высокими издержками.

Данные об использовании субконтракторов для реализации отдельных видов работ инновационного цикла представлены в таблице 4. Думается, мы обнаружили «ключ» к пониманию системы деятельности фирм с низкими издержками: им удастся сочетать обеспечение контроля над издержками и поддержание достаточного уровня инновационных компетенций путем активного использования субконтракторов для выполнения практически всех видов работ инновационного цикла, в том числе таких «интимных», как изменение систем оплаты и оценки персонала. В то же время фирмы с высокими издержками меньше всего склонны прибегать к услугам субконтракторов как при осуществлении производственных работ (поиск необходимого оборудования, его монтаж, наладка и запуск), так и в маркетинговой деятельности (освоение каналов сбыта, продвижение товаров). Таким

**Доля фирм, активно прибегающих к услугам субконтракторов  
при реализации отдельных видов инновационных работ (в %)**

Вид действий	С низкими издержками	Со средними издержками	С высокими издержками
Поиск новых идей для перспективных товаров и услуг	33	14	8
Получение доступа к технологии производства	36	24	24
Создание принципиально новой технологии	38	10	8
Определение желательных для потребителей спецификаций продукции	46	18	20
Разработка (конструирование) нового товара в соответствии со спецификациями	17	19	22
Приобретение необходимого оборудования	40	30	30
Привлечение рабочей силы требуемой квалификации	36	36	15
Освоение новых методов контроля качества	31	28	15
Получение необходимых государственных лицензий и сертификатов	46	21	38
Продвижение нового товара (услуги)	42	31	18
Освоение новых для фирмы форм и каналов сбыта	36	27	8
Использование новых методов оценки (аттестации) персонала	42	15	8
Внедрение новых схем оплаты труда и премирования работников	42	15	17
Изменение организационной структуры фирмы	18	4	4

образом, последний элемент предполагавшейся нами траектории роста издержек из-за накопления компетенций (их заимствование путем найма субконтракторов) здесь отсутствует.

\* \* \*

Как показал проведенный анализ, лишь благодаря устойчивому преимуществу в виде низких удельных издержек «обычные» российские производственные фирмы сумели вернуться к докризисному уровню заказов в текущих ценах, что с учетом инфляции еще не означает подлинного восстановления объемов производства и реализации продукции. Поддержать полный цикл хозяйственного воспроизводства, включающий необходимый объем инвестиций, также удалось лишь на фирмах с низкими издержками, но без дополнительных вложений со стороны существующих либо вхождения в их капитал новых собственников.

Подчеркнем, что в 2010 г. доля фирм, руководители которых воспринимают их издержки ниже, чем у конкурентов, была в два раза меньше, чем до кризиса<sup>6</sup>. Это говорит о наличии серьезных проблем в ходе их посткризисного восстановления. Действительно,

<sup>6</sup> Аврамова Е., Гурков И., Тубалов В. Конкурентоспособность и инновационность российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. 2005. № 2.

выполнять действия, необходимые в любых инновационных проектах, сложно или очень сложно для абсолютного большинства фирм, частота привлечения средств собственников (существующих либо новых) для финансирования проектов развития находится на грани ошибки наблюдения, а доля фирм, руководители которых убеждены в своих конкурентных преимуществах (по уровню цен либо качества), не превышает  $\frac{1}{4}$  числа опрошенных.

В этих условиях макроэкономическая и промышленная политика должна быть четко ориентирована на увеличение доли фирм, конкурентоспособных по уровню издержек, поскольку именно такая стратегия побуждает руководителей к серьезным инновациям, создает объективные условия для модернизации производственного аппарата. Способы стимулировать ограничение издержек промышленного сектора хорошо известны: снижение учетной ставки; сдерживание цен естественных монополий; уменьшение налогообложения факторов производства (импортных пошлин на сырье и оборудования, налогов на фонд оплаты труда). Реализация этих мер позволит повысить долю предприятий, *субъективно конкурентоспособных* по уровню издержек, хотя бы до докризисного показателя (более 30%).

Однако не менее важно (вос)создать среду консультационной поддержки инновационного развития. Речь идет о малых и средних технологических и консультационных фирмах, индивидуальных предпринимателях-экспертах, специализирующихся на качественном выполнении отдельных элементов инновационного цикла, и т. д. Напомним, что в 1990-е годы подобная среда активно развивалась благодаря иностранной технической помощи (сеть консультационных центров USAID, проекты TACIS и Всемирного банка и др.). Сегодня, пытаясь создать новые фонды и иные инструменты финансирования модернизации, нужно учитывать необходимость инвестиций в «оболочку» инновационного развития, образуемую специализированными контракторами инновационных работ. В противном случае в ближайшее время не стоит ожидать не только модернизационного рывка, но и устойчивого функционирования большинства промышленных предприятий в рамках полного цикла хозяйственного оборота.

## **ПАРАДОКС ПОДДЕРЖКИ МАЛОГО БИЗНЕСА: ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЕ ИТОГИ КРИЗИСА\***

Глобальный финансово-экономический кризис 2008—2009 гг. выявил многие латентные проблемы российской экономики, в том числе в области государственной поддержки малого и среднего предпринимательства (МСП). В своем выступлении на заседании Президиума Госсовета РФ в марте 2008 г. Президент РФ Д. А. Медведев отметил: «Основной причиной медленного роста малого бизнеса продолжает оставаться чрезмерный административный прессинг, давление, которое сегодня существует на всех стадиях развития малого предпринимательства»<sup>1</sup>.

Тогда был намечен комплекс мер по активизации развития российского МСП. В их числе: облегчение доступа малых предприятий к ресурсам; создание венчурных гарантийных фондов, расширение грантовой поддержки новых производств, создание финансовых институтов, которые учитывают специфику кредитования малых и средних предприятий; замещение лицензирования страхованием ответственности или финансовыми гарантиями; сокращение перечня сертифицируемых видов продукции; облегчение доступа МСП к инфраструктуре, включая электроснабжение; облегчение бремени налогообложения МСП. Сегодня можно сказать, что практически все эти меры реализованы, как и дополнительные меры по снятию административных барьеров.

В 2009—2010 гг. принят ряд решений по резкому ограничению возможностей проверок деятельности субъектов МСП. В соответствии с внесенными в законодательство поправками в настоящее время органы надзора могут проводить проверки предпринимателей сферы малого бизнеса не чаще одного раза в три года. За разрешением проводить внеплановую проверку полиция должна сначала обратиться в прокуратуру. Подключить малые предприятия к энерго-, газо- и водоснабжению стало проще и дешевле, все чаще такие предприятия привлекают к выполнению государственных заказов, активизируется борьба с рейдерством. После длительных дискуссий отменили норму об обязательном применении кассовых аппаратов для предприятий, уплачивающих единый налог на вмененный доход.

За последние два года кардинально расширилась инфраструктура поддержки субъектов МСП. Она включает центры и агентства по развитию предпринимательства, фонды поддержки предпринимательства, венчурные фонды, фонды содействия кредитованию, правовые центры, технопарки, бизнес-инкубаторы, агентства по поддержке экспорта товаров, лизинговые компании, торгово-промышленные палаты, объединения предпринимателей и др.

---

\* Статья подготовлена при поддержке РФФИ (проект 10-06-00608-а).

<sup>1</sup> [www.kremlin.ru/stc/events162896.shtml](http://www.kremlin.ru/stc/events162896.shtml).

Объем федерального финансирования МСП значительно увеличился, составив 18,6 млрд руб. в 2009 г. Это сопоставимо с объемом государственной поддержки МСП в высокоразвитых странах.

Среди субъектов Федерации абсолютным лидером по поддержке МСП традиционно является Москва. В 2009 г. объем бюджетных средств, выделенных в столице на финансовую поддержку малого предпринимательства, составил 2,4 млрд руб. Кроме того, Департамент поддержки и развития малого и среднего предпринимательства Москвы получил из федерального бюджета 1,2 млрд руб. На реализацию проектов Комплексной целевой программы развития и поддержки малого предпринимательства Москвы в 2009 г. фактически было израсходовано 2,9 млрд руб. (1,8 млрд из средств городского бюджета и 1,1 млрд из средств федеральной субсидии). Примерно такие же суммы были направлены на поддержку МСП в 2010 г.

В 2009 г. в части создания имущественных комплексов технопарков и бизнес-инкубаторов для субъектов МСП на территории Москвы на государственный кадастровый учет поставлено три объекта: многофункциональный деловой центр с размещением Центра развития предпринимательства СЗАО; многофункциональный деловой центр в районе Марьино Роща, включающий Центр развития предпринимательства СВАО; многофункциональный деловой центр Южное Бутово. Подобные деловые центры действуют в каждом административном округе Москвы.

В плане финансовой поддержки начинающие московские предприниматели могут получать на принципах софинансирования субсидию на компенсацию затрат на приобретение основных средств, организацию и оснащение рабочего места, закупку сырья и расходных материалов, аренду зданий, помещений. Предельный размер такой субсидии не может превышать 350 тыс. руб. Для поддержки молодежного предпринимательства на принципах софинансирования предусмотрено выделить до 750 тыс. руб. субсидий.

В Москве предоставляют субсидии для возмещения: процентной ставки по кредитам субъектам МСП (до  $\frac{2}{3}$  ставки рефинансирования); затрат субъектов МСП по договорам финансовой аренды/лизинга (до  $\frac{2}{3}$  ставки рефинансирования); затрат субъектов МСП на сертификацию продукции и производства, разработку промышленного образца и торговой марки, выполнение обязательных требований технических регламентов (до 250 тыс. для субъекта малого и до 400 тыс. руб. — среднего предпринимательства); затрат на приобретение основных средств субъектами МСП, осуществляющими деятельность по приоритетным направлениям поддержки (до 5 млн руб.), а также инновационными предприятиями (до 2,5 млн руб.). Кроме того, возмещалось до 30% затрат по договорам о присоединении энергопринимающих устройств к электрической сети и технологическом присоединении к инженерным сетям и сооружениям.

В рамках финансовой поддержки отметим деятельность Фонда содействия кредитованию малого бизнеса Москвы. На 31 декабря 2009 г. в программе Фонда участвовали 25 коммерческих банков. Объем предоставленных поручительств составил 3782,5 млн, а кредитов, выданных под поручительство Фонда, — 7874,7 млн руб. В 2009 г. Фонд разработал и внедрил новый продукт — поручительства за субъекты малого предпринимательства по договорам о предоставлении банковской гарантии. Было выдано два таких поручительства на общую сумму 8,6 млн руб., что позволило

малым предприятиям получить от банков — партнеров Фонда банковские гарантии на сумму 12,5 млн руб. В Москве через сеть агентств ООО «Микрофинанс» предприниматели могли получить до 350 тыс. руб. в быстром беззалоговом режиме.

В рамках проекта «Неотложная правовая помощь малому бизнесу Москвы» в 2009—2010 гг. субъектов МСП консультировали по правовым вопросам, их представляли при проведении проверок, сопровождали в судах. Кроме того, шла работа по снижению административных барьеров, анализу их негативного влияния на деятельность предпринимателей. Функционировала «горячая линия» по оказанию помощи субъектам МСП по юридическим, налоговым, финансовым и бухгалтерским вопросам, при проведении государственного контроля (надзора), во взаимоотношениях с государственными органами.

В Москве налажено информирование, консультирование и обучение субъектов малого бизнеса. Национальное деловое партнерство «Альянс Медиа» в рамках развития Системы информационного обеспечения малого и среднего предпринимательства Москвы в 2009 г. организовало доступ столичных предпринимателей к комплексной базе данных по проблемам организации и ведения бизнеса, внедрению IT-технологий в деятельность малых предприятий и организаций инфраструктуры поддержки малого бизнеса в Москве.

Одним из наиболее действенных инструментов развития МСП в столице считается выставочно-конгрессная деятельность. В рамках реализации проекта «Содействие малым предприятиям города Москвы в развитии межрегиональных и международных связей» в 2009 г. проведены двухдневные деловые миссии московских малых предприятий в 17 регионах России.

Но даже при наличии развитой инфраструктуры поддержки малого и среднего предпринимательства<sup>2</sup> в период кризиса 2008—2009 гг. сфера МСП не стала «островком стабильности», как ожидалось, в отличие от ситуации 1998 г. В Москве падение в сфере МСП было чуть ли не максимальным среди всех субъектов Федерации.

*Количество малых* (без микро-, то есть от 16 до 100 человек) *предприятий* в целом по России в 2009 г. уменьшилось на 20%, в Центральном федеральном округе (ЦФО) — на 11, в Москве — на 13,5%. В 2010 г. падение продолжилось. В Республике Татарстан в 2009 г. число малых предприятий выросло на 27,1%, а за январь—сентябрь 2010 г. — на 9,8%. *Численность занятых* на малых предприятиях в целом по России сократилась на 8%, в ЦФО — на 0,01, в Московской области она увеличилась на 25,5%. В Москве этот показатель снизился на 12%, тенденция сохранялась до сентября 2010 г. *Оборот* малых (без микро-) предприятий России в 2009 г. упал на 12,8%, в Московской области — на 3,8, а в Москве — на 8,8%. *Инвестиции в основной капитал* в текущих ценах на малых (без микро-) предприятиях в 2009 г. уменьшились на 20,4%, в ЦФО они выросли на 8,2, в Московской области — на 50,4%. В Москве их объем снизился на 42,7%, а за январь—сентябрь 2010 г. — еще на 48,6%.

В 2009 г. *количество микропредприятий* (до 15 человек) в России выросло на 30,6% (на них устраивались работники, попавшие под сокращение на крупных предприятиях), в ЦФО — на 22,3, в Республике Татарстан — на 71,7, в Московской области — на 32,7, а в Москве оно сократилось на 3,1%. *Среднее число занятых* на микропредприятиях в 2009 г. в России возросло на 8,7%, в Тульской области —

<sup>2</sup> Ежегодный доклад Правительству Москвы о состоянии и перспективах развития малого и среднего предпринимательства города Москвы на ближайшую и среднесрочную перспективу за 2009 год / Департамент поддержки и развития МСП Москвы, Московский центр развития предпринимательства. М., 2010.

на 28,2, а в Москве оно снизилось на 15%. В 2009 г. *оборот* микропредприятий в целом по стране упал на 6,2%, то есть надежды пришедших в микробизнес людей не оправдались. Многие вновь созданные микропредприятия просто не нашли для себя объекта прибыльной деятельности. В Москве их оборот упал на 16,5%, но в Московской области он вырос на 18,4, а в Ивановской — на 5,6%. *Инвестиции в основной капитал* в текущих ценах на микропредприятиях в 2009 г. снизились в России на 39,8%, в Московской области выросли на 12, а в Москве упали на 91,5%!

Если в целом по России *количество индивидуальных предпринимателей* в 2009 г. сократилось на 3,3%, в ЦФО — на 9,9, в Республике Татарстан — на 0,8, то в Москве — на 19,6%. Выросло их число в Московской (на 7,9%), Воронежской и Оренбургской областях, Красноярском крае, Дальневосточном федеральном округе, то есть в регионах, где отсутствует комплексная и масштабная поддержка МСП. *Выручка* (с учетом налогов и других обязательных платежей) от продажи товаров, продукции, работ, услуг по всем видам деятельности индивидуальных предпринимателей в 2009 г. в России выросла на 4,2%, в ЦФО — на 3, в Республике Татарстан — почти на 15%. В Москве этот показатель снизился на 4,5%<sup>3</sup>.

В годы кризиса в большинстве российских регионов сектор МСП столкнулся с серьезными проблемами, особенно в городах федерального значения. В Москве и Санкт-Петербурге малое предпринимательство ориентировано на торговлю и посредничество, эти сферы деятельности наиболее пострадали в кризис. *Но именно в Москве провал сферы МСП наблюдался на фоне ее мощной финансовой и административной поддержки со стороны правительства города и федеральных властей.* Как можно объяснить этот парадокс? По нашему мнению, кризис наглядно показал, что российским регионам и России в целом еще далеко до передовых стран, где прямая целевая государственная поддержка МСП, особенно имущественная и финансовая, реально содействует его росту. В ходе социологических опросов в период кризиса представители малых предприятий Москвы назвали основными проблемы административных барьеров и коррупции чиновничества.

Согласно данным Transparency International за 2010 г., Россия находилась на 154-м месте по индексу восприятия коррупции (ИВК) из 178 стран, рядом с Папуа — Новой Гвинеей, Таджикистаном, Конго и Гвинеей-Бисау. Рынок российской коррупции оценивается в 300 млрд долл., при этом размер средней бытовой взятки в стране вырос в 2008—2010 гг. с 8 тыс. до 27 тыс. руб. По данным Transparency International, самыми некоррупцированными странами были Дания, Новая Зеландия и Сингапур, где наилучшие условия для становления и развития бизнеса<sup>4</sup>.

Конечно, межстрановые рейтинги условий ведения бизнеса и индекс восприятия коррупции — относительные, условные величины. Так, ИВК свидетельствует лишь об уровне озабоченности населения состоянием коррупции в стране. Вместе с тем он отражает реальное положение в этой области, значимость коррупции в жизни населения, включая состояние среды функционирования МСП. Коррупция чиновников подталкивает малый и средний бизнес к уходу в теневую экономику, последняя тормозит экономический рост и консервирует

<sup>3</sup> Средние предприятия мы не анализируем, поскольку государственную поддержку им почти не оказывают.

<sup>4</sup> [www.transparency.org](http://www.transparency.org); [www.pravda.ru/society/27-10-2010/1055041-mzda-0/](http://www.pravda.ru/society/27-10-2010/1055041-mzda-0/); [www.inopressa.ru/article/27Oct2010/wp/corruption1.html](http://www.inopressa.ru/article/27Oct2010/wp/corruption1.html).



бедность<sup>5</sup>, а она, в свою очередь, стимулирует теневую экономику и коррупцию чиновников. Это замкнутый круг, своего рода институциональная ловушка, выбраться из которой очень трудно.

По сравнению с «тучными» годами благоприятной экономической конъюнктуры в кризис возможности МСП получать доходы и безболезненно перераспределять их часть в пользу коррумпированного чиновничества сократились. Но такие чиновники продолжали требовать все большую долю доходов предпринимателей (по-видимому, в качестве своеобразной реакции на многочисленные заявления руководителей страны о необходимости борьбы с коррупцией). В результате под влиянием роста аппетитов чиновничества, с одной стороны, и кризисных условий хозяйственной деятельности — с другой, проблема коррупции и административных барьеров вновь стала основной для субъектов МСП.

Пока значительная часть бюджетных инвестиций в сферу МСП до предпринимателей не доходит. Как следствие, даже *нынешние крупномасштабные государственные вливания в эту сферу не могут компенсировать издержки, связанные с неблагоприятным предпринимательским и инвестиционным климатом в России*<sup>6</sup>.

В сложившейся ситуации при формировании политики в отношении МСП необходимо учитывать, *что бездумное копирование зарубежного опыта ведет к растранижированию бюджетных средств*. Провалы в развитии российского МСП непосредственно вызваны этим копированием.

Яркими примерами служат базовый федеральный закон «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации» 2007 г. и его региональные клоны, а также сложившаяся в Москве инфраструктура поддержки МСП. Очевидно, этот закон был разработан с единственной имитационной целью: чтобы Россия внешне походила на Европу. Сам же закон путаный и малосодержательный. В наборе организаций инфраструктуры поддержки МСП присутствуют практически все имеющиеся в высокоразвитых странах, без учета российских реалий.

Из-за личной заинтересованности чиновников в получении «статусной ренты» возникают новые схемы, по которым проверяющие обходят принятые законы о сокращении проверок МСП. В их числе

<sup>5</sup> Даже с учетом участия в процессах перераспределения доходов от экспорта сырья и топлива российский малый и средний бизнес небогат. Бедность и теневая экономика взаимосвязаны. В России в 2009 г. 13,1% населения (менее 20 млн человек) имели доходы ниже величины прожиточного минимума. Разрыв в доходах между 10% самых богатых россиян и 10% самых бедных, по данным официальной статистики, составляет примерно 15 раз. По экспертным оценкам, он намного больше.

<sup>6</sup> В соответствии с материалами доклада Doing Business-2011, подготовленного Всемирным банком и Международной финансовой корпорацией (IFC), в 2010 г. в общем рейтинге условий ведения бизнеса (рейтинге предпринимательской среды) Россия заняла 123-е место из 183 стран. По представленным в докладе оценкам, по процедуре и уровню налогообложения Россия заняла 151-е место, по условиям старта бизнеса — 108-е, по защищенности инвесторов — 93-е, по возможностям получения кредитов — 89-е место (Doing Business-2011: Making a Difference for Entrepreneurs / The World Bank and International Finance Corporation. 2010. Nov. 4. [www.doingbusiness.org/reports/doing-business/~media/fpdkm/doing%20business/documents/annual-reports/english/db11-chapters/db11-ct.pdf](http://www.doingbusiness.org/reports/doing-business/~media/fpdkm/doing%20business/documents/annual-reports/english/db11-chapters/db11-ct.pdf)).

«внеплановые проверки по жалобам» (которые несложно организовать) и проверки любых производственных предприятий после объявления их работы опасной.

Складывается впечатление, что высшие органы российской власти разочаровались как в принятых мерах по поддержке МСП, так и в самом секторе. Российские малые предприятия явно не справляются с народно-хозяйственными задачами — повысить инновационность и кардинально улучшить деятельность ЖКХ, решения которых от них ждут. Кризис показал, что МСП не может даже демпфировать безработицу. Только этим разочарованием можно объяснить повышение для подавляющего большинства субъектов малого бизнеса социальных отчислений до 34% от фонда заработной платы. Исключение предполагается сделать для инновационных, социальных и производственных малых субъектов хозяйствования: они будут платить 24%. Но и это много для тех, кто раньше платил 14%. Кроме того, как верно заметил вице-президент ОПОРЫ России А. Д. Иоффе: «Сейчас уже предусмотрены налоговые льготы для инновационных компаний в IT-бизнесе. Но „юмор“ законодателей заключается в том, что эти льготы распространяются только на те компании, в которых работает более 50 человек. А, как известно, подавляющее большинство IT-компаний — это 10–20 человек. На них эти льготы не распространяются»<sup>7</sup>. Другими словами, на легальном российском МСП правительство практически ставит крест: попробовали им помочь — ничего не вышло.

Российский легальный и теневой малый и средний бизнес, как и во многих других странах с высоким уровнем коррупции, развивается по своим законам вне зависимости от его поддержки. Ситуация изменится, когда российские чиновники перестанут рассматривать систему поддержки МСП как один из каналов обеспечения собственной «статусной ренты». Пока же становление российского малого и среднего предпринимательства определяется более общими социальными, финансово-экономическими и политическими факторами.

На федеральном уровне провозглашены цели поддержки МСП на 2011 год: увеличить долю малого бизнеса в ВВП с 21 до 29%; на треть повысить долю занятых в секторе — до 28%; увеличить долю оборота малого бизнеса в ЖКХ, промышленности, строительстве до 40%. Количество инновационных компаний, компаний в сфере социальных услуг, здравоохранения должно возрасти в несколько раз.

Чтобы достичь намеченных целей, необходимо четко разделить меры поддержки на две группы. Первая — формирование общих благоприятных условий деятельности в сфере МСП, причем как элемента общенациональной политики улучшения предпринимательского и инвестиционного климата. Только тогда удастся обеспечить количественный рост субъектов МСП, повысить вклад сектора в ВВП. Вторая — создание системы поддержки, направленной на реализацию его народно-хозяйственных функций.

Условия развития российского малого и среднего бизнеса станут существенно лучше, чем в настоящее время, если будет обеспечена

---

<sup>7</sup> [www.mbm.ru/newsitem.asp?id=91135](http://www.mbm.ru/newsitem.asp?id=91135).

реальная защита прав собственности, повысится эффективность судебной и правоохранительной систем, возникнут действенные механизмы контроля общества за деятельностью чиновников. Именно это определяет состояние предпринимательской среды. Нельзя надеяться, что в сфере МСП можно создать некий оазис при общей неблагоприятной бизнес-среде. Меры по улучшению условий деятельности в этой сфере нужно четко координировать с мерами по совершенствованию предпринимательской среды в России в целом. При отсутствии такой координации успех не будет достигнут.

Формируя благоприятную среду деятельности малых и средних предприятий, важно обеспечить каждому субъекту возможность эффективного развития. Мы имеем в виду налоговые льготы (пусть минимальные) по специальным режимам, информационную поддержку, поддержку в сфере обучения и повышения квалификации кадров, консультирование по базовым юридическим и технологическим вопросам, ликвидацию иррациональных административных барьеров и т. п. При этом деятельности многочисленных частных организаций и фирм, обслуживающих МСП, мешает неоправданный выход муниципальных, государственных и полугосударственных организаций поддержки МСП на рынок услуг для малых и средних предприятий. Функционирование, по сути, административных сервисных монополий с их низкокачественными услугами лишь дискредитирует идею поддержки организаций инфраструктуры МСП, препятствует нормальному развитию рынка услуг для этого сектора.

Более того, в последние годы наметилась тенденция массовой коммерциализации поддержки МСП, причем за счет бюджета. Некоторые организации, номинально относящиеся к инфраструктуре поддержки МСП, основной целью своей деятельности считают увеличение собственных доходов. Особенно это касается таких направлений поддержки, как имущественная и финансовая: занимающиеся ею организации процветают, а до субъектов МСП она доходит в урезанном виде.

Целевую поддержку по приоритетным направлениям нужно оказывать, повышая доходность соответствующей деятельности. В настоящее время в приоритетных сферах, особенно в инновационной, она очень низкая. Бюджетные средства для оплаты льготной аренды помещений и оборудования, стимулирования спроса на инновации, а также целевые налоговые льготы надо прежде всего использовать для обеспечения высокой доходности в приоритетных отраслях. Это привлечет субъектов малого и среднего предпринимательства, а создаваемые ныне многочисленные технопарки и инновационные центры действительно станут важными элементами инфраструктуры поддержки МСП, модернизации российской экономики. Сейчас же многие из них на  $\frac{3}{4}$  заняты складскими и офисными помещениями торговых фирм.

Чтобы на деле способствовать развитию малого и среднего бизнеса, необходимо кардинально улучшить предпринимательский и инвестиционный климат в стране, реально бороться с коррупцией. Тогда меры поддержки МСП окажутся намного более эффективными.

L. GRIGORIEV, A. IVASHCHENKO

### **Global Investment—Saving Balance**

The article analyzes the investment—saving balance in developed and developing countries and groups of countries. Main determinants of investment and saving decisions of different economic agents are derived from well-known theoretic papers. The analysis of pre-crisis investment—saving balance is performed with a focus on specific role of USA and China in the global financial intermediation system. A crisis shift in US households' saving behavior is revealed, and it is treated as an additional source of financing American deficits. Maintenance of high personal saving rate of US households is considered to be the key factor to support post-crisis growth.

B. ZAMARAEV, A. KIYUTSEVSKAYA, A. NAZAROVA, E. SUKHANOV

### **Russian Economy's Returning to a Growth Curve: It's Time to Summarize**

The article considers peculiarities of development of the Russian economy in 2008—2010. The influence of the global financial and economic crisis on economic dynamics and inflation, parameters and tools of financing the national economy is appreciated. Features of slow and long restoration of the business activity which has followed after the deepest economic recession are analyzed.

A. APOKIN

### **Towards New Policy Incentives for Fixed Capital Investment and Technological Upgrades in Russia**

The paper approaches the problem of private fixed capital underinvestment in Russia. The author uses empirical studies of the Russian economy and cases of successful technological modernization to outline several groups of disincentives for private companies to perform fixed capital investment in Russia. To counter these constraints, a certain incentive-based economic policy framework is developed.

S. ANDRYUSHIN, V. KUZNETSOVA

### **Monetary Policy's Priorities of Central Banks in New Conditions**

The paper is devoted to the issues of central banks targets transformation in a situation of financial globalization and growing national financial markets integration. These processes greatly modify the traditional channels and instruments of monetary policy transmission mechanism.

A. RAKVIASHVILI

### **Modern Banking System as a Source of Cyclic Development of Market Economy**

The article conducts theoretical analysis of the monetary policy costs. On the basis of the author's interpretation of the Austrian theory of business cycle

the article shows the destructive influence of the central bank's intervention in the financial system on the economy. It also analyzes market agents' response to the monetary policy.

---

---

## PROBLEMS OF THEORY

S. DELLA VIGNA

### **Psychology and Economics: Evidence from the Field.**

#### *Part III. Nonstandard Decision Making and Market Response*

This third, and the last, part of a larger work devoted to the modern behavioral economics considers nonstandard decision making that is influenced by inattention of economic agents, their preference toward familiar schemes of action, biases and confusion in the choice situations, outside (in particular, social) pressure. Besides, market response to nonstandard behavior in various economic contexts (industrial organization, labor market, financial market, voting) is analyzed. The author also speculates on the future of behavioral economics as a separate discipline.

A. NESVETAILOVA

### **Beyond the Minskyan Political Economy:**

#### **Liquidity and Financial Innovation in the Global Credit Crunch**

The credit crunch of 2007–2009 has been widely described as a 'Minsky moment' in the world finance, and references to 'Ponzi schemes' recur in the emergent theorizations of this crisis. However, the notion of Ponzi finance captures only one of the many disturbing elements in the complex set of causes of the crisis. Engaging with the emergent theories of the credit crunch, this paper argues that the main controversy of the global credit crunch centers on the role of financial innovation in the economic system. More specifically, it concerns the problem of liquidity and its metamorphoses in the modern financial system. Drawing on the scholarship of Hyman Minsky and heterodox political economy, this paper addresses the conceptual dilemma of the relationship between financial innovation and liquidity, in the light of the lessons of the global credit crunch.

---

---

## SPECIFICS OF RUSSIAN BUSINESS

YA. PAPPE, N. ANTONENKO

### **On New Configurations of Owners of Russian Big Business**

This article formulates and empirically proves the hypothesis of emerging a new model of interaction among natural persons — key owners of big Russian companies. It establishes the fact of transition from the model of individual ownership to the model of co-owners alliance that took place in the late 2000s. The article zeros in on configurations of partners among the Russian business super elite.

I. GURKOV, E. AVRAAMOVA

### **Russian Companies in Search of Sustainable Development**

Using the results of a survey of Russian corporate executives in the late 2010 we reveal the relationship between the actions undertaken in 2009–2010

and performance measures. Only sustainable cost leadership strategic position, partially based on intensive use of subcontractors and consultants, secures somehow the immediate future of Russian industrial companies, as such a position results in a positive dynamics of orders backlog. Suggestions for the government economic policies are made.

A. VILENSKY

**The Paradox of Small Business Support: Preliminary Outcomes of the Crisis**

In Russian regions with the greatest support for small and medium-sized businesses, especially in Moscow, small businesses declined much stronger in the basic economic parameters during the crisis than in other regions. The reasons for this lie in unfavorable business climate and corruption. Therefore, the most important area to facilitate development is transformation of the environment of small and medium enterprises, rather than increasing the volumes of budget funds for their support.

## Льготная подписка для физических лиц

<b>Извещение</b>	НП «Вопросы экономики» ИНН 7727071670, КПП 772701001, р/с 40703810687900000002 в Московском ф-ле ОАО АКБ «Росбанк» г. Москва, к/с 30101810200000000272, БИК 044552272  Ф.И.О.: _____ Адрес доставки (с индексом): _____ _____ <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 70%; text-align: center;">Назначение платежа</td> <td style="width: 30%; text-align: center;">Сумма</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;"><b>Подписка на журнал «Вопросы экономики» II полугодие 2011 г.</b></td> <td style="text-align: center;">2340 – 00</td> </tr> </table> С условиями приема банком указанной суммы ознакомлен и согласен _____ « ____ » _____ 2011 г. <div style="display: flex; justify-content: space-between; font-size: small;"> <span>(подпись плательщика)</span> <span>(дата платежа)</span> </div>	Назначение платежа	Сумма	<b>Подписка на журнал «Вопросы экономики» II полугодие 2011 г.</b>	2340 – 00
Назначение платежа	Сумма				
<b>Подписка на журнал «Вопросы экономики» II полугодие 2011 г.</b>	2340 – 00				
<b>Кассир</b>	_____ _____ _____ _____ <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 70%; text-align: center;">Назначение платежа</td> <td style="width: 30%; text-align: center;">Сумма</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;"><b>Подписка на журнал «Вопросы экономики» II полугодие 2011 г.</b></td> <td style="text-align: center;">2340 – 00</td> </tr> </table> С условиями приема банком указанной суммы ознакомлен и согласен _____ « ____ » _____ 2011 г. <div style="display: flex; justify-content: space-between; font-size: small;"> <span>(подпись плательщика)</span> <span>(дата платежа)</span> </div>	Назначение платежа	Сумма	<b>Подписка на журнал «Вопросы экономики» II полугодие 2011 г.</b>	2340 – 00
Назначение платежа	Сумма				
<b>Подписка на журнал «Вопросы экономики» II полугодие 2011 г.</b>	2340 – 00				

<b>Квитанция</b>	НП «Вопросы экономики» ИНН 7727071670, КПП 772701001, р/с 40703810687900000002 в Московском ф-ле ОАО АКБ «Росбанк» г. Москва, к/с 30101810200000000272, БИК 044552272  Ф.И.О.: _____ Адрес доставки (с индексом): _____ _____ <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 70%; text-align: center;">Назначение платежа</td> <td style="width: 30%; text-align: center;">Сумма</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;"><b>Подписка на журнал «Вопросы экономики» II полугодие 2011 г.</b></td> <td style="text-align: center;">2340 – 00</td> </tr> </table> С условиями приема банком указанной суммы ознакомлен и согласен _____ « ____ » _____ 2011 г. <div style="display: flex; justify-content: space-between; font-size: small;"> <span>(подпись плательщика)</span> <span>(дата платежа)</span> </div>	Назначение платежа	Сумма	<b>Подписка на журнал «Вопросы экономики» II полугодие 2011 г.</b>	2340 – 00
Назначение платежа	Сумма				
<b>Подписка на журнал «Вопросы экономики» II полугодие 2011 г.</b>	2340 – 00				

На II полугодие 2011 г. Вы можете оформить подписку на наш журнал через Редакцию. (Сравните! Это должно быть значительно дешевле обычной подписки через местное отделение связи.) Для этого:

- вырежьте бланк квитанции (или распечатайте его с нашего сайта в Интернете: [www.voprgeso.ru](http://www.voprgeso.ru));
- **разборчиво** заполните графы «Ф.И.О» и «Адрес доставки (с индексом)»;
- предъявив паспорт, оплатите квитанцию в Сбербанке (или любом другом банке). Оплаченная квитанция является документом, подтверждающим заключение Вами договора подписки;
- копию оплаченной квитанции пришлите в Редакцию по факсу, электронной или обычной почте.

Журналы будут доставляться Вам простой бандеролью по указанному в квитанции адресу. Доставка включена в стоимость подписки.

**Телефон для справок: (495) 436-01-43**

## ЛЬГОТНАЯ ПОДПИСКА ДЛЯ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

ЗАПОЛНИТЕ БЛАНК НА ОБОРОТЕ	ПОДПИСКА 2011 II полугодие
ЗАПОЛНИТЕ БЛАНК НА ОБОРОТЕ	ПОДПИСКА 2011 II полугодие

Технический редактор, компьютерная верстка — **Т. Скрыпник**  
Корректор — **Л. Пуцаева**

**Издатель:** НП «Редакция журнала „Вопросы экономики“» (юр. адрес: 117218, Москва, Нахимовский пр., д. 32; факт. адрес: 119606, Москва, просп. Вернадского, д. 84, корп. 2). Журнал зарегистрирован в Госкомитете РФ по печати, рег. № 018423 от 15.01.1999. **Адрес редакции:** 119606, Москва, просп. Вернадского, д. 84, корп. 2. **Тел./факс:** (495) 436-01-43. **E-mail:** mail@vopreco.ru

**Индекс журнала:** в каталоге агентства «Роспечать» — 70157; в каталоге «Почта России» — 10788; в Объединенном каталоге — 40747. Цена свободная.

Подписано в печать 31.05.2011. Формат 70 × 108<sup>1/16</sup>. Бумага офсетная. Печать офсетная. Усл. печ. л. 14,00. Уч.-изд. л. 12,4. Тираж 3 800 экз.

**Отпечатано** в типографии ОАО «Издательский дом „Красная Звезда“». Адрес: 123007, г. Москва, Хорошевское шоссе, д. 38. [www.redstarph.ru](http://www.redstarph.ru). Заказ № 2610.

Перепечатка материалов из журнала «Вопросы экономики» только по согласованию с редакцией. Редакция не имеет возможности вступать с читателями в переписку, рецензировать и возвращать не заказанные ею материалы. © НП «Редакция журнала „Вопросы экономики“», 2011.