

*М. ЕРШОВ,
доктор экономических наук,
старший вице-президент Росбанка*

НОВЫЕ РИСКИ ПОСТКРИЗИСНОГО МИРА*

В начале ноября 2010 г. на заседании ФРС США было принято решение об очередных антикризисных мерах, согласно которым центральный банк США будет выкупать казначейские бумаги на открытом рынке на сумму 600 млрд долл. Это составляет 50% объема «чрезвычайных» покупок, осуществленных на первом этапе борьбы с кризисом. Как следствие, вырастут эмиссия доллара и его денежная база, что еще больше повысит риски избыточной ликвидности и самого доллара. Такие меры свидетельствуют о том, что ситуация на финансовых рынках (да и в американской экономике) остается непростой, а для ее нормализации требуются дополнительные усилия.

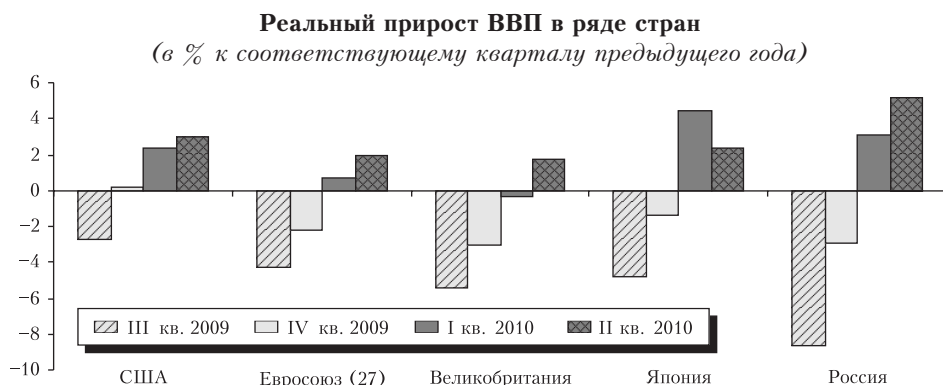
Глобальные дисбалансы сохраняются

В сентябре 2010 г. Национальное бюро экономических исследований (NBER) констатировало, что «в июне 2009 г. экономика США прошла через минимальные значения деловой активности. Это означало окончание рецессии (которая началась в декабре 2007 г.) и начало восстановления»¹. Действительно, после затяжного падения экономики многих стран возобновили рост (см. рис. 1).

Однако, несмотря на наметившийся перелом негативных тенденций в мировой экономике (начало экономического роста, медленное увеличение кредитования, возобновление эмиссии ценных бумаг), рынки весьма неоднозначно оценивали происходящее. Даже до последних решений американских регуляторов о дополнительной и масштабной антикризисной эмиссии (это говорит о том, что на самом деле ситуация гораздо сложнее, чем официально сообщается) участники рынка критически относились к ранее принятым мерам, заложившим серьезные основания для нестабильности в будущем. Об их негативных ожиданиях свидетельствует ряд косвенных индикаторов.

* Статья отражает личное мнение автора.

¹ NBER. 2010. Sept. 20.

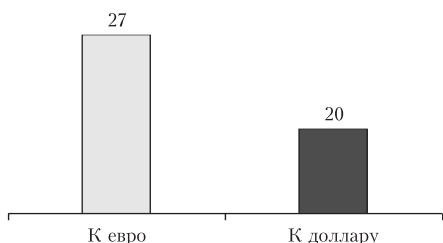


Источники: Евростат, Росстат.

Рис. 1

Устойчиво растут котировки золота и серебра, которые бьют ценовые рекорды, что отражает неуверенность инвесторов в перспективах мировой экономики и их желание инвестировать в наименее рискованные активы. В условиях избытка долларовой ликвидности и риска для самого доллара и всей мировой валютной системы повышается роль швейцарского франка, традиционной «валюты-убежища» во времена кризисов (см. рис. 2).

а) Укрепление швейцарского франка к евро и доллару
(июль 2007—сент. 2010 г., в %)



Источник: рассчитано по данным www.kitco.com.

б) Цена серебра и золота
(долл./тр. унц.,
1 янв. 2009 г. = 100)

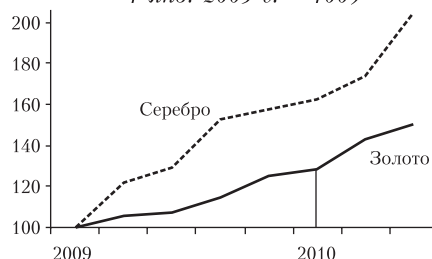
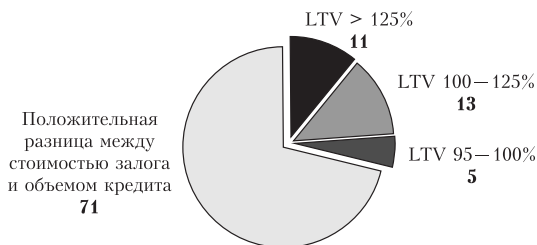


Рис. 2

Нерешенные проблемы на рынке ипотеки США также создают риски формирования источников новых кризисных обострений.

Из-за низкого обеспечения кредитов залогами (соотношение LTV — доля кредитов с разным обеспечением в общем объеме, см. рис. 3) сохраняются вероятность дефолтов и предпосылки для новых кризисов в будущем, особенно если цены на жилье будут снижаться (см. рис. 4). Большая доля кредитов (около 30%), которые обеспечены залогом почти на всю их сумму, повы-

Обеспечение кредитов залогами
(Loan-to-Value-Ratio, LTV, в %)



Источник: МВФ.

Рис. 3

шает уязвимость заемщиков при возможном снижении цен и росте ставок. Это может сделать такие кредиты необеспеченными и чревато увеличением невозвратов и неплатежей.

В настоящее время принимаются меры по поддержке ипотечного рынка (включая возможность рефинансирования и продаж кредитов с недостаточным обеспечением), что может несколько успокоить его участников. Но следует помнить: резкое сокращение активов домашних хозяйств (см. рис. 5), вызванное кризисом, в целом существенно ограничивает спрос на ипотеку.



Источник: US Department of the Treasury, Sept. 2010.

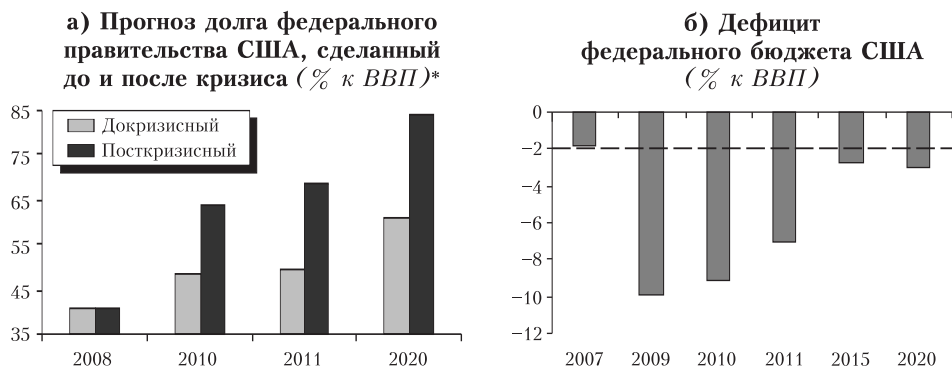
Рис. 4



Источник: ФРС США.

Рис. 5

Рост расходов в связи с антикризисными мерами обостряет проблемы бюджетного дефицита и госдолга. По прогнозам, даже с учетом наметившейся тенденции к восстановлению американской экономики дефицит федерального бюджета США до 2020 г. не вернется к предкризисному уровню (см. рис. 6).



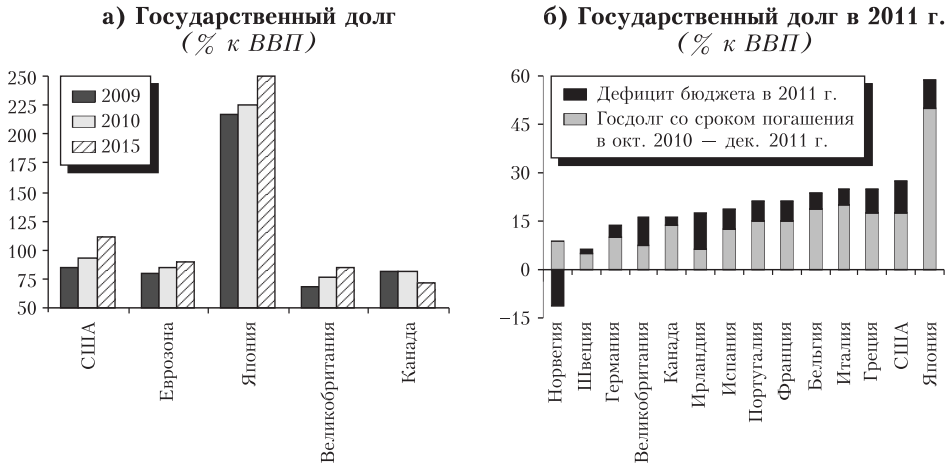
* Прогнозы сделаны в декабре 2007 и январе 2010 г.

Источник: Hearings in Financial Crisis Inquiry Commission. 2010. Jan. 13; CBO.

Рис. 6

Настораживает и оценка долговых перспектив большинства развитых экономик. При этом в ряде случаев на ближайший год приходится значительная сумма платежей по долгу (см. рис. 7).

Очевидно, что в результате глобальные дисбалансы лишь усилятся. Более того, страны с избыточной ликвидностью (часто с высокой нормой сбережений) будут вынуждены, как и до кризиса, финан-



Источник: МВФ.

Рис. 7

сировать государства с большим дефицитом бюджета, что приведет к перетоку в последние значительных финансовых ресурсов².

Подобный переток может вызвать снижение уровня процентных ставок (напомним, в развитых странах они и так низкие). В результате уменьшится доходность финансовых операций, что вынудит банки проводить более агрессивную политику с целью увеличить прибыль. В условиях невысокой доходности они будут менее строго оценивать качество активов и начнут проявлять интерес к более высокодоходным и одновременно высокорискованным сферам вложения средств³. Эта тенденция уже проявилась в 2010 г., когда, во-первых, увеличились эмиссии и возрос спрос на облигации низкого качества («мусорные» облигации, junk bonds) и, во-вторых, стали сокращаться различия в доходности (спред) между госбумагами и облигациями с высоким риском (см. рис. 8).

Очевидно, даже несмотря на принятые регулирующие и ограничительные меры, у банков снова вырастет кредитное плечо, а их балансы



Источник: The Economist. 2010. Sept. 30.

Рис. 8

² Подробнее см.: www.ershovm.ru, а также: Ершов М. В. Финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика. [2011].

³ Возможность развития таких тенденций мы отмечали, в частности, в 2009 г. (см. подробнее: Конференция СРО НФА. Дискуссионная панель макроэкономистов «Перспективы финансового рынка России», 10–11 дек. 2009 г. М., 2010).

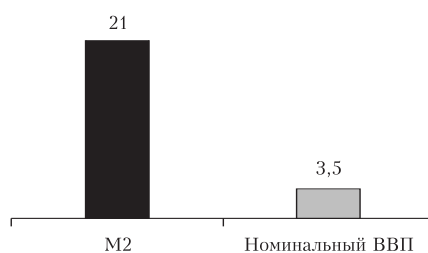
будут неоправданно раздуваться. Другими словами, вновь начнут накапливаться риски, как перед последним глобальным кризисом. Причем это будет носить массовый, системный характер. Как справедливо указывал глава Банка Японии, «большинство участников рынка вряд ли смогут противодействовать давлению со стороны акционеров относительно необходимости повышать доходность операций»⁴. Данные обстоятельства показывают, сколь хрупка достигнутая стабилизация и сколь высоки риски мировой экономики и отдельных стран — вплоть до возможного наступления страновых дефолтов в будущем с формированием предпосылок масштабного геополитического кризиса в мире.

Еще одно важное обстоятельство, определяющее будущие риски, — избыток глобальной ликвидности. В результате масштабных антикризисных «вливаний» в ряде стран рост денежной массы ведущих экономик значительно опередил рост их ВВП (см. рис. 9). Эти тенденции еще больше усилятся ввиду планируемого США очередного увеличения своей эмиссии (см. рис. 10).

Очевидно, указанные ресурсы будут искать место применения — сначала притекать на рынки, разогревая их, а затем уходить с них, создавая риск обрушения. В условиях свободного движения капиталов это повысит риски новых региональных кризисов и волатильность как финансовых рынков, так и мировой экономики в целом.

Как справедливо указывалось в международных обзорах, «развитые страны слишком быстро влили большие ресурсы в развивающиеся государства. Это привело к возникновению пузыря активов в ипотеке и на фондовом рынке, а также к удорожанию валют»⁵. В таких условиях развивающиеся страны будут стремиться ограничить капитальные операции и нейтрализовать негативный эффект спекулятивного притока

Прирост денежной массы (M2) и ВВП основных экономик*, 2007—2009 гг.
(декабрь к декабрю, в %)

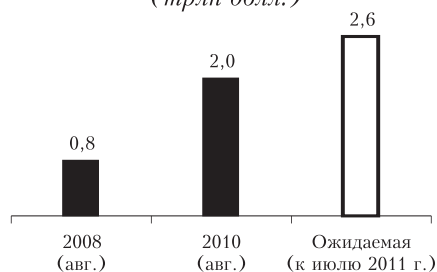


* Еврозона, США, Великобритания, Япония, Китай, Россия.

Источники: рассчитано по данным Eurostat, US Fed, BEA, Bank of England, Bank of Japan, National Bureau of Statistics of China; Росстат, ЦБ РФ.

Рис. 9

Фактическая и ожидаемая денежная база доллара США
(трлн долл.)



Источник: построено по данным ФРС США.

Рис. 10

⁴ Shirakawa M. Some Thoughts on Incentives at Micro and Macro Level for Crisis Prevention // BIS Papers. 2009. No 53. P. 25—26.

⁵ Gallagher K. P. Losing Control: Policy Space to Prevent and Mitigate Financial Crises in Trade and Investment Agreements // UN Report. 2010. No 58.

«коротких» денег. Некоторые страны уже приняли соответствующие меры (в частности, Бразилия, ЮАР, Южная Корея). Использование подобных подходов скорее всего расширится.

В развитых странах, в первую очередь в США, с целью смягчить отрицательный эффект для самого финансового сектора может быть предпринята попытка сначала трансформировать финансовый пузырь в общеэкономический, вытолкнув его, насколько возможно, в реальную экономику. Поскольку основная помощь поступает в финансовую сферу и именно ей прежде всего достается положительный эффект от оказываемых мер поддержки, то эта сфера будет усиливаться за счет относительного ослабления реального сектора. Тогда возникнет возможность «более равномерного» распределения рисков в экономике: они станут меньше в самой финансовой сфере (которая остается главной точкой опоры), но возрастут у других участников со всеми вытекающими последствиями для экономики в целом — инфляционными, секторальными, валютными и т. д. Затем, с учетом складывающихся условий, пузырь можно вытолкнуть во внешнюю сферу, что позволит одновременно решить задачу эффективного размещения дополнительной ликвидности (особенно если внешние активы будут недооцененными) и упредить возможное обесценение доллара в будущем.

Развивающиеся экономики — важная и емкая сфера для такого размещения средств. Если эти страны осознают риски дестабилизации, связанные с избытком глобальной ликвидности, и предпримут меры по ограничению притока «коротких» денег из стран с чрезмерной эмиссией, то это существенно осложнит достижение «нового посткризисного выравнивания». Вот почему в лондонской декларации «большой двадцатки», когда речь идет о необходимости противодействовать протекционизму, *отдельно указано на недопустимость финансового протекционизма, особенно мер, ограничивающих мировое движение капиталов, в первую очередь в развивающиеся страны*⁶.

В самом худшем сценарии нельзя исключать применения всего арсенала не только экономических, но и геополитических средств для переноса центра тяжести кризиса в другие точки мира с последующей глобальной дестабилизацией. Одновременно это может способствовать «решению» накопившихся долговых проблем.

В условиях избыточной ликвидности могут обостриться риски доллара США. В целом за последние годы он действительно вошел в полосу длительного системного обесценения, причем эта тенденция становится все более устойчивой (см. рис. 11). Очевидно также, что любое новое ухудшение положения американской экономики,



Источник: Банк международных расчетов.

Рис. 11

⁶ G-20. The Global Plan for Recovery and Reform. 2009. Apr. 2.

как и ее долларовая «накачка» в рамках антикризисных мер, осложнит позиции американской валюты.

Неуверенность рынка все чаще заставляет возвращаться к поиску неких «якорей» или иных «точек опоры» международной валютной системы. В связи с необходимостью стабилизировать валютную систему делаются различные предложения, вплоть до возможного применения в той или иной форме «золотого стандарта». По словам президента Всемирного банка Р. Зеллика, «желательно обратиться к использованию золота в качестве международного ориентира для оценки рыночных ожиданий по поводу инфляции, дефляции и валютных курсов»⁷.

Ситуация в России

С учетом рассмотренных тенденций в мировой экономике обратимся к ситуации в России. О целесообразности повысить роль других валют (помимо доллара) и золота при формировании международных резервов России в условиях глобальной финансовой нестабильности мы говорили еще на начальном этапе кризиса.

О некоторых вопросах формирования золотовалютных резервов⁸

1. Высокие риски и повышенная турбулентность международной финансовой сферы в 2007—2008 гг., а также связанные с этим курсовые колебания валют сделали актуальными вопросы о «якоре-устойчивости» в международной валютной системе, а также о нахождении активов, в наименьшей степени подверженных рискам. В связи с этим внимание вновь было обращено на золото, во-первых, как актив, традиционно считающийся наиболее надежным в условиях кризиса, и, во-вторых, как актив, который устойчиво дорожает в последние три года.

Учитывая, что кризисные тенденции в мировой экономике могут продолжить свое развитие в ближайший год, что может привести к курсовым потерям, необходимо рассмотреть возможность мер по диверсификации золотовалютных резервов страны путем увеличения в них золотого компонента.

2. Необходимо также принимать во внимание устойчивое снижение курса американского доллара по отношению к ряду валют (евро, швейцарский франк, фунт стерлингов, юань, рубль) в течение последних двух с лишним лет. При этом, по оценкам международных организаций, доллар по-прежнему остается переоцененным (что означает сохранение потенциала для дальнейшего снижения его курса).

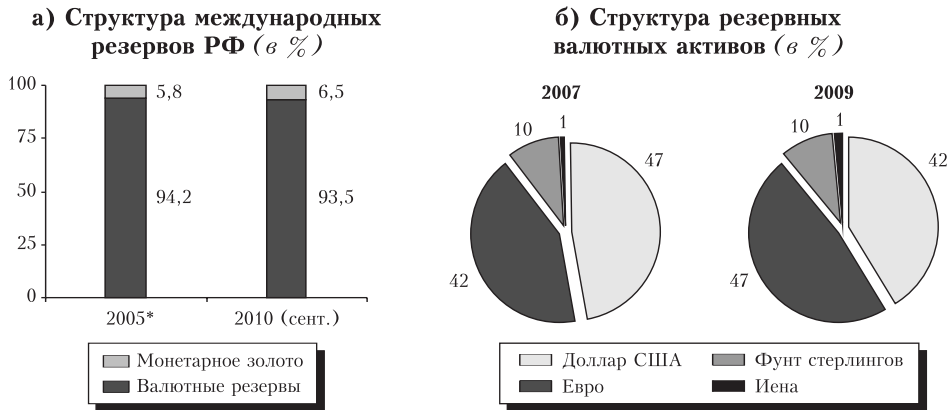
Снижению доллара могут также способствовать кризисные тенденции в американской экономике и снижение процентных ставок, делающие инвестиции в доллары менее привлекательными.

С учетом вышеизложенного целесообразно рассмотреть возможность постепенной диверсификации валютного портфеля золотовалютных резервов (а также валютной структуры внешнеторгового оборота) путем увеличения в нем доли других валют.

В условиях кризиса в этих процессах стали наблюдаться некоторые подвижки, однако в целом пока картина меняется незначительно (см. рис. 12).

⁷ The Financial Times. 2010. Nov. 8.

⁸ Ершов М. В. Материал к заседанию Комитета по банковской деятельности РСПП, 7 февр. 2008 г.



* Золото пересчитано по рыночной цене.

Источники: ЦБ РФ, рассчитано по данным ЦБ РФ.

Рис. 12

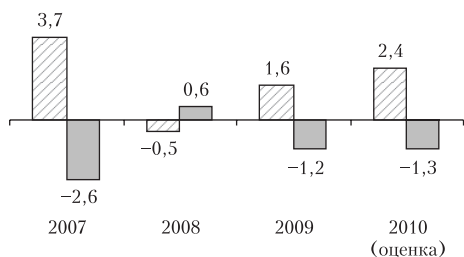
Необходимо было также пересмотреть подходы Банка России к формированию ликвидности в российской экономике, сместив центр тяжести с международных источников на внутренние. На первых порах кризис внес коррективы в политику ЦБ РФ. Уже в конце 2007 г. (когда отмечались первые признаки кризисных процессов в мире) фактически впервые за многие годы в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год» было предусмотрено постепенное сокращение роли международного фактора в формировании денежной базы в планируемый период (до 2010 г.). Годом позже — в 2008 г. — в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов», пересмотренной в условиях кризиса и принятой в окончательной редакции в конце года, при формировании денежного предложения был усилен акцент на росте *внутренних* источников (чистых внутренних активов) при уменьшении роли внешнего фактора. Предполагалось, что это позволит «более эффективно использовать процентные инструменты денежно-кредитного регулирования, сделать действенным процентный канал трансмиссионного механизма»⁹, а также «за счет уменьшения присутствия Банка России в операциях на валютном рынке повысить гибкость курсовой политики, осуществить постепенный переход к режиму свободно плавающего валютного курса»¹⁰.

Фактически роль внешнего фактора в 2008 г. действительно уменьшилась, а внутреннего — возросла (см. рис. 13а). Однако денежная программа на 2010 г. была разработана исходя из предположения о росте чистых международных резервов как основном источнике увеличения денежной базы. Это в целом означает отказ ЦБ от объявленных ранее подходов, принятых в условиях противодействия кризису, согласно которым основными должны были стать внутренние

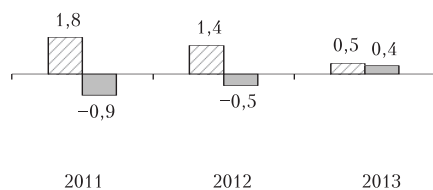
⁹ См.: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов / ЦБ РФ. С. 27.

¹⁰ Там же.

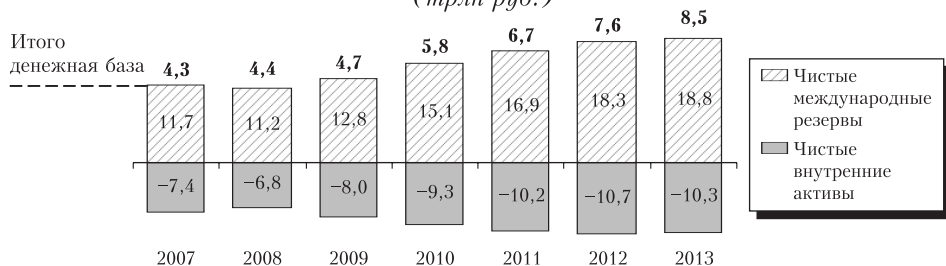
а) Фактический прирост показателей денежно-кредитной программы (на конец периода, трлн руб.)



б) Прирост показателей денежно-кредитной программы от 2010 г.* (трлн руб.)



в) Источники формирования денежной базы рубля (трлн руб.)*



* 2010 г. — оценка ЦБ РФ (окт. 2010 г.); 2011–2013 гг. — прогноз ЦБ РФ, основной (второй) вариант денежной программы от 2010 г.

Источники: построено по данным: «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год» (основной второй вариант); «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов» (основной третий вариант); «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов» (основной второй вариант); «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов» (основной второй вариант). Проект (окт. 2010 г.) / ЦБ РФ.

Рис. 13

источники монетизации. Теперь при формировании денежной базы на первый план снова выходят внешние источники. И хотя предполагается, что их значение будет уменьшаться (см. рис. 13б), абсолютный вклад внешнего фактора в формирование денежной базы останется решающим (см. рис. 13в).

Можно ли говорить, что перечисленные в документе 2008 г. цели перестали быть актуальными или исчезли риски мировой экономики, которые вынудили регулятора модифицировать свои подходы? И каковы тогда пути решения системных структурных задач, стоящих перед экономикой? Ведь внешнему каналу монетизации присущи риски, связанные с возможностью привлечения ресурсов (или невозможностью, как в ходе последнего кризиса). Кроме того, указанные подходы приводят к сохранению экспортно-сырьевой ориентации российской экономики, уменьшение которой руководство страны считает важной системной задачей. Сырьевой экспортер, продавая валютную выручку и получая дополнительные рубли, фактически формирует спрос для остальной экономики, которая начинает все больше обслуживать интересы данного сектора, расширяя его позиции и в экспорте, и в структуре ВВП, что и наблюдалось многие годы. При

этом уменьшается поступление финансовых ресурсов в неэкспортные отрасли, трансмиссионные механизмы не могут эффективно обеспечивать переток ресурсов, а процентные ставки неадекватно отражают стоимость ресурсов для экономики¹¹.

Накопление золотовалютных резервов, очевидно, создает некий запас прочности для экономики, что подтвердили кризисные события. Однако это не означает, что следует переходить к механизму «валютного правления» — *currency board* (если не буквально, то близкого по смыслу), когда вся внутренняя ликвидность формируется только на основе притока валюты, а центральный банк фактически отказывается от своей главной функции — первичного источника денежных ресурсов, которые одинаково доступны для экспортных и неэкспортных отраслей. Экспортная выручка и внешние займы все равно будут поступать в экономику, но их роль в формировании денежной базы должна балансироваться внутренними механизмами с учетом потребностей национальных экономических участников, в первую очередь неэкспортных отраслей. Без их развития нельзя осуществить реальную диверсификацию экономики, преодолеть ее сырьевую направленность.

Конечно, сырьевые поставки нужны мировой экономике. В отсутствие эффективных альтернатив Россия вынуждена выступать в качестве такого поставщика. Но достаточна ли такая функция для нашей страны, позволит ли она обеспечить ее долгосрочную системную роль в мире? И на что нам рассчитывать, когда уменьшатся невозобновляемые ресурсы российской экономики?

Денежная программа на 2010–2012 гг. предполагает сокращение чистого кредита и банкам, и расширенному правительству (см. табл.), что будет означать дополнительное изъятие средств из экономики. Кроме того, тогда вновь придется привлекать необходимые средства из внешних источников, что усилит зависимость нашей страны от конъюнктуры мирового рынка и повысит соответствующие риски со всеми вытекающими последствиями.

Т а б л и ц а

Показатели денежной программы на 2010–2013 гг.*(на конец периода, трлн руб.)**

	2010	2011	2012	2013
Денежная база (узкое определение)	5,8	6,7	7,6	8,5
Чистые международные резервы	15,1	16,9	18,3	18,8
Чистые внутренние активы	–9,3	–10,2	–10,7	–10,3
в том числе:				
чистый кредит расширенному правительству	–4,7	–4,6	–4,7	–4,8
чистый кредит банкам	–2,1	–3,1	–3,5	–2,6

* 2010 г. — оценка ЦБ РФ (окт. 2010 г.); 2011–2013 гг. — прогноз ЦБ РФ, основной (второй) вариант проекта денежной программы от 2010 г.

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов.

¹¹ На эти и иные недостатки подобных подходов мы неоднократно указывали ранее (см., например: Ершов М. Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. 2006. № 12).

О назревших мерах денежно-кредитной политики

Как мы показали, и в мире, и в российской экономике вновь начинают формироваться подходы, которые либо уже привели в прошлом к возникновению кризисных процессов (как в ведущих странах), либо усугубили кризисные тенденции (как в России). Поскольку глобальные риски остаются высокими, необходимо создать механизмы, нейтрализующие действие внешних шоков. В связи с этим рассмотрим ряд актуальных вопросов.

1. Очевидно, нужны механизмы замещения внешних источников финансовых ресурсов внутренними. Следует серьезно пересмотреть сложившиеся подходы к формированию денежного предложения: роль экспортной выручки и внешних займов должна балансироваться внутренними механизмами формирования ресурсов с учетом потребностей национальных экономических участников, в первую очередь неэкспортных отраслей. В гораздо более развитых экономиках мира (США, Япония и др.) ведущую роль в этом процессе играют денежные власти¹².

2. Как мы не раз указывали раньше, даже на зрелых рынках именно монетарные власти формируют основу «длинных» финансовых ресурсов в экономике. Когда иностранный центральный банк покупает у своего минфина «длинную» бумагу, он фактически осуществляет целевую эмиссию на длительный срок, предоставляя тому «длинный» кредит, который затем поступает в экономику и посредством мультипликатора формирует многоуровневый пласт «длинных» ресурсов с разными сроками. В отсутствие таких подходов мы будем зависеть от возможности (или невозможности) привлечь эти ресурсы на внешних рынках.

3. Нужно быть готовыми к рискам, связанным с чрезмерной волатильностью валютных курсов, в том числе вызванной избытком глобальной ликвидности и ее перемещением по миру. Движение «горячих» денег (особенно когда их становится все больше) может серьезно дестабилизировать экономику разных стран и вновь заставить их использовать рычаги контроля за движением капиталов. С подобными рисками сталкивается и российская экономика, поэтому необходимо продумать меры по их нейтрализации.

4. Избыточный приток капитала может сопровождаться удорожанием рубля. О плюсах и минусах сильного рубля мы уже высказывались на страницах журнала. В складывающейся ситуации отметим, что его удорожание (как динамическая тенденция) само по себе стимулирует приток спекулятивного капитала, ведь впоследствии можно продать подорожавшие рубли и капитализировать прибыль. В то же время статично более дорогой рубль может быть своего рода фильтром, делая такие спекулятивные притоки менее эффективными.

Напомним, кстати, что рубль по соотношению курс/ППС по-прежнему недооценен больше, чем валюты многих других разви-

¹² Подробнее см.: *Ершов М.* О финансовых механизмах экономического роста // Вопросы экономики. 2002. № 12, а также: *Ершов М. В.* Финансовый кризис. Что дальше?; www.ershovm.ru.

вающихся стран (примерно в 1,8 раза, или на 80%¹³). Отчасти это решает проблемы торгового баланса, но одновременно наша экономика становится фактически беззащитной перед угрозой избыточного притока капитала, особенно в условиях либерализации капитальных операций; причем эффективность его привлечения крайне низкая (одно дело, когда каждый привлекаемый доллар эквивалентен 17–20 руб., и другое — когда 30–32, что удешевляет все внутренние активы).

В целом более дешевый рубль означает уменьшение валютной оценки нашего национального богатства, ВВП, других показателей, характеризующих уровень развития страны. Это касается и инвестиций российского бизнеса на внешних рынках: дорогой рубль делает такое участие более весомым, а дешевый существенно снижает эффективность подобных инвестиций.

Странно, что при стимулировании посредством занижения курса рубля наших внешнеэкономических операций практически не рассматриваются возможности стимулировать наши инвестиции за рубежом. Конечно, для иностранных рынков мы представляем интерес прежде всего как поставщики сырья или как рынок сбыта их продукции и там никто не ждет нас в качестве покупателей и акционеров их компаний (отдельные попытки крупных российских компаний приобрести серьезные западные активы показывают, с какими препятствиями приходится сталкиваться). Более того, дешевый рубль в целом служит западным рынкам своего рода защитой от нашего вхождения в капитал их компаний. Однако это не означает, что мы должны рассматривать их интересы как некую «объективную данность»; нам следует стремиться изменить ситуацию в свою пользу, расширяя реальное и системное присутствие на западных рынках.

Масштабная недооценка рубля усложняет задачу нейтрализации притока «горячих» денег. В ситуации избытка глобальной ликвидности более дорогой рубль препятствует ее поступлению на российский рынок (за это приходится платить дороже), в результате повышается оценка всех рублевых активов для внешних спекулянтов (и остальных инвесторов).

В отсутствие мер, регулирующих движение «горячих» денег, постепенное удорожание рубля не решит проблему спекулятивного притока средств. В то же время курсовые изменения можно осуществить, например, через реализацию ряда одномоментных удорожаний (если регуляторы сочтут это целесообразным), приближая курс к тому уровню, который в большей степени учитывает общеэкономический уровень цен (с учетом ППС) и решает задачи нейтрализации притока избыточной и краткосрочной глобальной ликвидности. Желательно одновременно принимать необходимые меры налоговой и денежно-кредитной политики, направленные на достижение данных целей.

Внешнеторговые последствия таких шагов можно балансировать рычагами таможенной и тарифной политики, а также мерами по поддержке экспортеров¹⁴. Этому будет способствовать и использо-

¹³ Другими словами, если за основу сравнений брать курс, базирующийся на ППС, то при его обесценении на 80% мы выходим на уровень нынешнего номинального рыночного курса рубля к доллару (около 30 руб.).

¹⁴ Подробнее см.: *Ершов М. В.* Валюты в мировой торговле. М.: Наука, 1992; *Ершов М. В.* Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000; *Ершов М. В.* Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005; *Ершов М.* Актуальные направления экономической политики // Вопросы экономики. 2003. № 12; www.ershovm.ru.

вание рубля в качестве валюты цены и валюты расчетов по российским экспортным поставкам, поскольку тогда поменяются курсовые предпочтения экспортеров. Они будут заинтересованы в удорожании национальной валюты, так как им выгоднее получать платежи в более крепкой денежной единице¹⁵.

Конечно, при более дорогом рубле усиливается конкуренция с импортными товарами. Однако, во-первых, это стимул для повышения конкурентоспособности отечественных производителей. Если они не могут адекватно конкурировать с внешними поставщиками, целесообразно применять рычаги торговой политики, которые *обеспечат защиту соответствующих производств* (поскольку, напомним, эффективно использовать валютный курс в целях внешнеэкономического регулирования можно лишь в комплексе с другими мерами торговой политики).

Во-вторых, менее дорогой импорт удешевляет внешние поставки для внутреннего производства, тем самым снижая издержки. В соответствии с выбранными приоритетами можно проводить селективную политику, обеспечивая низкий уровень цен на товары, импорт которых критичен для внутренних производителей, и, напротив, *вводить защитные меры* применительно к товарам, производство которых необходимо сохранить в стране.

5. В «геоэкономическом» плане следует также помнить, что рублевое пространство — это то, что формируется и управляется национальными денежными властями и национальными экономическими субъектами. От того, насколько «весомой» и стабильной будет эта рублевая среда в международной финансовой системе, зависят вес и место страны (а стало быть — и ее компаний и банков) в мире.

* * *

В силу разнообразия нынешних вызовов и рисков необходимы различные меры по их уменьшению. Какими они будут — решать регуляторам и участникам рынка. Однако в современном мире все более актуальными становятся подходы, основанные на разумном прагматизме, когда все больше стран начинают действовать в соответствии со здравым экономическим смыслом. Часто это противоречит подходам или теоретическим догмам, которые доминировали в «обычное» время. Чтобы адекватно противодействовать возникающим новым рискам, нужно использовать весь набор мер, которые могут потребоваться в конкретной ситуации. Чем быстрее мы начнем руководствоваться здравым экономическим смыслом, чем более разумными и взвешенными окажутся наши решения, тем больше возможностей будет у нашей экономики успешно развиваться в новых условиях.

¹⁵ Ершов М. Об актуальных экономических задачах // Вопросы экономики. 2004. № 12.

О РОЛИ МОНЕТАРНОЙ И ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ В ПЕРИОД КРИЗИСА И ПОСЛЕ НЕГО

Мировой кризис и динамика российской экономики

Мировой финансовый кризис был спровоцирован крахом перегретых фондовых рынков, на которых образовался «финансовый пузырь»: биржевая оценка акций кратно превысила стоимость представляемого ими реального капитала. Рано или поздно финансовый пузырь должен был лопнуть. Вслед за финансовым кризисом начался спад производства, снизился мировой спрос на сырье и энергоносители, началось падение цен на нефть. Кризис носил глобальный характер, однако ряд крупных развивающихся стран (Китай, Индия, Бразилия) избежали его последствий. Могла ли избежать их Россия?

Кризис, разразившийся в России в конце 2008 г., стал результатом ряда внешних шоков. Падение мировых цен на энергоресурсы и сокращение спроса на российский экспорт вызвали уменьшение доходов, снижение рентабельности выпуска товаров и услуг, сокращение агрегированного спроса, спровоцировали бегство отечественного капитала. Отток иностранного и отечественного капитала создал угрозу масштабного банковского кризиса.

Тем не менее нельзя причины кризиса в российской экономике свести к внешним факторам. Восприятие внешних шоков экономической системой страны в решающей степени зависит от институциональной структуры этой системы, проводимой экономической политики, используемых в экономической политике инструментов¹. Эффект, вызываемый внешними шоками, может быть поглощен и уравновешен или, по крайней мере, ослаблен с помощью своевременно введенных в действие инструментов денежной и финансовой политики, и тогда не будут разрушительными последствия в реальном секторе. Как механизм кризиса в России, так и его результаты (смещение траектории роста, структурные сдвиги в экономике и т.д.) в решающей степени определяются спецификой институционального строения российского общества и проводимой экономической политикой, в частности политикой финансовой и денежной.

Внешние шоки, воздействовавшие на российскую экономику, были относительно краткосрочными. Начиная со II квартала 2009 г.,

¹ Аналогичной позиции придерживаются авторы экспертного заключения Института современного развития (ИНСОР). См.: Вопросы экономики. 2009. № 4. С. 5. Внутренние факторы, обусловившие назревание кризисных процессов в российской экономике, подробно проанализированы в: *Навой А.* Российские кризисы образца 1998 и 2008 годов: найди 10 отличий // Вопросы экономики. 2009. № 2.

объем экспорта быстро рос, и уже в III квартале 2009 г. достиг нормального уровня, предшествовавшего ценовому буму на мировом рынке нефти в I—III кварталах 2008 г. Восстанавливался нормальный объем импорта. Объемы экспорта и импорта оставались высокими и в последнем квартале 2009, и в течение трех кварталов 2010 г. Кризис внешних заимствований, вывоз отечественного капитала и резкое сжатие активного сальдо счета текущих операций в последнем квартале 2008 г. действительно вызвали экстраординарное превышение спроса на иностранную валюту (133,7 млрд долл.) над ее предложением (8,7 млрд долл.), что привело к сокращению валютных резервов на 125 млрд долл. Однако уже в I квартале 2009 г. вывоз капитала не только не превышал средние квартальные величины в докризисный период, но был в полтора раза меньше, чем в среднем в 2007 г., и вдвое меньше, чем в среднем за первые три квартала 2008 г. Во II квартале 2009 г. возобновился прирост внешних обязательств. При восстановлении валютного контроля, по крайней мере на время кризиса, отток капитала в последнем квартале 2008 г. мог оказаться лишь эпизодом, последствия которого можно было преодолеть без значительных потерь для реального сектора².

Тем не менее в российской экономике разразился полномасштабный кризис, произошло падение занятости, выпуска товаров и услуг, валового внутреннего продукта. Спад в мировой экономике (без Китая, Индии и Бразилии) составил 2% ВВП. Спад в развитых странах был более глубоким: в США он составил 2,4% ВВП, в странах ЕС — 4,1, в Японии — 5,2%. В СНГ спад составил 6,6% ВВП, в России — не менее 12–15%. К числу внутренних факторов, обусловивших глубину кризиса в России, можно отнести монопольное ценообразование и диспропорции в динамике цен, рассогласованное изменение рентабельности различных видов деятельности, резкие сдвиги в распределении добавленной стоимости и инвестиционных ресурсов в пользу монополизированных отраслей.

Для кризисных периодов характерна, за немногими исключениями, дефляция цен. Элементы дефляции наблюдались в российской экономике на острой стадии кризиса 2008–2009 гг.³ Но в целом рост цен продолжался, хотя темп его существенно снизился. Темп роста цен на продукцию обрабатывающей промышленности был в 2009 г. как минимум вдвое ниже, чем в предшествующие годы. В то же время рост цен на топливо и электроэнергию, производство которых высокомонополизировано, не только не замедлился, но, напротив, ускорился. Соответствующие данные приведены в таблице 1.

Диспропорция в динамике цен монополизированных и немонополизированных отраслей экономики в кризисные периоды — явление

² О возможности восстановления валютного контроля и регулирования на время кризиса подробнее см.: Головин М. Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации // Вопросы экономики. 2009. № 4. С. 58. О мировом опыте контроля над ввозом капитала подробнее см.: Ершов М. Мировой финансовый кризис: год спустя // Вопросы экономики. 2009. № 12. С. 10.

³ Об очагах дефляции в российской экономике во время кризиса см.: Экономический кризис в России: экспертный взгляд / Институт современного развития (ИНСОР) // Вопросы экономики. 2009. № 4. С. 7.

Т а б л и ц а 1

Динамика цен в период кризиса (в %)

	Декабрь 2009 к декабрю 2008	Май 2010 к декабрю 2008
<i>Цены приобретения:</i>		
нефть	252,15	255,60
газ	121,94	138,17
электроэнергия	120,22	132,21
<i>Цены производителей:</i>		
производство пищевых продуктов*	105,66	106,73
текстильное и швейное производство	105,46	107,93
производство машин и оборудования	103,72	107,68

* Без производства табака.

Источник: данные Росстата, расчеты автора.

хорошо известное со времен Великой депрессии. В мировой практике были выработаны различные методы борьбы с диспропорцией цен: государственные интервенции на товарных рынках, создание государственных запасов, льготное кредитование производителей в монополизированных отраслях, морально-принудительный контроль над ценами, наконец, временное замораживание цен и заработной платы. Значительная диспропорция в динамике цен была характерна и для российской экономики во время последнего кризиса, однако при этом не проводилась сколько-нибудь последовательная, целенаправленная ценовая политика.

Как видно из таблицы 1, за период с января 2009 по май 2010 г. цены на нефть на внутреннем рынке выросли более чем в 2,5 раза, цены на газ — почти на 40%, цены на электроэнергию — более чем на 30%. Нефтегазовые монополии в значительной мере за счет внутренних потребителей компенсировали свои потери, вызванные падением цен на мировом рынке. В то же время цены производителей пищевых продуктов, текстильных и швейных товаров, машин и оборудования выросли всего на 7—8 %. Такая рассогласованность в динамике цен не могла не сказаться на рентабельности различных отраслей, инвестициях, темпах восстановления объема производства.

Снижение объема полученной прибыли в добыче топлива в конце 2008 — начале 2009 г. было далеко не столь сильным, как по экономике в целом, и особенно в обрабатывающих производствах. Объем прибыли, полученной за январь-май 2010 г. организациями, добывающими топливно-энергетические полезные ископаемые, значительно превзошел уровень соответствующего (докризисного) периода 2008 г. А в машиностроении объем сальдированной прибыли оставался в январе-мае 2010 г. вдвое ниже, чем за соответствующий период 2008 г.

На фоне быстрого восстановления высокого уровня рентабельности возобновился приток иностранного капитала в добывающие отрасли. Иностранные инвестиции в российскую экономику в целом, поступившие в I квартале 2010 г., составляли 76,2% от уровня соответствующего периода 2008 г., а иностранные инвестиции в добычу

топливно-энергетических полезных ископаемых составили 146% от уровня I квартала 2008 г., то есть выросли почти в полтора раза. Данные об иностранных инвестициях в машиностроение за I квартал 2010 г. на сайте Росстата отсутствуют, возможно, потому, что величина этих инвестиций пренебрежимо мала.

Объем производства в добывающих отраслях восстанавливался после кризисного спада значительно быстрее, чем объем производства в обрабатывающей промышленности. Уже в первом квартале 2010 г. продукция добывающих отраслей превысила уровень соответствующего периода 2008 г., тогда как в обрабатывающих производствах объем продукции был почти на 15% ниже, чем в I квартале 2008 г.

Таким образом, в результате кризиса изменилась структура производства, произошло новое масштабное перераспределение добавленной стоимости, кредитных и инвестиционных ресурсов в пользу сырьевых отраслей, ориентированных на внешние рынки. В этих условиях трудно говорить о модернизации российской экономики в обозримые сроки.

В программных документах, с которыми в последнее время выступили экономические ведомства⁴, сложившаяся в российской экономике ситуация оценивается вполне оптимистично. «Восстановительный рост происходил в секторах, наиболее пострадавших от кризиса, — обрабатывающей промышленности, ориентированной на инвестиционный спрос — машиностроительных отраслях» — говорится в документе Минэкономразвития⁵. Если авторы цитируемого документа хотят сказать, что производство в машиностроении восстанавливалось опережающими темпами (как, судя по контексту, их может понять читатель), то это прямо противоречит данным официальной статистики. Рост производства в обрабатывающих отраслях был значительно более медленным, чем в отраслях добывающих, а инвестиционный спрос оставался на крайне низком уровне.

Несмотря на оптимистическую оценку восстановительного процесса, в прогнозных и программных документах на среднесрочную перспективу намечается замедление роста и низкий уровень инвестиций в реальный капитал.

Т а б л и ц а 2

Динамика инвестиций в основной капитал

	2009	2010	2011	2012	2013
Прирост (+), уменьшение (-), в % к предыдущему году	-16,2	2,9	8,8	6,3	8,1
В % к 2008 году	83,8	86,2	93,8	99,7	106,0

Источник: Основные направления бюджетной политики на 2011 г. и период 2012 и 2013 гг.; расчеты автора.

⁴ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2011 г. и на плановый период 2012 и 2013 гг. (Минэкономразвития); Основные направления бюджетной политики на 2011 г. и плановый период 2012 и 2013 гг. (Минфин); Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 г. и период 2012 и 2013 гг. (Банк России).

⁵ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации... С. 4.

Как видно из таблицы 2, прогнозируемый на 2011 и 2012 гг. уровень инвестиций останется ниже уровня 2008 г., который, согласно официальным прогнозам, будет превышен лишь в 2013 г. Такие темпы восстановления инвестиционной активности не вписываются в обычное представление о деловом цикле, все стадии которого в целом охватывают 7—8 лет. Речь идет, скорее, о *прогнозируемой стагнации*.

Выйдет экономика на траекторию устойчивого и динамичного роста или ее ожидает затяжная стагнация, перемежающаяся спорадическими спадами и слабыми оживлениями, — напрямую зависит от проводимой и намечаемой денежно-кредитной и финансовой политики.

Денежная политика Центрального банка в период кризиса

Политика ЦБ до кризиса отнюдь не была направлена на поддержание экономического роста, обусловленного в тот период благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой. Центральный банк, покупая иностранную валюту, обеспечивал экономику достаточным количеством денег высокой эффективности, хотя руководствовался он *не спросом экономики на деньги*, а задачей *поддержания выгодного для экспортеров валютного курса*. Денежное предложение ЦБ пассивно следовало за ситуацией на валютном рынке, и если предложение иностранной валюты снижалось, а спрос на нее усиливался, ЦБ без колебаний допускал сокращение количества денег в обращении. Процентные ставки после 2005 г. практически перестали снижаться и поддерживались на высоком уровне, не допускавшем широкого кредитования низкодходных видов деятельности, включая обрабатывающую промышленность. Поддерживая высокие ставки процента, ЦБ руководствовался задачей привлечь иностранный капитал, который лишь в малой степени использовался для реальных инвестиций.

До кризиса ресурсы ЦБ состояли из прироста пассивов — количества денег высокой эффективности и средств расширенного правительства, включавших прирост стабилизационных фондов. Использовались ресурсы ЦБ почти исключительно для наращивания валютных резервов.

В IV квартале 2008 г. на острой стадии кризиса баланс ЦБ качественно изменился. Теперь ресурсы ЦБ более чем наполовину формировались за счет «перетасовки активов», главным образом, за счет сокращения валютных резервов. Лишь около половины ресурсов ЦБ составлял прирост пассивов — денег высокой эффективности и средств расширенного правительства. Значительный прирост количества денег в обращении в последнем квартале 2008 г., несмотря на кризисный спад, был безболезненно воспринят экономикой.

Прирост количества денег высокой эффективности, прирост капитала ЦБ (который мог быть осуществлен только за счет централизованных источников) и приток рублевых средств за счет сокращения валютных резервов в IV квартале 2008 г. в сумме формировали беспрецедентно крупные ресурсы Банка России, составившие около

3,6 трлн руб., или 8,7% годового ВВП. Более 98% этих ресурсов было использовано для поддержки банковской системы — предоставления банкам кредитов и размещения в них депозитов. События последнего квартала 2008 г. продемонстрировали огромные возможности Центрального банка по регулированию экономики. Ни в предыдущие, ни в последующие периоды ЦБ эти возможности не использовал.

В последующие периоды происходило постепенное погашение огромной задолженности коммерческих банков перед ЦБ и правительством, причем сокращение кредитов, предоставленных ЦБ коммерческим банкам, было одним из источников финансирования прироста золотовалютных резервов. Уже в I квартале 2009 г. прирост золотовалютных резервов поглотил 82% ресурсов ЦБ, а в последующие кварталы 2009 и 2010 гг. для прироста золотовалютных резервов было использовано от 95 до 100% ресурсов ЦБ. Другими словами, восстанавливается традиционная для Центрального банка политика пассивного следования за внешнеэкономическими факторами: торговым балансом и трансграничным движением капитала.

Данные, представленные в таблицах 3 и 4, показывают, как изменение денежно-кредитной политики ЦБ на протяжении рассматриваемого периода, влияло на кредитную активность банков⁶.

В IV квартале 2008 г. $\frac{3}{4}$ ресурсов коммерческих банков составляли обязательства перед расширенным правительством, главным образом, кредиты ЦБ. В I квартале 2009 г. прирост обязательств коммерческих банков перед расширенным правительством составил менее 6% их ресурсов, причем кредиты ЦБ даже сократились. В последующие кварталы ресурсы банков складываются, во-первых, из прироста обязательств перед частным сектором (включая прирост капитала банков), составляющего от 53 до 80% ресурсов банков, и перетасовки активов: сокращения иностранных активов, сокращения резервов ликвидности и даже сокращения кредитов частному сектору.

Как видно из таблицы 3, резервы ликвидности сокращались в течение I, II и III кварталов 2009 г., а также в I квартале 2010 г. Кредиты частному сектору практически сокращались в течение четырех кварталов: со II квартала 2009 по I квартал 2010 г. включительно.

⁶ *Ресурсы коммерческих банков* (как и ресурсы ЦБ) складываются из прироста пассивов и «перетасовки» активов. Прирост пассивов коммерческих банков можно свести к трем группам: прирост иностранных обязательств; прирост обязательств перед частным сектором (все виды депозитов физических и юридических лиц и облигации, выпущенные банками, прирост капитала банков); прирост обязательств перед расширенным правительством (кредиты и депозиты ЦБ, депозиты органов государственного управления). Тот или иной вид обязательств коммерческих банков может как увеличиваться, так и сокращаться. (Сокращение обязательств означает, что погашение задолженности превышает новые заимствования.) В последнем случае мы относим данный вид обязательств банков не к ресурсам, а к направлениям их использования, потому что для сокращения данного вида обязательств банки должны использовать прирост каких-либо других ресурсов. *Использование ресурсов коммерческих банков* складывается из прироста активов и сокращения обязательств. Прирост активов коммерческих банков можно свести к пяти категориям: прирост резервов ликвидности; прирост иностранных активов; прирост кредита правительству; прирост кредитов частному сектору; прирост «других активов». Любой из видов активов может как увеличиваться, так и уменьшаться. Уменьшение того или иного вида активов («перетасовку активов») мы относим к ресурсам банков, потому что за счет уменьшения данного вида активов происходит либо прирост других активов, либо сокращение того или иного вида обязательств.

Т а б л и ц а 3

Ресурсы кредитных организаций (млрд руб.)

	2008	2009				2010	
	IV	I	II	III	IV	I	II
<i>Прирост обязательств</i>							
инострантных обязательств	–	83,1	–	–	–	–	71,2
обязательств перед расширенным правительством	2970,0	67,8	–	–	–	–	
обязательств перед частным сектором (включая капитал банков)	1008,4	625,7	861,3	1195,9	1797,8	424,4	863,4
других пассивов	–	–	–	–	–	–	185,7
<i>Сокращение активов</i>							
резервов ликвидности	–	490,5	126,0	584,2	–	206,1	–
инострантных активов	–	–	265,5		411,0	119,1	210,1
кредита правительству	–	–	30,1	–	–	–	–
кредита частному сектору	–	–	325,9	–	40,0	20,1	–
Всего	3955,1	1114,0	1571,1	1753,5	2251,4	767,8	1628,7

Т а б л и ц а 4

Использование ресурсов кредитных организаций (млрд руб.)

	2008	2009				2010	
	IV	I	II	III	IV	I	II
<i>Уменьшение обязательств</i>							
инострантных обязательств	97,9	–	545,4	358,1	253,2	98,0	–
обязательств перед расширенным правительством	–	–	991,4	393,2	527,4	600,4	82,0
<i>Прирост активов</i>							
инострантных активов	1340,6	244,7	–	570,8	–	–	–
резервов ликвидности	1178,4	–	–	–	1125,8	–	483,3
кредита правительству	68,9	124,1	–	192,5	204,3	69,4	49,5
кредитов частному сектору	1023,5	553,2	–	106,2	–	–	1013,9
прочих активов	245,8	192,0	34,3	132,7	140,7	–	–
Всего	3955,1	1114,0	1571,1	1753,5	2251,4	767,8	1628,7

Источник: официальный сайт Банка России, расчеты автора.

Столь длительное сокращение банковского кредитования, причем не только в реальном, но и в номинальном выражении — явление исключительное в российской и, возможно, мировой практике. Чтобы объяснить это явление, нужно проанализировать структуру *использования* ресурсов кредитных организаций. Соответствующие данные представлены в таблице 4.

Огромные ресурсы, предоставленные коммерческим банкам ЦБ и правительством в IV квартале 2008 г., и прирост обязательств банков перед частным сектором использовались в основном по трем направлениям: прирост иностранных активов (вывоз капитала), прирост резервов ликвидности, прирост кредитов частному сектору. Прирост иностранных активов поглотил 34% ресурсов коммерческих банков, прирост резервов ликвидности — 30%, прирост кредитов частному сектору — 26%. Прирост резервов ликвидности был явно избыточным относительно прироста кредитов.

В I квартале 2009 г. дальнейшее расширение кредитования коммерческих банков ЦБ остановилось, но массированное сокращение кредитов и депозитов ЦБ еще не началось, поэтому кредиты частному сектору могли расширяться за счет сокращения избыточных резервов ликвидности. Действительно, в I квартале 2009 г. резервы ликвидности сократились на 490 млрд руб., а кредиты выросли на 553 млрд руб.

Во II квартале 2009 г. началось массированное сокращение задолженности банков перед расширенным правительством (главным образом — перед ЦБ), поглощающее львиную долю их ресурсов. Во II квартале 2009 г. на сокращение обязательств перед расширенным правительством использовано 64% ресурсов банков, сокращение иностранных обязательств банков — 34% (то есть в сумме 98%), причем ресурсы коммерческих банков на 20% формировались за счет сокращения банковских кредитов. Очевидно, что именно необходимость погашения задолженности сковывала кредитную активность банков⁷.

Эта тенденция сохранялась до I квартала 2010 г. включительно. На погашение задолженности перед ЦБ в I квартале 2010 г. использовано 78% ресурсов коммерческих банков. Еще 6% ресурсов было использовано коммерческими банками для погашения задолженности перед иностранными кредиторами. Кредиты частному сектору вновь сократились. Можно сказать, что проводимая Центральным банком политика стагнации и ее воздействие на кредитную систему проявились наиболее четко в I квартале 2010 г. Именно этой политикой можно объяснить последовавшее тогда новое падение производства ВВП, превысившее его обычное сезонное сокращение.

В документах ЦБ и Минфина констатируется низкая кредитная активность банков в 2009 — начале 2010 г., но причины ее не анализируются. О низкой кредитной активности банков говорится так, будто это явление находится вне сферы влияния денежных властей и причины его либо психологические, либо связаны исключительно с состоянием внешней для банковской системы среды. Однако, как показывает проведенный анализ, стагнация и даже спад кредитной активности, по крайней мере отчасти, обусловлены вполне конкретными, эндогенными для банковской системы факторами и прежде всего — проводимой Центральным банком денежно-кредитной политикой. ЦБ мог поддержать кредитную активность коммерческих банков в посткризисный период, предоставив им кредиты для рефинансирования иностранных обязательств и обязательств перед расширенным правительством. В качестве ресурса кредитования можно было использовать расширение денежного предложения, которое в тот период пассивно следовало за ситуацией на валютном рынке и неоправданно сжималось. Однако ЦБ, проявивший решительность и оперативность перед лицом возможного банковского кризиса в конце

⁷ На возможные негативные последствия свертывания кредитных операций ЦБ указывал С. Алексахенко: «Ситуация в банковском секторе в ближайшие два года осложнится сжатием пассивной части баланса из-за крупных платежей банков и их клиентов в погашение внешнего долга и снижения объемов кредитов, предоставленных Банком России. В такой ситуации российская экономика столкнется с сильнейшим кредитным сжатием, что заведомо будет тормозить экономический подъем» (Алексахенко С. Обвальное падение закончилось, кризис продолжается // Вопросы экономики. 2009. № 5. С. 20).

2008 г., обнаружил полное безразличие к поддержанию кредитной активности банков в последующие периоды. Уже в I квартале 2009 г. ЦБ вернулся к традиционному для него пассивному следованию за ситуацией на валютном рынке. В условиях кризиса это привело к сокращению количества денег высокой эффективности и банковских резервов ликвидности в I—III кварталах 2009 г.

Во II квартале 2010 г. расширение денежного предложения ЦБ, диктуемое избыточным предложением иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, способствовало росту банковских резервов и предоставленных банками кредитов частному сектору. Однако поскольку кредиты, предоставленные ЦБ коммерческим банкам, продолжали сокращаться, импульсы этого роста лежали всецело в реальном секторе, в начавшемся сезонном оживлении экономики; политика ЦБ в силу благоприятного стечения обстоятельств во II квартале 2010 г. не способствовала, но и не слишком сильно препятствовала экономическому росту. К числу таких благоприятных обстоятельств относится превышение предложения иностранной валюты над спросом на нее, а также тот факт, что задолженность банков перед ЦБ, образовавшаяся в последнем квартале 2008 г., была к этому времени в основном погашена. Насколько устойчивым будет оживление кредитной активности банков, начавшееся во II квартале 2010 г., судить преждевременно.

Денежная и финансовая политика в среднесрочной перспективе

Внеэкономические факторы денежной и финансовой политики

Анализ прогноза Минэкономразвития на 2011—2013 гг., «Основных направлений бюджетной политики», представленных Минфином, и «Основных направлений денежно-кредитной политики», разработанных Банком России на тот же период, убеждает в том, что ведущие экономические ведомства отнюдь не исключают затяжную стагнацию. Более того, намечаемая ими политика *при определенных внешнеэкономических условиях* ориентирована на сохранение длительной стагнации.

Логика всех трех документов в общих чертах такова: динамика текущего потребления, инвестиций, агрегированного спроса и ВВП определяется внешнеэкономическими условиями, отображаемыми в платежном балансе. Финансовая политика (дефицит бюджета, государственный долг) также зависит от внешнеэкономических условий, прежде всего — от поступления нефтегазовых доходов. Денежная политика ориентируется на состояние платежного баланса и детерминируемые внешними условиями изменения ВВП. При этом основная задача финансовой политики — снижение дефицита, основная задача денежной политики — контроль над инфляцией.

В Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2011—2013 годы представлены три прогнозных сценария платежного

баланса и в зависимости от его состояния — три сценария экономического роста и три варианта денежной программы. При мировой цене на нефть 60 долл. за баррель на 2011 г. прогнозируется рост ВВП на 3,6%, при цене 75 долл. ВВП растет на 4,2%, а при цене 90 долл. — на 4,8%. Еще разительнее перепады в прогнозируемых темпах инвестиций в основной капитал: при цене 60 долл. за баррель инвестиции растут на 2,9%, при цене 75 долл. — на 10%, при цене 90 долл. — на 11%.

Как нам представляется, логика построения государственной экономической политики должна быть принципиально иной. Темп роста экономики должен определяться задачами достижения полной занятости (сведения безработицы к ее фрикционной составляющей), освоения результатов научно-технического прогресса, качественного и достаточно быстрого обновления технологий и оборудования. Такой темп роста в экономической науке принято называть *оптимальным*, или *естественным*. Денежная и финансовая политика должны быть направлены на достижение и поддержание оптимального темпа роста экономики, а не замыкаться на собственных задачах, например сокращения дефицита или ограничения количества денег⁸.

Стихийно складывающийся платежный баланс, зависящий от мировых финансовых рынков и всплесков вывоза отечественного капитала, не должен определять темпы роста. Напротив, внешняя торговля и трансграничное движение капитала (тем самым платежный баланс) должны прямо или косвенно регулироваться в зависимости от принимаемого оптимального темпа роста. Для небогатой страны совершенно нормальным, принятым в мировой практике инструментом экономической политики является контроль над ввозом/вывозом капитала. Вполне допустимо также регулирование внешней торговли.

Прогнозные сценарии Минэкономразвития, Минфина и Центрального банка исходят из того, что увеличение активного сальдо счета товаров и услуг (которое определяется, в основном, активным сальдо торгового баланса и ценами на энергоносители) ведет к ускорению роста экономики. Это распространенное мнение глубоко ошибочно. Действительно, активное сальдо баланса товаров и услуг означает, что определенную часть произведенного ВВП страна отдает остальному миру в виде доходов иностранных инвесторов и кредиторов, вывоза капитала частным сектором и правительством, накопления официальных валютных резервов. Но экономический рост на основе высоких доходов от экспорта оказывается крайне ограниченным и быстро упирается в предел, диктуемый пропорциями использования ВВП и структурой экономики.

В зависимости от сценариев ожидаемой ценовой конъюнктуры мировых рынков и структуры платежного баланса должны изменяться не целевые макроэкономические показатели и параметры денежного предложения, а используемые денежными властями инструменты и, возможно, варианты сочетания денежной и финансовой политики. Целевые

⁸ Эту мысль четко выразил И. Варьяш: «Создание в России искусственно замкнутой на себя финансово-кредитной системы целей усиливает торможение экономического роста, и так с трудом пробивающего себе дорогу» (Варьяш И. Ю. ЦБ озабочился «финансовым таргетированием» // Бизнес и банки. 2010. № 38).

показатели экономического роста, совокупного спроса, расходов на текущее потребление, инвестиций, а также объема денежного предложения и ставок процента должны оставаться относительно стабильными.

Денежная политика

Главной целью денежно-кредитной политики в предстоящий трехлетний период, говорится в докладе ЦБ, будет удержание инфляции в границах 5—7% в годовом выражении. Обеспечение контроля над инфляцией и поддержание ее на стабильном уровне, как утверждают авторы доклада, будет способствовать формированию низких инфляционных ожиданий и оживлению деловой активности. Ряд аналитиков полагают, что ЦБ слишком оптимистично оценивает ожидаемый темп инфляции, но важнее другое: ЦБ исходит из утверждения, будто ограничительная денежная политика, направленная на подавление инфляции, сама по себе способствует экономическому росту. Это утверждение в принципе неверно.

Кредитно-денежная политика должна преследовать две фундаментальные цели, которые могут находиться в определенном конфликте между собой: *поддержание агрегированного спроса* (как непосредственно, так и с помощью регулирования ставок процента) и *контроль над инфляцией* (в той мере, в какой инфляция зависит от денежного предложения и кредитной активности банковской системы)⁹. Гиперинфляция, измеряемая двузначными цифрами, действительно может сковывать экономическую активность, однако умеренная инфляция нередко способствует или сопутствует росту, а нулевая инфляция или дефляция являются спутниками депрессии и последующей стагнации¹⁰. Поэтому нельзя свести задачи денежно-кредитной политики исключительно к контролю над инфляцией: при таком одностороннем подходе денежная политика превращается в тормоз экономического роста.

Главным инструментом денежно-кредитной политики, направленным на поддержание экономической активности, выступает денежное предложение по каналам кредитования банков и правительства. Однако в докладе ЦБ прирост или сокращение чистого кредита банкам и правительству всецело ставится в зависимость от условий наращивания или сокращения чистых международных резервов. В случае снижения цен на нефть чистые международные резервы как основа выпуска денег сокращаются, а чистые внутренние активы увеличиваются. И наоборот: при высоких ценах на нефть растут

⁹ О конфликте целей подавления инфляции и стимулирования роста говорится в экспертном заключении ИНСОРа. В нем сказано, что в результате денежной политики, направленной на подавление инфляции, выход из кризиса может затянуться. Денежные власти должны взвесить, какую «цену» они готовы заплатить за сдерживание инфляции (Экономический кризис в России: экспертный взгляд / Институт современного развития (ИНСОР) // Вопросы экономики. 2009. № 4. С. 19).

¹⁰ В Основных направлениях бюджетной политики, представленных Минфином, в отличие от доклада ЦБ вполне справедливо говорится, что снижение инфляции «связано с падением потребительского спроса на товары и услуги, а также крайне слабым восстановлением кредитования реального сектора экономики банками».

чистые международные резервы и сокращаются чистые внутренние активы. «В соответствии с третьим вариантом денежной программы, основанном на предположении о существенном росте цен на нефть, в 2011 г. прогнозируется увеличение чистых международных резервов на 3 трлн руб... При этом с учетом оцениваемой динамики денежной базы ожидается, что сокращение чистых внутренних активов должно составить 1,9 трлн руб.», — говорится в докладе Банка России¹¹.

Чтобы денежная политика была направлена на поддержание экономического роста, зависимость должна быть обратной: прирост или уменьшение чистых международных резервов должны определяться изменением чистых внутренних активов, которое соответствует наметаемому темпу роста и приемлемому уровню инфляции.

По-видимому, авторы доклада ЦБ исходят из того, что увеличение валютных резервов оказывает на экономику такое же воздействие, как кредитование правительства и банков. В действительности наращивание валютных резервов означает использование эмиссионного ресурса для вывоза капитала, тогда как кредитование внутренней экономики (правительства и банков) равнозначно использованию эмиссионного ресурса для поддержания внутреннего агрегированного спроса, расширения кредитования, снижения ставки процента, увеличения инвестиций. Прирост чистых внутренних активов центрального банка должен определяться именно этими целями, а не служить компенсацией избытка или недостатка предложения иностранной валюты¹².

Финансовая политика

Бюджетный дефицит, как и государственный долг, в России по мировым меркам невелик. В 2009 г. дефицит федерального бюджета составил 5,9% ВВП, в 2010 г. ожидается его снижение до 5,5% ВВП. Накопленный внутренний и внешний федеральный долг должен составить к концу 2010 г. 12,4% ВВП, к концу 2013 г. — 16,5%. Для сравнения: в США в 2010 г. ожидается бюджетный дефицит около 11% ВВП, а накопленный государственный долг будет превышать 92% ВВП.

Намечаемая на предстоящий трехлетний период бюджетная политика предполагает сокращение бюджетного дефицита (до 2,9% ВВП в 2013 г.), жесткое ограничение и даже сокращение реальных расходов бюджета, финансирование дефицита не за счет стабилизационных фондов, а в основном за счет внутренних и внешних заимствований. Сокращение дефицита, согласно докладу Минфина, будет достигаться на $\frac{4}{5}$ за счет сокращения бюджетных расходов и на $\frac{1}{5}$ за счет повышения налогов. Данные о прогнозируемом изменении номинальных и реальных расходов бюджета в 2010–2013 гг. представлены в таблице 5.

¹¹ Об основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики... С. 24.

¹² О качественно различных эффектах денежного предложения на основе прироста чистых международных резервов и чистых внутренних активов подробнее см.: *Ершов М.* Мировой финансовый кризис: год спустя // Вопросы экономики. 2009. № 12. С. 19–20.

Динамика расходов федерального бюджета

	План	Прогноз		
	2010	2011	2012	2013
Изменение расходов федерального бюджета в номинальном выражении, в процентах к предыдущему году	5,7	1,7	4,4	8,3
Изменение расходов федерального бюджета в реальном выражении, в процентах к предыдущему году	-3,9	-4,5	-1,5	2,7
Изменение расходов федерального бюджета в реальном выражении, в процентах к 2009 г.	-3,9	-8,2	-9,6	-7,2

Как видно из этой таблицы, реальные расходы федерального бюджета сокращаются по сравнению с предыдущим годом в течение 2010—2012 гг. Лишь на 2013 г. прогнозируется некоторый рост расходов бюджета по сравнению с 2012 г., но и в 2013 г. расходы бюджета будут на 7,2% ниже уровня 2009 г.

Как сокращение реальных расходов бюджета, так и повышение налогов окажут депрессивное воздействие на экономику. «Параметры бюджета не позволят преодолеть в прогнозируемом периоде стагнацию государственного спроса... В совокупности эти факторы повлияют на замедление темпов экономического развития»¹³, — говорится в докладе Минфина. С этим вполне согласны и авторы прогноза Минэкономразвития, которые пишут: «Бюджетная политика в 2011—2013 гг. в силу сложившихся объективных условий будет оказывать сдерживающий эффект на экономическое развитие»¹⁴. Таким образом, ни денежная, ни финансовая политика не будут подчинены задаче поддержания экономической активности и устойчивого роста.

Авторы доклада Минфина оправдывают сокращение реальных расходов бюджета тем, что раздувание государственных заимствований приведет к росту процентных ставок и вытеснению инвестиций частного сектора¹⁵. Мировой опыт подтверждает, что такая опасность в принципе существует, но ее нельзя рассматривать вне конкретной экономической ситуации: необходим содержательный анализ, чтобы оценить степень этой опасности, в частности, необходимо сопоставить предполагаемый объем сбережений в экономике, предполагаемый объем частных инвестиций, государственных заимствований, спроса частного сектора на другие активы. Далее, нельзя рассматривать эту опасность как неустранимую в любых обстоятельствах и при любой экономической политике. Государство может и должно регулировать как общий объем сбережений, осуществляемых в экономике, так и спрос на те или иные активы, ограничивая, скажем, спрос на иностранные активы (вывоз капитала) и поощряя спрос на обязательства правительства. Наконец, министерство финансов и центральный банк, согласуя и координируя финансовую и денежную политику, используя монетизацию государственного долга в качестве основного

¹³ Основные направления финансовой политики на 2011 г. и период 2012—2013 гг. С. 35—36.

¹⁴ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2011 г. и плановый период 2012—2013 гг. С. 32.

¹⁵ Основные направления финансовой политики на 2011 г. и период 2012—2013 гг. С. 7.

канала денежного предложения, могут существенно облегчить бремя расходов по обслуживанию и погашению долга и не допустить общего повышения процентных ставок в экономике. Одна лишь констатация возможной опасности чрезмерных заимствований правительства без соответствующего анализа, без обращения к опробованным в мировой практике инструментам преодоления этой опасности не может служить основанием для сокращения государственных расходов. К тому же нет никаких доказательств, что бюджетная рестрикция окажет негативное воздействие на экономическую динамику лишь в краткосрочном периоде, как это утверждают авторы доклада Минфина.

Далее мы постараемся определить границы возможных заимствований правительства на внутреннем финансовом рынке и тем самым — допустимый и желательный уровень бюджетного дефицита. Пролонгируя тенденции предшествующих лет с учетом их специфических особенностей, мы принимаем следующие ориентировочные допущения. Сбережения составляют 30% использованного ВВП; доля частного сектора в сбережениях — 70%; валовое накопление капитала — 20% ВВП¹⁶; доля частного сектора в накоплении капитала — 80%; прирост внутреннего федерального долга, в соответствии с прогнозом Минфина, составляет 80% от совокупного прироста федерального долга.

Чистое кредитование, которое частный сектор может предоставить правительству и остальному миру, равно разнице между сбережением частного сектора и его валовым накоплением капитала. Разница между объемом чистого кредитования, предоставляемого частным сектором, и приростом государственного долга с необходимостью означает чистое кредитование частным сектором остального мира, то есть чистый вывоз капитала. Если в прогнозах и финансовых планах намеченный прирост государственного долга меньше, чем чистое кредитование, предоставляемое частным сектором, то это фактически означает определенный уровень чистого кредитования остального мира (превышение вывоза капитала над его ввозом). Соответствующие расчеты представлены в таблице 6.

Как видно из данной таблицы, предельный (максимальный) прирост федерального долга (то есть чистое кредитование, предоставляемое частным сектором) в прогнозируемом периоде, при принятых допущениях, может составить 5% ВВП. С учетом других источников финансирования (доходов от приватизации, внешних заимствований, использования накопленных фондов и т. д.) дефицит бюджета может формироваться в пределах 6—7% ВВП, что позволит умеренно увеличивать или, по крайней мере, не снижать реальные расходы федерального бюджета в среднесрочной перспективе. Если принять, что прирост иностранных обязательств частного сектора превышает прирост его иностранных активов и что весь прирост иностранных

¹⁶ Прогноз Минэкономразвития предусматривает повышение нормы накопления до 25% ВВП в 2012 и 26% в 2013 г., однако неясно, произойдет ли это повышение: возможности бюджета жестко ограничены, частные инвестиции находятся в состоянии стагнации. Мы принимаем норму накопления, которая реально сложилась к настоящему времени в российской экономике, а именно 20% ВВП.

Расчет предельного прироста внутреннего федерального долга
(трлн руб.)

	2011	2012	2013
1. ВВП*	49,7	55,2	61,9
2. Валовое сбережение (30% ВВП)	14,9	16,6	18,6
3. Валовое сбережение частного сектора (70% сбережений)	10,4	11,6	13,0
4. Валовое накопление капитала (20% ВВП)	9,9	11,0	12,4
5. Валовое накопление капитала частным сектором (80% валового накопления)	7,9	8,8	9,9
6. Чистое кредитование, предоставляемое частным сектором (строка 3 минус строка 5)	2,5	2,8	3,1
7. Чистое кредитование, предоставляемое частным сектором, в процентах от ВВП	5,0	5,1	5,0
8. Намечаемый прирост федерального долга	1,4	1,6	1,6
9. В том числе намечаемый прирост внутреннего федерального долга (80% от прироста федерального долга)	1,1	1,3	1,3
10. Фактически намечаемое кредитование частным сектором остального мира (строка 6 минус строка 9)	1,4	1,5	1,8

* Данные о прогнозируемом объеме ВВП содержатся в докладе Минфина «Об основных направлениях финансовой политики на 2011 г. и период 2012 и 2013 гг.».

обязательств используется для накопления капитала (следовательно, часть накопления капитала осуществляется за счет внешних заимствований), тогда на соответствующую величину увеличивается объем возможного кредитования правительства частным сектором.

Возможно, принятые нами допущения относительно структуры использования ВВП и доли институциональных секторов неточны, хотя вряд ли эти неточности могут принципиально изменить представленную картину. Мы не сомневаемся, что ФСГС, Минэкономразвития, Минфин, Банк России могли бы представить более точные оценки и расчеты, характеризующие соотношение прогнозируемого прироста федерального долга и ресурсов частного сектора, его возможностей (при существующих структуре использования ВВП и практике вывоза капитала) предоставить правительству кредит в прогнозируемых или больших размерах. Однако такие расчеты и оценки в официальных документах отсутствуют.

Финансирование бюджетного дефицита за счет внутренних заимствований в размере ориентировочно 5% ВВП не вызовет эффекта вытеснения инвестиций частного сектора, но лишь при условии, что будет осуществляться контроль над вывозом капитала. Напротив, в условиях бесконтрольного вывоза капитала значительное увеличение заимствований правительства (даже в размерах, намеченных в докладе Минфина) возможно лишь в результате резкого повышения доходности государственных обязательств, что неизбежно повлечет за собой общий рост процентных ставок и торможение инвестиций. На финансовых рынках появится, по сути дела, новый, высокодоходный актив, который в условиях низкой доходности реального сектора будет вытеснять не вывоз капитала, а реальные инвестиции. Повторится ситуация 1994—1998 гг. Чтобы расширение заимствований правительства не привело к очередному коллапсу экономики,

необходимо на финансовом рынке заранее «расчистить место» для государственных обязательств.

Если возможности вывоза капитала будут ограничены, спрос частного сектора на альтернативные активы — реальные инвестиции и обязательства правительства — возрастет, соответственно снизится и ставка процента по облигациям, и приемлемая для инвесторов предельная доходность реального капитала. Кроме того, высокий уровень спроса на государственные облигации и, следовательно, их низкую доходность может поддерживать Центральный банк, если основным каналом денежного предложения станут операции ЦБ на открытом рынке государственных ценных бумаг. Поддерживая темпы роста денежной базы, равные или несколько больше темпов роста номинального ВВП, Центральный банк мог бы обеспечить монетизацию примерно половины прироста федерального долга, равного 5% ВВП.

Далее, за обязательствами федерального долга можно законодательно закрепить определенную долю портфеля институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных фондов и т. д.), ввести дополнительные резервные требования к кредитным организациям в форме хранения и депонирования в ЦБ облигаций правительства. Все это обеспечило бы достаточный уровень спроса на федеральные облигации, соответствующий их предложению. Резкого скачка процентных ставок и вытеснения реальных инвестиций в результате роста государственных заимствований вполне можно избежать, если заранее предусмотреть систему соответствующих мер.

Наиболее благоприятным вариантом сочетания финансовой и денежной политики будет активная финансовая политика, поддерживаемая и дополняемая активной денежной политикой. Менее благоприятные, но иногда приемлемые варианты сочетания денежной и финансовой политики: либо активная денежная политика должна компенсировать жесткую финансовую политику, направленную на ограничение или недопущение дефицита, либо активная финансовая политика должна компенсировать жесткую денежную политику, направленную на подавление инфляции¹⁷. Наихудший из возможных вариантов сочетания финансовой и денежной политики: жесткая финансовая политика, пассивная или деструктивная по отношению к агрегированному спросу, дополняемая столь же жесткой и пассивной денежной политикой. Такую денежно-финансовую политику можно назвать политикой стагнации.

¹⁷ Эти положения, широко принятые в мировой экономической литературе и практике макроэкономического регулирования, развивал, в частности, Дж. Тобин. См.: *Tobin J. The Monetary-Fiscal Mix in the United States* // *Tobin J. Policies for Prosperity*. Brighton: Harvester Wheatsheaf, 1987. P. 142–147.

ЗАГАДКИ ГЛОБАЛЬНОГО КРЕДИТНОГО КРАХА, ИЛИ ОБ ИЛЛЮЗИИ ЛИКВИДНОСТИ

Хотя определенные уроки из глобального финансового кризиса 2007—2009 гг. уже извлекли, на повестке дня остаются проблемы политической экономики кризиса. Самый волнующий вопрос — явный обман, творившийся в период кредитного бума на всех уровнях, а также серия сигналов о нарушениях и открытых предупреждений о наступающем кризисе, которые либо систематически не замечались, либо игнорировались. Используя показательные примеры, мы описываем в данной статье *иллюзию ликвидности*. Такой анализ должен помочь впредь не только оценивать подлинный масштаб рисков в системе, но и предупреждать намечающийся крах, как бы необычно это ни звучало.

Воры и мошенники существовали во все времена, и редко финансовый крах происходит без их участия. В этом смысле недавний провал рынков и банковских систем не исключение. Глобальный кризис 2007—2009 гг. обнаружил безграмотность и халатность многих лиц (в том числе и высокопоставленных); он еще раз подтвердил, что жадность всегда ослепляет. Но главное: выяснилось, что те, кто отвечал за финансовый надзор и финансовую стабильность, довольно слабо представляли себе, как в действительности функционируют финансовые институты в наши дни. Самое печальное, что кризис ударил прежде всего по обычным людям, ведь большинство из них редко соприкасаются с могучим и дивным миром современного финансового инжиниринга.

Помимо этики финансовой индустрии глобальный кризис поставил и другие, не столь заметные, но от этого не менее важные вопросы о природе современных финансов, на многие из которых еще нет ответа. В данной статье мы анализируем масштабные махинации в ходе кредитного бума, а также заблуждения властей и их чрезмерное благодушие в ходе регулирования кризиса. Систематическое исследование этих факторов позволяет предположить, что проблемы, которые обычно принято квалифицировать как человеческий (поведенческий) фактор в финансовой природе современного капитализма, приобрели свой нынешний размах из-за «иллюзии ликвидности». Этот феномен — ключевой для объяснения природы кредитного бума 2002—2007 гг. и для дальнейшей борьбы с его последствиями¹.

Забывтые прогнозы и незамеченные нарушения

Главная загадка кризиса 2007—2009 гг. — временной горизонт, кажущаяся непредсказуемость катастрофы. Когда рынки руши-

¹ Nesvetailova A. Financial Alchemy in Crisis: The Great Liquidity Illusion. L.: Pluto, 2010.

лись, многие игроки, включая трейдеров крупных инвестиционных банков, аналитиков и брокеров, тщетно пытались противостоять этому хаосу. Они постоянно заявляли, что никто, дескать, даже не мог представить, что такой всеобъемлющий провал вообще возможен в XXI в. Несмотря на некоторые случайные сбои на рынках, западный мир в течение целого десятилетия жил в ситуации небывалого преуспевания. Банковские кризисы принято было трактовать как недуги незрелого капитализма XIX в. или как симптом развивающихся стран, но уж никак не трудности финансово ориентированной глобализирующейся экономики наших дней. Однако в действительности предупреждения о возможности структурного финансового коллапса звучали на разных уровнях финансового и экономического анализа задолго до августа 2007 г. Другими словами, многие знали и уже говорили, что конец близок, другой вопрос — почему их не слушали.

Как у всякого большого финансового скандала, у кризиса 2007—2009 гг. были свои провидцы. На уровне индивидуальных компаний такие предупреждения обычно игнорировались, а в некоторых случаях напрямую отвергались. Самый известный в Великобритании случай — история Королевского банка Шотландии (RBS). Этот банк оказался на краю пропасти, поскольку в 2000—2008 гг. придерживался исключительно агрессивной финансовой стратегии, что и привело к очень неразумному шагу — приобретению нидерландского банка ABN Amro. Когда банки RBS и HBOS оказались на грани банкротства и потребовалось выделить деньги из бюджета для их спасения², выяснилось, что исполнительный директор HBOS отказался рассматривать доклад П. Мура, менеджера по снижению внутренних рисков, который предупреждал руководство банка об избыточных рисках, которыми грозят портфели займов.

Как и Northern Rock, HBOS давал в долг слишком много, полагаясь только на общее благополучие финансовых рынков. Мур предупреждал, что такая политика весьма рискованна, потому что заемщики с трудом смогут осуществить выплаты (а вовсе не потому, что может иссякнуть фонд займа). Достаточно было немного заморозить эти рынки, и банк уже не смог справиться со своими обязательствами. Но в 2004—2005 гг. ни HBOS, ни FSA (британский финансовый регулятор) не верили, что необходимо было снизить риски темпов роста просто исходя из того, что может прекратиться поступление средств из различных источников³. В результате Дж. Кросби, новый заместитель председателя совета директоров FSA, в феврале 2009 г. вынужден был подать в отставку из-за обвинений в том, что на предыдущей должности исполнительного директора HBOS он пренебрег предупреждением эксперта и решил не обращать внимания на избыточные риски⁴.

² В рамках принятых мер по предотвращению банкротства 68% активов банка приобрело государство.

³ Peston R. Why Sir James Crosby resigned // BBC. 2009. Feb. 11. www.bbc.co.uk/blogs/thereporters/robertpeston/2009/02/why_crosby_resigned.html; Kennedy S. UK Regulator Quits after Whistleblower's Allegations // MarketWatch, 2009. Feb. 11.

⁴ Kennedy S. Op. cit.

Другая шокирующая новость пришла летом 2009 г. По заявлению Financial Times, власти Великобритании *знали* о потенциально неблагоприятной ситуации в Northern Rock уже в 2004 г.⁵ Тогда Northern Rock и HBOS оказались в эпицентре «стратегической игры». Регулирующие органы решили выяснить, смогут ли банки выдержать внезапный кризис на ипотечных рынках и изъятие средств из зарубежных банков (на чем была основана модель бизнеса Northern Rock). По данным газеты, симуляционное планирование рисков, осуществленное FSA, Банком Англии и Казначейством, прояснило, почему бизнес-модель Northern Rock была сопряжена с систематическими рисками и по принципу домино должна была повлиять на ситуацию в HBOS (в то время крупнейшем в Великобритании ипотечном кредиторе).

По мнению экспертов, даже когда проверки показали уязвимость этих банков, регулирующие органы решили, что они не могут принуждать кредиторов менять свою деловую практику. Тогда посчитали неуместным доказывать, что бизнес-модель Northern Rock основана на чрезмерных рисках, потому что доходность банков, следующих этой стратегии, постоянно росла. Банк предупредили, что рост совокупных депозитов негативно отражается на оценке его финансовой стабильности. Представители FSA и Банка Англии впоследствии заявили, что при проверке основное внимание было уделено изъясам практики регулирования, а не вероятности разорения отдельного банка.

В США схема Понци, осуществленная Б. Мэдоффом, если и стала сюрпризом, то для клиентов, но не для аудиторов. В конце 2006 г. Aksia LLC, выполняя роль советника по хеджированию фондовых инвестиций, посоветовал клиентам не вкладывать деньги в инвестиционную компанию Madoff, поскольку в этой компании были выявлены «красные флажки» — индикаторы сомнительных деловых операций. Среди предупреждений значился и тот факт, что бухгалтерию Madoff проверяла бухгалтерская фирма из трех человек⁶, которая в конце 2006 г. пришла к выводу, что финансовая отчетность по гарантиям Madoff «полностью соответствует общим принципам учета, принятым в Соединенных Штатах». По данным бухгалтерии, Madoff Securities имели активов на 1,3 млрд долл., в том числе торгуемых ценных бумаг на 711 млн и 67 млн долл. в виде долговых бумаг США. Чистая стоимость фирмы составляла 604 млн долл. Такая пропорция между обязательствами и акционерным капиталом превращала компанию Madoff в классическую пирамиду⁷. Зимой 2008 г. Мэдоффа вывели на чистую воду, и он признался, что его фонд представлял собой пирамиду Понци. Летом 2009 г. его приговорили к 150 годам тюрьмы за финансовые махинации.

В академических кругах прогнозы кризиса были гораздо более системными. А. Персо, исследователь и практик рынка, который

⁵ Cohen N., Giles C. Chilling Plausibility of Bank's 'War Game' // Financial Times. 2009. May 30.

⁶ Friehling & Horowitz (офис размещался в пригороде Нью-Йорка).

⁷ Bloomberg News. 2008. Dec. 13.

работал советником в многочисленных институциях, в 2002 г. опубликовал в *Financial Times* статью, где предупреждал, что второго Базельского соглашения недостаточно для предотвращения системных сбоев в банковской сфере, и что банки, склонные к стадному поведению, могут пострадать от системного коллапса. «Крупные банки, с их тщательно разработанными системами предотвращения внутренних рисков, оказываются беспомощными во всяком рыночном цикле. Они потеряли значительную часть средств из-за „пузыря доткомов“ и в работе с компаниями, где была искажена бухгалтерская отчетность. Они могут опять сделать то же самое при синдицировании обеспеченных залогом долговых обязательств — ждите схлопывания нового пузыря»⁸.

В том же году У. Баффет, будучи успешным игроком на рынке, ярко описал производные финансовые инструменты как «финансовые орудия массового поражения». Историки экономики и неортодоксальные экономисты писали о недопустимом уровне задолженности на североатлантических рынках уже в течение многих лет. Можно привести только один пример из книжных публикаций: «День финансовой расплаты: выживание в условиях мягкой депрессии ХХІ в.»⁹. Авторы книги, опираясь на труды Х. Мински, пришли к выводу, что наступает новая эра потребительских займов и кредитного излишка в США, слишком напоминающая времена Понци. Прогнозы их очень пессимистичны: «Американский потребительский капитализм обречен... Потребители не могут все глубже залезать в долги, а потреблению уже больше некуда снижаться. Иностранцы больше не будут финансировать массовое потребление Америки... И бумажные деньги вряд ли смогут в дальнейшем опережать по популярности реальный товар — золото»¹⁰.

В политической экономии и смежных дисциплинах возникло направление академических исследований, в рамках которого постоянно раздавались предупреждения о хрупкости и нестабильности кредитного бума, об опасностях перегрева на рынках активов и об опасностях, связанных с неправильной оценкой рисков. Но нас интересует публикация результатов исследований, проведенных официальными финансовыми учреждениями, например Банком международных расчетов (*Bank for International Settlements, BIS*), в преддверии кредитного краха. В этих публикациях сказано об опасности чрезмерного оптимизма при рискованном размещении активов на рынках. Однако доминирующим мотивом в официальной интерпретации финансового развития оставался поразительный оптимизм.

Например, в 2006 г. эксперты банка рассуждали: «Что дает основания думать, что „несбалансированность“ представляет угрозу для оптимистических взглядов на будущее? Конечно, нетрудно обнаружить множество значимых и устойчивых отклонений от исторических норм в важных макроэкономических показателях... К сожалению, обраще-

⁸ Persaud A. Banks Put Themselves at Risk in Basle // *Financial Times*. 2002. Oct. 17.

⁹ Bonner W., Wiggin A. *Financial Reckoning Day: Surviving the Soft Depression of the 21st Century*. N. Y.: Wiky, 2003.

¹⁰ Ibid. P. 276.

ние к неким „фундаментальным“ нормам не кажется адекватным для объяснения ни масштаба распространения, ни длительности тех особых обстоятельств, которые мы сейчас наблюдаем»¹¹.

Но как случилось, что, кажется, никто не был готов к финансовой катастрофе глобального масштаба? Можно дать совсем простой ответ: когда вечеринка проходит хорошо, никто не хочет выглядеть посмешищем, требуя остановить музыку. Вообще, скептиков и тех, кто предупреждает об опасности, всегда мало, а господствующее настроение на рынках, оценки политических кругов и особенности повседневной жизни только укрепляли во мнении, что мировая экономика в целом как никогда, окрепла благодаря неуклонному воздействию сил глобализации и финансовой интеграции и выдержит любые потрясения, если таковые возникнут.

Другая причина — политическая. Кредитный и финансовый бум, который, как считалось, открывает врата в эру благосостояния, был основой для сохранения устойчивости политических режимов по обе стороны Атлантики. В Великобритании в 2002–2007 гг. успех лейбористов был бы невозможен без роста доступности кредитов населению, без расцвета Лондона как мирового финансового центра и изменения самой природы экономического роста, когда, как не раз повторял Г. Браун, «кончилась череда бумов и спадов» инфляционно, циклически неустойчивой экономики, с которой связывали деятельность консерваторов. Учитывая, что репутация партии была роковым образом подорвана непопулярной войной в Ираке, экономический аргумент оставался одним из немногих козырей лейбористов в борьбе за голоса избирателей.

В США экономика никогда не была приоритетным направлением деятельности Дж. Буша и его администрации. В результате все дававшие о себе знать признаки роста экономической неустойчивости не замечались или даже игнорировались¹². При этом в 2007 г. в «Экономическом докладе президента» были отмечены (в общих чертах) ухудшение положения на рынке недвижимости и растущие риски, связанные с финансовой экспансией, увеличивающей внешний и внутренний долг:

«Экспансия экономики США продолжалась все последние пять лет. Экономический рост был устойчив, рост реального ВВП составил 3,4% в течение всего 2006 г. Такой устойчивый экономический рост осуществлялся вопреки некоторым противодействующим факторам и сам стал результатом внутренней устойчивости экономики США и политики, направленной на экономический рост (облегчение налогового бремени, ограничение национальных расходов и открытие иностранных рынков для товаров и услуг США)... Администрация прогнозирует, что экономическая экспансия США продолжится и в 2007 г.; но мы должны продолжать планомерно осуществлять политику роста, а именно сохранять налоговые льготы, сокращать правительственные расходы, замедлять темпы роста цен в здравоохранении, укреплять энергетическую безопасность, расширять свободную и честную торговлю»¹³.

¹¹ 76 Annual Report. Basle: Bank for International Settlements, 2006. P. 141.

¹² Galbraith J. Unbearable Cost: Bush, Greenspan and the Economics of Empire. N. Y.: Palgrave Macmillan, 2006.

¹³ Economic Report of the President 2007. Washington, DC: US Government Printing Office, P. 23.

Поэтому на вопрос, почему политики перестали замечать неуклонный рост национального долга и рисков, которые, как грибы после дождя, вырастали внутри финансовых систем, можно дать простой ответ: долг был полезен. Многие ученые считают, что экспансия хотя и связывает долгами того, кто ее осуществляет, но остается единственным способом поддерживать жизненные стандарты большинства населения в ситуации, когда финансовое богатство сосредоточено в руках немногих.

По утверждению Société Générale, доход $\frac{1}{5}$ (самых высокооплачиваемых) сотрудников в США, скорректированный с учетом инфляции, возрос с 1970 г. на 60%, а для остальных он упал более чем на 10%. Поэтому одна только семья Уолтон (владельцы Wal-Mart) богаче, чем треть населения США (около 100 млн человек), работающая в низкооплачиваемых сферах. И в США, и в Великобритании в середине десятилетия кредитной лихорадки коэффициенты Джини, которыми принято измерять разрыв в доходах между богатыми и бедными, постоянно росли¹⁴.

В Великобритании уверенность в том, что финансовые вливания будут способствовать росту экономики, по-своему сказалась на политической динамике. В период правления лейбористов Лондон занял главенствующее положение в британской экономике, превратившись в финансовый центр мирового масштаба¹⁵.

По данным за 2006 г., финансовые и деловые структуры Лондона давали до 45% корпоративных налоговых поступлений в бюджет страны. Структуры с самым высоким уровнем дохода (от 100 тыс. ф. ст. в год) обеспечивали 25% всех поступлений налога на доходы. На пике кредитного бума финансовый сектор обеспечивал 40% занятости в Лондоне. Пока соперники Лондона, например Нью-Йорк и Токио, обслуживали в первую очередь экономику своей страны, лондонская модель оказалась в историческом смысле глобально ориентированной, что неожиданно для всех превратило ее в нерегулируемое, офшорное финансовое поле, где стали процветать финансовые инновации¹⁶.

Но помимо этих долгосрочных противоречий в самом характере экономического роста развитых капиталистических экономик, наряду с примерами политической недалекости, неопытности и цинизма, которые поразили экономику на всех уровнях, кредитный кризис обнажил еще одно существенное противоречие современной финансовой жизни. Речь идет о невероятно тонкой черте, отделяющей откровенно

¹⁴ *Funnel B.* Debt is Capitalism's Dirty Little Secret // *Financial Times*. 2009. June 30.

¹⁵ В 2006 г. Лондон был мегаполисом № 1 в торговле иностранными акциями, производными ценными бумагами и иностранной валютой, был центром межбанковского кредитования и важнейшим вторичным рынком для международных облигаций. Лондон был самым быстрорастущим рынком хеджевых фондов и стал средоточием финансовых инноваций на глобальном уровне. В 2004 г. финансовые услуги обеспечили 19 млрд ф. ст. чистой выручки, что на 9% больше, чем в 2003 г. См.: *International Financial Markets in the UK* / IFSL. 2007. www.ifsl.org.uk/research.

¹⁶ *Burn G.* The State, the City and the Euromarkets // *Review of International Political Economy*. 1999. Vol. 6, No 2; *Palan R.* The Offshore World. Ithaca; L.: Cornell University Press, 2003; *Palan R., Murphy R., Chavagneux C.* Tax Havens: How Globalization Really Works. Ithaca; L.: Cornell University Press, 2010.

преступные махинации от того, что обычно называют рискованными финансовыми инновациями.

Капитализм Понци: кризис махинаций?

С самого начала кризис кредитной системы описывался как кризис финансовой пирамиды Понци¹⁷. Но можно ли считать, что вся финансовая система превратилась в одну гигантскую пирамиду Понци? С одной стороны, после либерализации финансового рынка торговлю денежной массой часто описывали как игру Понци, как огромное казино и всемирную игру фиктивным капиталом¹⁸. С другой стороны, схемы Понци, если вспомнить, чем в реальности занимался этот знаменитый обманщик, предполагают, что обман носит преднамеренный характер. Имеем ли мы право говорить, что вся архитектура глобальной финансовой системы сегодня построена на идее воровства?

История учит, что все экономические мыльные пузыри — от тюльпанного безумия в Голландии XVII в. до бума так называемых «доткомов» (интернет-торговли) в конце 1990-х годов — всегда привлекали мошенников. Они сразу чувствовали возможность легко заработать много денег, пообещав всем клиентам невиданную выгоду от продаж, которые на самом деле ничем не обеспечены. В этом смысле бум секьюритизации 2002—2007 гг. не стал исключением. Кризис выявил множество случаев обмана, коррупции и финансовых махинаций, которые попали на первые полосы газет. Рассматривая все эти случаи, комментаторы часто проводили параллели между глобальным кредитным кризисом и схемой Понци. Многие серьезные аналитики считают, что кредитный бум 2002—2007 гг. и вся схема секьюритизации — это единая масштабная индустрия обмана и лжи. Изогранные финансовые техники продаж, введение очень странных в экономическом смысле финансовых инструментов в процессе секьюритизации и ресекьюритизации свидетельствуют, по их мнению, не только о плохих расчетах и плохом ведении бизнеса, но с большой вероятностью о наглом обмане и пирамидах как узаконенных принципах инвестирования.

Можно выделить по крайней мере три уровня, на которых понятие финансовой схемы Понци, и следовательно, мошенничества, вполне уместно для анализа кредитного кризиса. Прежде всего, по принципу пирамиды построена субстандартная ипотечная индустрия США, которая оказалась в эпицентре кризиса. Далее, откровенно нечестная практика таких важнейших финансовых деятелей эпохи

¹⁷ Данное выражение, введенное Мински в терминологию экономического анализа, связано с деятельностью знаменитого мошенника Карло Понци, выманившего у американцев миллионы долларов во время экономического бума 1920-х годов. В конце концов Понци был арестован и умер в нищете. Скандал со схемами инвестиций по образцу пирамиды, выстроенными Мэдсоффом и Стэнфордом, позволил запустить этот термин в широкий оборот и для описания причин кредитного краха.

¹⁸ *Strange S. Casino Capitalism. Manchester: Manchester University Press, 1997 (1986); Gowan P. The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance. L.: Verso, 1999.*

бума секьюритизации, как Мэдофф и Стэнфорд, также оказалась построена как пирамида Понци. Наконец, понятие финансовой схемы Понци, помимо лжи и мошенничества, описывает и более общую склонность финансовых предприятий избегать огласки своих подлинных рисков и скрывать угрожающие размеры своих долгов, используя финансовые инновации.

Финансы Понци и «субстандартное преступление»

Развивая гипотезу финансовой нестабильности, Мински¹⁹ употребил понятие «финансы Понци», чтобы описать состояние острой финансовой хрупкости, когда экономический агент может выплатить свои долги с процентами, только наделав новых долгов. Согласно Мински, метод Понци — это метод финансирования (оплаты) старого долга за счет нового. В своеобразной таксономии Мински, финансы Понци — крайняя фаза эволюции финансового цикла, начинающегося с этапа хеджевого финансирования, когда возможна выплата и процента, и суммы основного займа. На следующем этапе данная схема становится все более рискованной: прибыль может обеспечить только уплату процентов. Все заканчивается «состоянием Понци», когда даже выплата процентов может быть профинансирована только за счет нового долга. Три типа финансирования описывают переход от консервативной к более рискованной финансовой стратегии.

Но если мыслить шире, то здесь описана спираль финансовых инноваций, а вместе с ней и недооценка риска финансовыми агентами, особенно в периоды экономического оптимизма. В то же время в схеме Понци ключевым мотивом выступает обман, мошенничество. Почему многие считают, что эпицентр кредитного краха — индустрия субстандартной ипотеки в США — это гигантская пирамида типа Понци²⁰? Некоторые факты о структуре субстандартных ссуд лишь подкрепляют такие подозрения.

Прежде всего, практику кредитования людей с неизвестной кредитной историей, без перспектив высокого уровня дохода и часто вообще безработных, со 100% (или часто даже более высокой) ипотекой, саму в значительной степени можно назвать обманом. Например, IndyMac, один из первых крупных ипотечных домов в США, рухнувших в кризис, на самом деле *специализировался* на «ссудах лжецам». Только в 2006 г. он продал 80 млрд долл. таких ссуд другим компаниям²¹. Хуже всего то, что эта практика выходила

¹⁹ *Minsky H.* Can 'It' Happen Again? N.Y.: M.E. Sharpe, 1982; *Minsky H.* Stabilizing an Unstable Economy. New Haven, CT: Yale University Press, 1986.

²⁰ *Fish M., Steil B.* Root Out Bad Debt or More Pain Will Follow // Financial Times. 2007. Dec. 21; *Dorn N.* Just Where Does the Locus of Corruption Lie? // Financial Times. 2008. Jul. 28; *Ee K.H., Xiong K.R.* Asia: A Perspective on the Subprime Crisis // Finance and Development. 2008. Vol. 45, No 2 (International Monetary Fund); *Kregel J.* Minsky's Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market // Public Policy Brief. 2008. No 93 / Levy Institute of Bard College; *Wray R.* Lessons from the Subprime Meltdown // Challenge. 2008. Vol. 51, No 2.

²¹ *Black W.* CSI Bailout. www.pbs.org/moyers/journal/04032009/profile.html.

далеко за пределы субстандартного ипотечного бизнеса: ссуды подвергались секьюритизации и благодаря сложной цепи финансовых инноваций образовывали сеть новых рынков для экзотических финансовых продуктов.

Однако уже с самого начала было очевидно, что многие из субстандартных заемщиков не смогут выплатить ипотеку, если (или, точнее, когда) процентные ставки по их долгу возрастут. Любая схема Понци живет до тех пор, пока в ней появляются новые участники. В США субстандартное кредитование оправдывали тем, что растущая стоимость собственности позволит заплатить все долги и когда под воздействием массового спроса цены на первом этапе таксономии Мински начали расти, весь рынок в США вошел в фазу мыльного пузыря²². Рынок недвижимости всегда изменяется по циклическим законам: рост цен на недвижимость не только может остановиться, но они могут и упасть. Эту возможность, как и реальные условия субстандартного кредитования, не учитывали в своих построениях финансовые консультанты, которые продавали продукцию клиентам.

В ретроспективе реальные условия займов и условия их выплаты оказываются краеугольным камнем в пирамиде субстандартного кредитования Понци. Методы по типу Понци предполагают такие особенности ссуды, как высокую комиссию за преждевременное погашение и заманчиво низкие первоначальные процентные ставки по кредиту (впоследствии они существенно возрастают), что побуждает заемщика соглашаться на условия, которые он заведомо не сможет выполнить²³. В посткризисной ситуации также обнаружилось, что многие кредиторы, желая получить большее комиссионное вознаграждение, намеренно подталкивали клиентов заключать дорогостоящие субстандартные соглашения, даже если потенциальный заемщик мог претендовать на получение стандартной ссуды.

Причины, по которым индустрия субстандартных соглашений процветала столь долго, лежат за пределами экономики. С одной стороны, субстандартные ссуды процветали в США (и в меньшей степени — в других англосаксонских странах: Великобритании, Австралии, Новой Зеландии) из-за исторически сложившихся низких процентных ставок в 1990—2000-е годы, что расширило возможности заемщиков. С другой стороны, низкие процентные ставки были доступны и в других регионах, например, в континентальной Европе и Японии, которые избежали распространения схем Понци за пределами их собственного субстандартного сектора. Такое несоответствие заставляет предположить, что пирамида субстандартных финансов и связанный с этим бум секьюритизации возникли в подходящем для этого политическом климате англо-саксонских экономик, под благодушным и малосведущим взглядом финансовых и денежных властей.

²² Kregel J. Op. cit.

²³ См.: Wray L. Op. cit. P. 51. Часто люди соблазнялись ипотекой на новое жилище, не будучи предупреждены, что они не смогут расплатиться досрочно или изменить условия ипотеки, а также что процент по выплатам после начального, «рекламного», периода может быть до 6% (600 пунктов) выше среднерыночного процента: иными словами, их просто вовлекали в субстандартную сеть. См.: Kregel J. Op. cit.

Как мы уже отмечали, и строительный бум, и бум секьюритизации постоянно приветствовались многими представителями государственной власти по обе стороны Атлантики.

Именно накануне субстандартного кризиса доказательства махинаций с ипотекой появились на первых полосах газет. Выявлены разные случаи — от краткосрочных манипуляций с бухгалтерией, которые осуществляли брокеры, и практик «грабительского кредитования» до гораздо более изощренных действий, в которых участвовали такие крупные банки, как Bear Stearns в США. Летом 2008 г. следователи ФБР провели проверку в 19 крупных корпорациях — включая инвестиционные банки, рейтинговые агентства, бухгалтерские фирмы и хеджевые фонды — в рамках широкой проверки махинаций с ипотекой. Большая часть случаев, выявленных в крупных корпорациях, касалась манипуляций с бухгалтерской отчетностью, внутренней (инсайдерской) торговли и неспособности определить подлинную стоимость секьюритизированных займов и производных ценных бумаг (почти все случаи имели криминальный характер). Журналисты, следившие за ходом расследования, сравнивали мошенничество в субстандартном кредитовании со скандалами вокруг Enron и WorldCom. К июню 2008 г. на территории США признаны виновными 406 обвиняемых по 144 делам²⁴. По заявлению федеральных властей, обман был «весьма важным фактором» в общем развитии кредитного кризиса²⁵. Это выводит наш анализ финансовой схемы Понци на новый уровень: исследование самой природы и эффектов секьюритизации.

Секьюритизация: бизнес в стиле Понци

В настоящее время нам известны два крупных случая пирамид Понци в чистом виде. Одна из них была организована Мэдоффом, финансистом из Нью-Йорка. Несколько лет он руководил якобы сверхприбыльным хеджевым фондом и приобрел обширный список клиентов, в котором наравне с тысячами индивидуальных вкладчиков числились и такие благополучные банки, как BNP Paribas, HSBC, Banco Santander, RBS и другие финансовые институты.

Зимой 2008—2009 гг. Мэдофф признался своим сыновьям, что на самом деле его хеджевый фонд был пирамидой Понци. По сути, Мэдофф требовал от клиентов не разовых, а постепенных вкладов. Отказав некоторым инвесторам, он сумел убедить своих клиентов, что они получают выгоду благодаря некоей специальной технологии. На самом деле Мэдофф создавал постоянно растущий поток денег, необходимый для поддержания схемы в рабочем состоянии²⁶. Как выяснилось потом, тщательно составленные ежемесячные отчеты для клиентов были сознательной фальсификацией.

²⁴ Общие потери по 144 делам составляют приблизительно 1 млрд долл. Пострадали все, кто был вовлечен в ложные ипотечные схемы: от агентов по продаже недвижимости и оценщиков недвижимости до страховщиков, девелоперов, кредиторов и их адвокатов.

²⁵ Kirchgaessner S., Weitzman H. FBI Eyes Big Business in Mortgage Fraud Probe // Financial Times. 2008. June 19.

²⁶ Financial Times. 2009. Feb. 20.

Хотя правосудие свершилось — семидесятилетнему наследнику Понци, похоже, придется провести остаток жизни в тюрьме, остаются вопросы: сколько человек на самом деле понимали сущность бизнеса Мэдоффа, почему его схему никто не обнаружил раньше? По мнению многих финансовых контролеров, достаточно заподозрить у кого-то деятельность в духе Понци и раскрыть истинное положение дел уже не составит труда. Но, как мы уже отметили, хотя аудиторы и почувствовали что-то неладное в бухгалтерии Мэдоффа, никто из высокопоставленных должностных лиц в системе регулирования в США не смог понять, как устроена эта громадная пирамида. Если бы Мэдофф не признался сам от отчаяния, кто знает, сколько еще миллиардов долларов исчезло бы в его фиктивной бухгалтерии.

Второй известный случай игры Понци связан с сэром Аланом Стэнфордом, тоже очень известным финансовым дельцом. Обвиненный в мошенничестве на сумму 8 млрд долл., Стэнфорд, в отличие от Мэдоффа, продолжает отрицать какой-либо элемент схемы Понци в своем бизнесе²⁷. Регулирующие органы утверждают, что пирамида Стэнфорда функционировала прежде всего через Stanford International Bank — зарегистрированный в Антигуа оффшорный банк. Банк продал инвесторам депозитных сертификатов на сумму около 8 млрд долл., пообещав при этом невероятный и ничем реально не обеспеченный рост процентов. Власти распорядились ликвидировать этот оффшорный бизнес, предупредив, что на поиск средств, пропавших у инвесторов в результате применения Стэнфордом схемы Понци, может потребоваться пять лет²⁸. Стэнфорд руководил организациями, которые ввели инвесторов в заблуждение относительно рискованности и неликвидности их активов²⁹. Решение о ликвидации его компании было принято после того, как стало очевидно, что множество инвесторов пытаются изъять свои средства из банка, а резервов наличности в нем недостаточно.

В этих историях удивительнее всего то, что задолго до 2008 г. уже были сделаны четкие и обоснованные предупреждения о характере деятельности этих двух лиц. В обоих случаях у аналитиков вызвал подозрение уровень прибыли, который предлагали финансисты. В обоих случаях главы компаний безраздельно управляли всеми финансовыми операциями и работали с малоизвестными аудиторскими фирмами. Однако, пока они могли обеспечивать астрономическую прибыль, им удавалось избегать серьезных проверок. Когда Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) проверяла обе компании, то выявила лишь незначительные нарушения. Наконец, процесс против Стэнфорда состоялся только после публичных выступлений аналитика из Венесуэлы. Мэдофф, как мы помним, сдался сам³⁰. Обе схемы стали предметом общественного внимания только потому, что их создатели не смогли продолжать свои финансовые манипуляции на замороженных финансо-

²⁷ *Ishmael S.* Stanford Denies Ponzi Scheme // *Financial Times*. 2009. Apr. 7.

²⁸ *Chung J.* Locating Stanford billions will take five years // *Financial Times*. 2009. Apr. 16.

²⁹ *Financial Times*. 2009. Feb. 20.

³⁰ Материалы процесса см. на: www.ft.com/cms/s/0/7b159fda-fd13-11dd-a103-000077b07658,dwp_uuid=74411c86-fe74-11dd-b19a-000077b07658.html. См. также: *Chung J.* Op. cit.

вых рынках и клиенты стали требовать деньги назад. Таким образом, неизвестно, сколько еще времени продержались бы эти финансовые пирамиды, если бы не кризис на международных кредитных рынках.

Тревожит и то, что хотя сейчас наиболее известны два дела, намечается глобальная тенденция — распространение жульнических финансовых практик, которые были сокрыты в период кредитного бума и развития индустрии секьюритизации. Накануне кризиса субстандартных кредитов были зарегистрированы по меньшей мере 12 жалоб, связанных с использованием схемы Понци и подобных ей³¹.

Например, на протяжении почти 13 лет мелкие инвесторы поручали свои деньги П. Гринвуду и С. Уолшу, двум нью-йоркским финансовым менеджерам, рассчитывая на высокую доходность паевого фонда так называемого «расширенного индекса акционерного капитала» (enhanced equity index). Аудиторы и регулирующие органы обвинили этих деятелей в том, что деньги оседали в их карманах. Но в списке подозреваемых в построении пирамиды Понци эта парочка стоит в самом конце. Слишком много случаев требуют расследования, слишком обширна их география — от Аляски до Флориды, не говоря уже о множестве зарубежных инвесторов. В контексте посткризисной рецессии мы узнали лишь о небольшой части произошедшего. Как утверждают историки, последний раз в США такое безудержное создание схем-пирамид наблюдалось в 1920-е годы, когда «работал» сам Понци. В наши дни схемы Понци вышли за пределы американского континента. В Италии городской бюджет Милана потерял миллионы из-за операций с производными ценными бумагами. Весной 2009 г. четыре крупных банка — UBS, JP Morgan Chase, Deutsche Bank и Нуро Real Estate — были подвергнуты проверке по подозрению в мошеннических или незаконных поступлениях на сумму до 100 млн евро. В Германии не менее 700 учреждений (местных органов власти), возможно, потеряли деньги на сходных операциях.

Как утверждают многие критики, институциональные основания индустрии секьюритизации, включая принципы регулирования, которые обеспечили ее расцвет, обусловили *превращение мошенничества в легитимную практику финансовых инноваций*. Рост хеджевых фондов и финансовых офшоров сделал привычным делом финансовую секретность и высокие выплаты³². По утверждению одного из бывших сотрудников SEC, вся прелесть этих дел последнего времени в том, что денег в этих схемах было очень мало. Все деньги были только на бумаге. В то же время под политическим давлением регулирующие органы были вынуждены не трогать хеджевые фонды. Кроме того, не хватало ресурсов, чтобы проверить более 11 тыс. зарегистрированных инвестиционных консультантов³³. Скорее всего, когда кризис закончится, станут известны другие подобные случаи.

Но какой вывод следует из всего сказанного? Конечно, заманчиво было бы предположить, что вся индустрия секьюритизации на

³¹ Chung J., Masters B. Age of Excess Fuelled Rise of Ponzis // Financial Times. 2009. March 5.

³² Picciotto S. How Tax Havens Helped to Create a Crisis // Financial Times. 2009. May 6.

³³ Chung J., Masters B. Op. cit.

самом деле была одной гигантской схемой Понци. Секьюритизация существует уже несколько десятилетий, и ее экономический смысл — вовлекать в рыночное обращение активы, прежде не имевшие цены (поскольку не торговались на рынке). Процесс секьюритизации, создавший рынок этих активов и тем самым сделавший их ликвидными, расширил, во всяком случае теоретически, структуру собственности (сейчас уже несколько сторон могут иметь свою долю в портфеле займов, а не только банк) и тем самым распределил и диверсифицировал риски. В принципе секьюритизация имела целью способствовать росту экономического оборота, разнообразию, гибкости и, таким образом, экономической стабильности.

Потребители и производители во многих сегментах мирового рынка извлекли выгоду из процесса секьюритизации, получив доступ одновременно ко множеству ипотечных возможностей. Понци и Мэдофф — уличенные мошенники, потому что они основали свой бизнес с единственной целью — обогатиться за счет обманутых клиентов. Заявлять, что большая часть международного финансового сектора действует по логике громадной пирамиды Понци, было бы неосмотрительно: такой тезис нуждается в обосновании. Особенно если учитывать, что истолкование кредитного краха как одного большого финансового мошенничества не пользуется популярностью даже в кругах академических радикалов.

Однако количество жульнических схем, разоблаченных в настоящее время, начиная с дела нечестного торговца Ж. Кервеля, чья схема обошлась банку Société Générale примерно в 5 млрд евро, и заканчивая аферистами широкого профиля, которых мы только что упомянули, при всеобщем ожидании, что по мере продолжения рецессии будут выявлены новые примеры мошеннических схем, заставляет подозревать, что в бизнесе секьюритизации была заложена какая-то роковая ошибка.

Прежде всего, ясно, что распространение количественно обоснованных, но в целом сомнительных финансовых технологий на саморегулируемых финансовых рынках позволило как индивидам, так и институтам легко скрывать обман и мошенничество под большой «модной» ширмой финансовых инноваций. Кредитный бум 2002—2007 гг. и вихрь новых финансовых технологий и продуктов сделали выявление этих схем почти невозможным. Также очевидно, что в этом процессе участвовали сразу несколько сторон, включая финансистов (крупных и мелких), юристов, банкиров, регулирующие органы и (если учитывать политические связи Мэдоффа и Стэнфорда) политиков.

Иллюзия ликвидности

Но почему прямой обман, хищническое кредитование и темные финансовые схемы, граничившие с мошенничеством, использовались так долго? Почему почти никто не обратил внимания на предупреждения о возрастающих рисках секьюритизации и растущей хрупкости

финансовой системы? Почему индустрия *субстандартных* займов, само название которой указывает на нечто весьма шаткое и подозрительное, продолжает процветать в США? И почему политики разного калибра по-прежнему славят успехи «новой экономики» и «новой парадигмы» менеджмента кредитного риска?

На эти вопросы ответов много, о чем свидетельствует опережающий рост целой индустрии исследований кредитного кризиса. Опуская многочисленные объяснения долгосрочных причин и краткосрочных спусковых механизмов, приведших к катастрофе мирового масштаба, мы исходим из того, что большая часть загадок, вызванных кредитным кризисом, имеют единое происхождение. Все они прямо или косвенно связаны с одной большой иллюзией, которая стала за последние несколько десятилетий основной для финансовых инноваций. Речь идет о непродуманной, поспешной идее, что инновации в области кредитных инструментов и технологий позволяют не только оптимизировать риски, но и повышать ликвидность и благосостояние экономической системы в целом. Проще говоря, возникла наивная вера в то, что финансовый рынок в наши дни реально создает богатство и распространяет его по всей экономической системе, способствуя таким образом общему благополучию.

*Играем с долгами все вместе:
ликвидность как «состояние ума»*

Популяризация финансовой деятельности изменила понимание ликвидности. По мере роста и распространения финансовых рынков термин «ликвидность» стал относиться к активности рынка. Успех финансовой инженерии как в практической, так и в аналитической плоскости означал, что само понятие ликвидности стало все больше отдаляться от прежней ассоциации с ликвидностью активов и близостью к платежным инструментам. Если говорить проще: в популярных интерпретациях и обиходе ликвидность стала обозначать *объем и скорость* финансовых транзакций, рыночный оборот, но не *содержание* этих операций³⁴.

Такое понимание ликвидности и сущности финансовых инноваций в целом, которое кажется аналитической ошибкой, дает ключ к объяснению того, почему множество дестабилизирующих трендов и рисков кредитного пузыря остались незамеченными. Ложной была сама предпосылка о том, что на финансовом рынке можно купить или продать все что угодно. Уверенность в том, что рыночный оборот бесконечно устойчив и потому его можно отождествить с ликвидностью, — опасная иллюзия. В свою очередь, построение целой системы теорий и регулирующих принципов на этих предпосылках граничит с чем-то гораздо более серьезным. Ошибочные понятийные предпосылки и убеждения образуют только одну сторону иллюзии ликвидности. Другая ее сторона в период назревания глобального кредитного краха — сама динамика рыночной ликвидности.

³⁴ Warburton P. Debt and Delusion. L.: Penguin Press, 2000.

В узком, техническом смысле рыночная ликвидность касается преобладающих ценовых тенденций и способности быстро осуществлять транзакции. Но рынок и рыночная активность — это всегда социальный процесс, который, в свою очередь, образует сложный интерактивный комплекс информационных потоков, мнений, суждений и ожиданий. Поэтому рыночная изменчивость, или рыночная ликвидность в узком смысле, — это социальная конструкция, и важно понимать, как социальные и поведенческие факторы ее формируют.

Создание ликвидности на финансовых рынках основано на трех основных механизмах.

1. Непрерывность торговли, возможная только тогда, когда множество информированных покупателей встречается со множеством информированных продавцов.

2. Функционирование и существование организаторов торговли (*market makers*), которые за небольшую маржу охотно берут на себя риск перемещения больших объемов стоимости, тем самым поддерживая непрерывность цен.

3. Гомогенизация и стандартизация товаров благодаря их упорядочению, промышленному выпуску стандартных продуктов либо созданию юридических инструментов, обеспечивающих равные права на текущий доход³⁵.

Рыночная ликвидность, таким образом, состоит из пространственных, межвременных, когнитивных и социальных процессов оценки рисков. Стандартизация продуктов и финансовых технологий признается центральной и совершенно необходимой для поддержания ликвидности рынка³⁶. Такая стандартизация представляет собой коллективное когнитивное достижение: покупатели, организаторы торговли и продавцы на рынке разделяют глубокое убеждение в том, что «эквивалентные» товары в огромном потоке финансовых инструментов действительно тождественны.

Некоторое время, в период кредитного бума, такое убеждение работало хорошо. Помешанные на финансовых операциях компании расширяли список финансовых продуктов и услуг, предлагая их толпе вроде бы заинтересованных покупателей, или на организованных рыночных площадках, или, что более типично, в ходе продаж без посредников (*over-the-counter*). Волшебная сила секьюритизации, казалось, гарантировала, что данные продукты содержат точную информацию о связанных с ними рисках и ценности. В период бума безмерное доверие к способности секьюритизации оптимизировать риски стало еще масштабнее, более всего содействуя расхожим теориям о «бездонной рыночной ликвидности».

В июне 2007 г. аналитики Банка международных расчетов в Базеле писали: «Преобладает мнение, что мир затоплен ликвидностью, так как кредиты стали дешевыми и доступными всем благодаря как никогда свободным условиям их получения. Но именно институцио-

³⁵ *Carruthers B., Stinchcombe A. The Social Structure of Liquidity: Flexibility, Markets, and States // Theory and Society. 1999. Vol. 28.*

³⁶ *Ibid. P. 353–354.*

нальное развитие внутри финансового сектора способствовало как видимому, так и реальному росту доступности кредита: изменение регулирования и технологического обеспечения дало новые возможности, а изменение отношения к этому вопросу поменяло и сами желания. Примеров этих новых практик множество, многие из них относятся к кредитованию домохозяйств... До самого недавнего времени было принято считать, что перед нами здоровое развитие, идущее на пользу жилищному строительству на частные средства. Только в последние месяцы... открылась оборотная сторона этих новых практик»³⁷.

Оптимизм глобального кредитного бума оказал особое влияние на конструирование ликвидности. Потеряв связь с базовыми активами, рыночная ликвидность все больше понималась как синоним общей жажды финансовой торговли, или, если говорить прямо, спекуляции. По словам одного из рыночных игроков, ликвидность перестали связывать с доступной денежной массой и вообще с кредитом. Она оказалась результатом алчности инвесторов, готовых принять на себя риск, и держателей средств, решивших предоставить инвесторам кредитные рычаги для принятия на себя рисков. Чем больше жажда рисков, тем больше ликвидность, и наоборот³⁸.

С точки зрения рынков как социальных институтов бум ликвидности мог продолжаться до тех пор, пока сохранялась коллективная убежденность в «торгуемости» активов. Большинство людей понимали это как доверие к рынку. Такое доверие, в свою очередь, зависит от определенной прозрачности на рынке и от информации о новых ценных бумагах. Стандартизация этих ценных бумаг и превращение их в легко реализуемый на рынке товар, как уже отмечалось, сыграли решающую роль как в поддержании бума инвестиций, так и в сохранении представлений о ликвидном рынке.

Но здесь мы сталкиваемся с одним из многих парадоксов ликвидности. Стандартизация, лежащая в основе понимания рыночной ликвидности, оказалась опасной. Прежде всего, сама мысль о том, что коллективное доверие к финансовым инновациям и ухищрениям автоматически способствует созданию «рынка», оказалась ошибочной. Если есть одна сторона ликвидности — поиск покупателя и передача прав, то неизбежно возникает и другая сторона — возможность продать. И чем сложнее и непрозрачнее становились технологии секьюритизации, тем труднее было поддерживать на системном уровне эту двойственную функцию ликвидности. Новые производные финансовые продукты стали столь сложными и непонятными, что компьютерным программам требуются целые дни вычислений, чтобы оценить их; значит, все сложнее найти клиентов для таких сделок³⁹. По мере нарастания кредитного бума все больше этих новоявленных ценных бумаг оставались в банковских балансовых ведомостях, их было невозможно реализовать даже во времена кредитной эйфории, — эту тенденцию,

³⁷ 77 Annual Report / Bank for International Settlements. Basle, 2007. P. 7–8.

³⁸ McCulley P. The Liquidity Conundrum // CFA Institute Conference Proceedings Quarterly. 2008. March.

³⁹ Tett G. The Mysterious Balance Sheet // After the Apocalypse: Lessons from the Global Financial Crisis. L.: Demos, 2008.

к несчастью, упустили из виду большинство инстанций финансового контроля и регулирования.

Далее, стандартизация породила опасную динамику на рынке. Информированность о рынках и продуктах, а также коллективные действия покупателей и продавцов составляют важную часть рыночного оборота. В этом смысле стандартизация технологий и продуктов, практик торговли и методов ценообразования существенна для обеспечения необходимого уровня прозрачности на рынке, его гибкости, или, говоря в широком смысле, ликвидности. Но, как мы показали выше, для возникновения ликвидности недостаточно только стандартизации продуктов и рыночных тенденций, также требуется *разнообразие* мнений и позиций участников рынка. Кроме того, рыночный обмен связан с полным совпадением двух прямо противоположных стремлений: сделка состоится только тогда, когда продавец найдет покупателя, способного и желающего заплатить. Именно стирание различий между покупателями и продавцами привело к неправильному пониманию тенденций рыночной ликвидности и в итоге — к кризису ликвидности⁴⁰. Вместе с распространением финансовых инноваций этот важнейший компонент гетерогенности рыночного контекста стал постепенно размываться в течение всего периода 2002—2007 гг. И, как показал разразившийся потом кризис, такая однородность оказалась роковой для самой идеи ликвидной финансовой системы.

Успех рынков кредитных производных с их доходами привлек множество инвесторов, которые широко использовали сходные рыночные позиции и модели ценообразования. Финансовые аналитики назвали это проблемой «уровня концентрации»; используется и специфический жаргон — «стадное поведение» и «стадная торговля». В таком «стадном» процессе финансовых инноваций преобладают общераспространенные тенденции мыльного пузыря и финансов Понци в понимании Мински: недооценка рисков, особенно связанных с ликвидностью, агрессивная экспансия новых займов, во многих случаях использование полулегальных техник инвестирования и прямого мошенничества. Как бы там ни было, наибольший риск, связанный с растущей гомогенностью рыночного поведения, состоит в том, что когда на рынке возникают проблемы, подобные позиции инвесторов не могут компенсировать шок. Напротив, степень поражения только усиливается. Поэтому если во времена бума схожее поведение и одинаковые позиции участников рынка создают ощущение быстроты реакции рынка и его ликвидности, то в периоды потрясений и во времена кризиса эти общие практики разрушают больше ценностей, чем на более диверсифицированном рынке.

Глобальный кредитный крах, как и любой другой системный финансовый коллапс, подтвердил все сказанное. На исходе кредитного бума 2002—2007 гг. звучали опасения в связи с возможным стадным

⁴⁰ Persaud A., Nugée J. Redesigning Financial Regulation // Global Finance in the New Century, Deregulation and Beyond / L. Assassi, A. Nesvetailova, A. Wigan (eds.). Basingstoke: Palgrave, 2007.

поведением на рынках производных ценных бумаг. Одним из самых красноречивых признаков было почти непрерывное сокращение кредитных спредов в период с 2003 до начала 2007 г. по мере роста числа инвесторов на рынке обеспеченных залогом долговых обязательств (CDOs). В одном сегменте рынка просто оказалось слишком много спекулянтов. Как только первые волны кризиса наложились на лавинообразное снижение рейтингов ценных бумаг и неопределенность оценок, оказалось, что инвесторы, все как один, занимали сходные позиции на рушащемся рынке⁴¹.

В то же время известно, что, хотя спекуляция, стадное поведение и концентрация рисков — это общие черты любого финансового кризиса, кредитный бум 2002—2007 гг. определяется специфическим элементом внутри основополагающей парадигмы регулирования. Речь идет о новых, сложных продуктах, таких как, например, синтетические финансовые структуры, часто зарегистрированные в нерегулируемых офшорных зонах и связанные в первую очередь со стратегией финансового дерегулирования. Чем больше раскручивалась спираль финансовых инноваций, тем менее прозрачными становились рынки и для контрольных органов, и — что важнее — для партнеров, тех, кто представляет вторую сторону сделки. Главное, что при этом граница между финансовой инновацией и финансовым мошенничеством оказалась размыта.

История самого крупного на сегодня кредитного краха — случай Lehman Brothers — вновь напоминает нам о масштабе проблемы неявных долгов и финансовых манипуляций. Посткризисное исследование этого разорившегося банка показало, что на момент падения банк имел производных контрактов на 1,2 млн долл., общей номинальной стоимостью 6 трлн долл. Кроме того, банк имел более 1,2 трлн долл. открытых позиций почти со всеми своими рыночными партнерами, каждый из которых стремился минимизировать свою зависимость от банка. Как и в случае Northern Rock, офшоры помогали скрывать риски сделок. Lehman Brothers, подобно многим другим банкам, в одной стране аккумулировал активы, обеспеченные ипотекой (mortgage-backed assets, MBAs), подвергал их секьюритизации, «нарезал и перемешивал» их с другими такими же активами, затем переводил получившиеся в результате активы в другие страны, тем самым скрывая основу для оценки базовых активов⁴². Такой образ действий не только вызвал кризис ликвидности Lehman Brothers, но и весьма затруднил процедуру его банкротства.

Б. Бернанке вполне обоснованно предупреждал еще в мае 2007 г., приводя пример CDOs, что наличие неликвидных инструментов может повлечь за собой существенные рыночные риски, что вал продаж может привести к рыночной неликвидности, иногда в самых неожиданных регионах, когда растет неприятие риска⁴³. И хотя именно банковский сектор пострадал от кредитного краха,

⁴¹ Madigan P. Herd Mentality // Credit Magazine. February 2008.

⁴² Thomson D. Unravelling Lehman // Business (Turnaround). L.: Lyonsdown, 2009. P. 9—11.

⁴³ Цит. по.: Madigan P. Op. cit.

некоторые обозреватели сомневаются, что коммерческие банки чрезмерно повысили уровень леввериджа. Согласно У. Бьютеру, большая часть возросшего леввериджа в финансовом секторе находилась вне коммерческих банков: в инвестиционных банках, хеджевых фондах, фондах прямого инвестирования и в целом ряде новых финансовых институтов, полагающихся на новые, основанные на секьюритизации, финансовые инструменты⁴⁴.

Другие аналитики и регулирующие органы подтверждают, что именно широкое распространение индустрии хеджевых фондов, и в частности ее вовлечение в индустрию секьюритизации, усугубило проблему концентрации рисков и рыночной неликвидности. Экспансия сектора хеджевых фондов понудила большее число инвесторов гнаться за одними и теми же возможностями. Но когда слишком много агентов атакуют один рынок, доходность начинает снижаться. Снижение доходности, в свою очередь, заставило инвесторов повысить уровень леввериджа, — так и возникла пирамида Понци.

Согласно исследованиям Европейского Центрального банка (ЕЦБ), с 2001 г. разброс в прибылях хеджевых фондов существенно сокращался, что свидетельствовало о сближении их позиций. В 2005 г. ЕЦБ пришел к выводу, что в условиях потрясений хеджевые фонды не будут ждать, пока их кредитные позиции начнут сокращаться, и, вероятно, в числе первых покинут рынок⁴⁵.

Занимательно, что не только регулирующие органы отмечали потенциальную опасность концентрации рисков и эффекта толпы, но и сами специалисты по управлению рисками допускали возможность возникновения трудностей в кредитном секторе.

Так, в 2007 г. М. Энтонсис, управляющий рисками в *Lehman Brothers* в Нью-Йорке, признала, что на рынках в разгар бума агенты были слишком самоуверенны. Люди, по ее мнению, так и не поняли, что одним из главных факторов, вызвавших стресс, были эффект толпы в торговле и недостаток ликвидности в определенном виде продаж, когда все отказывается от одних и тех же стратегий, особенно с учетом того, что модели торговли были схожими⁴⁶.

Таким образом, ликвидность новой финансовой системы была сконструирована искусственно. Ее создание определялось весьма спорными теоремами о саморегулирующихся, эффективных и оптимизирующих рыночных стратегиях, а также о коллективном поведении инвесторов, или, говоря проще, о стадном чувстве: устойчивость рынка целиком зависела от коллективных действий и ожиданий финансовых игроков. В конце концов оба столпа так называемого бума ликвидности оказались непрочными. Идея оптимизации рисков с помощью финансового инжиниринга была порочной уже в своей основе. Оказалось, что невозможно совсем изъять риск из финансовой системы, потому что, по словам Бьютера, в мире финансов нет тако-

⁴⁴ *Buiter W. Lessons from the North Atlantic Financial Crisis* / Доклад на конференции «The Role of Money Marketsized», Columbia Business School, Federal Reserve Bank of New York, 29—30 May 2008.

⁴⁵ Цит. по: *Madigan P.* Op. cit.

⁴⁶ Цит. по: *Ibid.*

го отверстия, через которое риски могли бы запросто испариться⁴⁷. Формирование ликвидных рынков с помощью финансовых практик (ученые называют это «перформативностью» различных практик количественного анализа) также оказалось бутафорией: скопление покупателей и продавцов может некоторое время перетасовывать долги туда и сюда, но поскольку сами активы никогда не были вполне ликвидными, все эти действия не будут иметь долгосрочного эффекта.

Здесь мы подходим к другому важному аспекту иллюзии ликвидности 2002—2007 гг. — специфической структуре механизма саморегулирования финансового рынка, которая стала ключевой в создании и поддержании этой иллюзии ликвидности. Речь идет об институтах определения стоимости кредитов — рейтинговых агентствах.

Алхимия: превращение плохих долгов в «деньги»

Какими бы энергичными, осмотрительными или, напротив, недальновидными ни были финансовые стратегии, всякая «иллюзия богатства», включая и иллюзию ликвидности, может поддерживаться, пока сохраняется доверие к недавно изобретенным инструментам. Такую ситуацию можно интерпретировать как присутствие организатора ликвидности (liquidity-maker) на рынке⁴⁸. Такой агент, по сути, решает проблему переноса весьма специфического знания о данном продукте в стандартизированное и более прозрачное общее знание, в рамках которого этот продукт представлен как понятный, имеющий определенную ценность и торгуемый на рынке. В национальной экономической системе эту функцию, как правило, выполняет государство, выпуская собственную валюту.

В частной сфере существуют другие институты, которые выполняют ту же роль. В США после войны компания Fannie Mae объединила множество ипотек, обеспечила поток доходов по ним и повысила их ликвидность, во-первых облегчив вычисление их рыночной цены и, во-вторых, уменьшив объем информации, необходимый для определения их ценности. Теперь кредитору не нужно сопоставлять достаточно специфическую информацию о каждом отдельном строении и заемщике, видя перед собой только отдельные случаи, ему достаточно получить совокупную информацию о средних значениях и дисперсиях ипотечного пула. Таким образом, функция Fannie Mae состояла в том, чтобы, интегрируя все ипотечные займы, увеличивать рыночную ликвидность, трансформируя будущий поток выплат ипотечному банку в финансовый инструмент, продаваемый на рынке вторичной ипотеки с использованием краткосрочной гарантированной цены на ипотеки, полученные от самого банка⁴⁹.

В «новой экономике» конца 1990-х годов именно финансовые аналитики, бухгалтерские аудиторские фирмы, одобряя финансовые отчеты доткомов, как подлинные, так и сфальсифицированные, созда-

⁴⁷ Buiter W. Op. cit.

⁴⁸ Carruthers J., Stinchcombe A. Op. cit.

⁴⁹ Ibid. P. 359.

ли рыночную ликвидность для акций этих интернет-компаний. Два самых известных скандала связаны с компаниями WorldCom и Enron, исполнительные директора которых уже осуждены за финансовое мошенничество. Главная идея обмана была в том, чтобы представить убытки как прибыли. В случае WorldCom компания полагалась на стародавний прием: рутинные расходы подавались просто как капитальные вложения. Компания Arthur Andersen, аудитор WorldCom, умудрилась этого не заметить⁵⁰.

Enron использовал более сложную схему финансовых инноваций, включая «организации для особых целей» (SPEs) и финансовые манипуляции. Пользуясь освобождением от брокерского регулирования и халатностью Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC), Enron записывала в доходы совокупный объем своей активной торговли, а не прибыль от каждой сделки, как обычно делается в брокерских фирмах. Бухгалтерский метод переоценки на основе текущих цен (mark-to-market) позволял компании постоянно записывать в бухгалтерские ведомости *будущие* заработки. Финансовые инженеры Enron так организовали некоторые из своих «партнерств», чтобы казалось, будто материнская компания извлекает наличные деньги из реальных операций, а не из финансовой активности⁵¹. Кроме того, злоупотребления с подсчетами в Enron включали подлоги — завышение доходов, недооценку издержек, маскировку рисков и завышенные данные об активах. Совокупным эффектом этих искажений была переоценка доходов на акцию, что увеличивало потенциальную отдачу на инвестиции и уменьшало стоимость капитала Enron⁵². По сути, речь идет о типичной схеме Понци.

Однако эйфория вокруг «доткомов» весьма запутала положение в этой области. В обоих названных случаях аудиторы компаний предпочитали закрывать глаза на финансовые нарушения или даже помогали их маскировать⁵³. Конечно, возникает желание обвинить исполнительных директоров Enron, WorldCom, Vivendi и многих других фирм (а также их пособников — аудиторов) в фальсификации бухгалтерской отчетности и обмане акционеров. Но и факты, и противоречивая роль финансовых инноваций свидетельствуют о том, что спекулятивный ажиотаж вокруг мыльного пузыря интернет-торговли и соревнование за рынки сформировали общую тенденцию новой экономики: бум доткомов, в краткосрочной перспективе казавшихся высокодоходными и высоколиквидными, на деле представлял собой реализацию гигантской схемы Понци.

Важно подчеркнуть, что эта тенденция была закреплена стандартами органа частного регулирования, а именно Советом по стандартам

⁵⁰ Аудитор получал 4,4 млн долл. в год за то, что подтверждал исправность бухгалтерии WorldCom. Аудиторы утверждали, что финансовый директор WorldCom никогда не предоставлял запрашиваемые аудиторской компанией материалы. См.: *Kadlec D. WorldCom // Time. 2002. Jul. 8.*

⁵¹ *Guttman R. Cybercash: The Coming Era of Electronic Money. N. Y.: Palgrave Macmillan, 2003. P. 208.*

⁵² *Tinker T., Carter C. Spectres of Accounting: Contradictions or Conflicts of Interest? // Organization. 2003. Vol. 10, No 3.*

⁵³ *Grey C. The Real World of Enron's Auditors // Organization. 2003. Vol. 10, No 3.*

финансового учета (Financial Standards Accounting Board), в котором ведущую роль играли пять крупнейших бухгалтерских фирм США и где доминируют культура и политическая идеология эффективных рынков⁵⁴. В период бума бухгалтерская отчетность подавалась как условие конкуренции для участников, которому необходимо следовать, если хочется работать на данном рынке⁵⁵.

Для руководителей таких фирм, как Enron и WorldCom, неизбежное крушение пузыря доткомов оказалось роковым. Но для финансовой индустрии крах этих интернет-компаний оказался лишь небольшим препятствием на дальнейшем пути спекуляции и экспансии. Весьма половинчатые реформы, предпринятые после скандала вокруг Enron, не предотвратили расширение новой доходной ниши — ипотечных рынков.

В 2002—2007 гг., как и в мыльных пузырях 1980-х и конца 1990-х годов, необходимо было превратить субстандартные займы в ликвидные активы. Следовательно, кто-то должен был действовать как организатор широкомасштабного рынка и поддерживать коллективное убеждение в ликвидности того, что на самом деле было набором долгов. Другими словами, нужно было сделать сложные структуры ценных бумаг хотя бы на первый взгляд более дорогими, чем сумма их частей. В такой роли выступили рейтинговые агентства⁵⁶.

Рейтинговые агентства существуют очень давно. Первый рейтинг был создан в 1841 г., после финансового кризиса 1837 г., для оценки способности торговцев платить по своим финансовым обязательствам. В 1909 г. Дж. Муди распространил эту практику на ценные бумаги: он начал с ценных бумаг железных дорог США. Но с возникновением нынешней саморегулируемой финансовой системы рейтинговые агентства заняли новую, особую нишу на рынках, став «новыми хозяевами капитала»⁵⁷.

Сегодня рейтинговые агентства — продукты своего времени. В эпоху «научно» организованных финансов и секьюритизации, когда информация стала ключевым моментом в управлении рисками, а без нее рынок функционировать не может и нет ликвидности, рейтинговые агентства получили беспрецедентную власть. Функционирование рынка и «торгуемость» основанных на ипотеке ценных бумаг всецело зависит от их рейтинга. Либерализация финансовых рынков и общая трансформация финансовой деятельности в бизнес по оптимизации рисков повысила важность исследований, аналитических механизмов и практик количественного анализа в финансовой сфере. Как только рынки капитала вытеснили классические банковские ссуды, а прежние механизмы оценки и доверие к старой системе банковского посредничества перестали работать, рейтинги стали восприниматься как норма в процессе ценообразования на рынке. Институциональных инвесторов — пенсионные фонды или страховые компании — обязали

⁵⁴ *Lowenstein R.* Origins of the Crash: The Great Bubble and its Undoing. N.Y.: Penguin Press, 2004.

⁵⁵ *Tinker T., Carter C.* Op. cit. P. 580—581; *Guttman R.* Op. cit.; *Lowenstein R.* Op. cit.

⁵⁶ *Lowenstein R.* Triple A Failure // New York Times. 2008. Apr. 26.

⁵⁷ *Sinclair T.* The New Masters of Capital. Ithaca: Cornell University Press, 2005.

покупать ценные бумаги с инвестиционным рейтингом, полученным в одном из признанных национальных рейтинговых агентств. Чем выше кредитный рейтинг ценной бумаги или пакета ценных бумаг, тем проще продать актив конечному покупателю. Но самое главное — рейтинговое агентство не несло никакой ответственности за свои рейтинги, и если допускалась ошибка, это не имело никаких последствий⁵⁸. При этом банки всегда платили рейтинговым агентствам за их работу.

Роль рейтинговых агентств в превращении плохих долгов в «торгуемые» активы и в последующем раздувании пузыря почти не обсуждается. Однако мнения о том, какая именно сторона их деятельности оказалась столь разрушительной для финансовой системы, разнятся. Кто-то утверждает, что по большей части эти агентства хорошо выполняли свою работу, но методологические *предпосылки* используемых ими моделей — например, предсказание оценок будущих рисков на основе небольшого набора исторических данных — были некорректными⁵⁹.

Другие отмечают, что сами агентства действовали без злого умысла, а на самом деле проблема в правилах и нормативах, которым они вынуждены следовать. Когда нормативной основой стало Базельское соглашение, рейтинговый бизнес перешел от простого предоставления информации к продаже «регулирующих лицензий» как ключей, «открывающих» финансовые рынки. В случае долговых обязательств с постоянной долей (Constant Proportion Debt Obligations) — эти финансовые франкенштейны согласно математическим моделям рейтинговых агентств имели низкую степень риска — рейтинг AAA был получен не на основе имеющейся информации, а лишь потому, что такой высокий рейтинг позволяет инвесторам купить AAA-актив, доходность которого в 20 раз выше, чем у других активов с аналогичным рейтингом. Опора на рейтинги ускорила кризис, создав искаженные стимулы для участников рынка, в результате возникли новые сложные финансовые инструменты с завышенным рейтингом⁶⁰.

Согласно еще одной точке зрения, основная проблема с рейтинговыми агентствами — структурная: будучи частными компаниями, они сталкиваются с конфликтом интересов и вынуждены выбирать между получением прибыли и работой в роли независимых экспертов по оценке рисков⁶¹. Поэтому их в принципе нельзя считать эффективными аналитиками на финансовом рынке.

Какими бы ни были нюансы позиций в этом споре, не прекратившемся до сих пор, кризис показал, что рейтинговые агентства внесли свой вклад в создание мыльного пузыря секьюритизации. Упомянутый конфликт интересов проявился в трех аспектах. Прежде всего, каждое

⁵⁸ Wade R. The First World Debt Crisis of 2007–2010 in Global Perspective // Challenge. 2008. July–August. P. 30–31.

⁵⁹ Boorer D. Chaos Theory — Why a Little Instability Might be no Bad Thing for the Future of the Credit Market // Credit Magazine. 2008. October.

⁶⁰ Partnoy F. Do Away With Ratings Based Rules // Financial Times. 2008. Jul. 9.

⁶¹ Wade R. Op. cit.

рейтинговое агентство имело «встроенный» стимул завышать оценку финансовых продуктов, чтобы помочь осуществлению максимального числа сделок. Далее, рейтинговые агентства параллельно консультировали компании по вопросам структурирования финансовых продуктов. Как и в случае финансовых аналитиков и жульнических бухгалтерских фирм во время бума «доткомов», консультации этих агентств были основаны на убеждении, что рейтинг продуктов, которые они советуют, сразу возрастет, что принесет им двойной доход и удвоит стимулы еще больше переоценивать продукт. Наконец, по американскому законодательству о ценных бумагах рейтинговые агентства не обязаны проверять характеристики риска продуктов, которые они рейтингуют. С точки зрения закона, они могли довольствоваться информацией, предоставляемой продавцом. Это еще больше подстрекало продавца выдать желаемое за действительное⁶².

Другой решающий аспект воздействия рейтинговых агентств на кризис связан с методикой оценки новых ценных бумаг. Здесь, как и в случае бума «новой экономики», имели место сложные процессы финансовых инноваций. Во-первых, формальное разделение собственности, обусловленное изъятиями в регулировании, манипулирование законным владением активами, «творческая» бухгалтерия; во-вторых, сама техника наложения друг на друга структур секьюритизации. В обоих аспектах рейтинговые агентства сыграли решающую роль.

С самого начала бума секьюритизации главной целью в обеспечении «рыночности» секьюритизированного долга было позволить рейтинговым агентствам измерять кредитный риск активов отдельно от кредитного риска *компаний*, с которой эти активы были связаны. Агентства требовали юридического заключения, согласно которому секьюритизированные активы представляли собой так называемые «действительные продажи» («true sale») и поэтому никак не связаны с состоянием организатора их выпуска, если он признан банкротом. Такое отделение совершенно необходимо, если требуется признать, что риск перераспределяется и изымается из отчетности организатора выпуска. Эту роль отделения и сыграли офшорные «компании специального назначения», которые использовались именно для того, чтобы отделить владельцев от продаваемых им продуктов. И как только это было сделано, уже не требовалось проводить никаких дополнительных исследований кредитного риска по заказу покупателя.

Но от рейтинговых агентств требовали анализа рисков, и именно здесь они потерпели самое постыдное поражение. В условиях эйфории в 2006 г. аналитику компании Moody's требовался в среднем один день, чтобы обработать все банковские данные по кредиту⁶³. Аналитик не занимался оценкой ипотек, а только смотрел на *облигации*, выпущенные компаниями специального назначения. Именно они и приобретали ипотеки. Затем все ежемесячные платежи от домовладельцев шли именно туда. А компании специального назна-

⁶² Wade R. Op. cit. P. 33.

⁶³ Lowenstein R. Triple A Failure // New York Times. 2008. Apr. 26.

чения далее финансировали себя, продавая облигации. Вопросом для аналитика было только то, насколько платежи по ипотеке способны покрыть исходящие платежи держателям облигаций. Для банка ключевым в этом бизнесе было получение рейтинга AAA, без которого бизнес не был бы признан доходным. А превратить субстандартный долг в актив AAA помогала инновационная техника «наслоения» различных типов активов. Облигации с самым высоким рейтингом имеют приоритет при выплате наличности, полученной от держателей ипотеки, пока они не будут полностью возмещены, затем идет следующий ряд облигаций и т. д. Облигации, оставшиеся в самом низу, дают максимальную процентную ставку, но они же первыми терпят крах в случае дефолта⁶⁴.

Есть и другая тревожная параллель с финансовыми махинациями эры доткомов: частные агентства саморегулирующегося рынка сейчас в значительной степени предпочитают скрыть сомнительные финансовые практики и прямые правонарушения. Трудно не заметить сходства между идеей «истинной продажи» через компании специального назначения в процессе секьюритизации и манипуляциями с использованием «обществ для специальных целей» в эпоху доткомов.

В случае Enron эти общества, самым известным из которых был Raptor, обеспечивали хеджевое страхование для Enron от любых потерь, которые могли возникнуть из-за его волатильных инвестиций. Для этого Raptor должен был быть юридическим лицом, независимым и отделенным от Enron⁶⁵. Полностью соответствуя стандартам GAAP, Raptor всегда мог предложить Enron хеджевый контракт по любой из его инвестиций, потому что он гарантировал возмещение любой потери ценности, если стоимость портфеля Enron снизится. Raptor не требовал от Enron никакой дополнительной выплаты за хеджирование, ибо получил право извлекать любые доходы от переоценки инвестиций.

Данная схема, воспроизводящая, как в зеркале, опыт Granite Fund и Northern Rock, рухнула, как только положение Enron стало шатким после слухов об экономической несостоятельности фирмы. Raptor первым понес убытки. Чтобы компенсировать потери в бухгалтерии, счета Raptor (как и некоторых других «обществ для специальных целей») были консолидированы со счетами Enron, и в результате оказалось, что потери превысили 500 млн долл.⁶⁶ Конечно, это означало банкротство всей фирмы.

* * *

Бум секьюритизации 2002–2007 гг. был основан на иллюзии ликвидности. Финансовые агенты и инженеры, полагаясь на технологии «научно» организованных финансов, сами создали рынки

⁶⁴ Lowenstein R. Op. cit.

⁶⁵ Tinker T., Carter C. Op. cit. P. 579

⁶⁶ Ibid. P. 580.

плохих долгов. Существующая парадигма регулирования поддерживала эту практику двумя способами. В *аналитическом смысле* принципы регулирования большинства органов финансового контроля основаны на предположении, что рынки всегда ликвидны и потому на первом месте должен стоять не риск рынка, не систематическая неликвидность, а специфические риски индивидов, с которыми и должны работать финансовые институты, объединяя эти риски в систему. А в *институциональном смысле* глобальная финансовая архитектура отражала идею финансовой инновации, повышающей ликвидность. В результате большой набор регулирующих норм порождает специфические «подпорки» для ликвидной иллюзии: точку зрения, что ликвидность синонимична надежности и таким образом всегда самодостаточна, а также финансовую торговлю, основанную на кредитных рейтингах.

Финансовая теория мейнстрима, в свою очередь, стимулировала эту тенденцию, пытаясь доказать, что такой новый подход к рискам управления повышает ликвидность рынка и финансовую устойчивость экономики. Политики пожинали плоды этого процесса, отчасти наживаясь за счет вклада финансового сектора в экономику, а отчасти защищая общественную выгоду от новой, «демократизированной» финансовой системы. Самое печальное, что парадигма финансовой инновации стерла грань (если она вообще была) между законностью и махинациями в финансовой сфере, создала условия для многочисленных случаев мошенничества. Однако, как и большинство иллюзий, иллюзия ликвидности была полностью развенчана.

Пер. с англ. А. Маркова

А. СУЭТИН,
доктор экономических наук,
профессор Международной школы бизнеса Солбридж,
Университет Вусонг (Тэджон, Республика Корея)

СТРУКТУРНЫЙ РАСЦВЕТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Ф. Хайек утверждал, что рынок представляет собой самый совершенный механизм распределения ресурсов, поскольку воплощает индивидуальные решения миллионов потребителей и тысяч производителей. Чиновники и политики никогда не будут обладать всей необходимой информацией, чтобы распределять ресурсы с такой же эффективностью. Но как тогда объяснить необходимость вмешательства центральных банков в работу рынка для предотвращения образования финансовых пузырей (цены финансовых активов также формируются посредством рыночных механизмов)?

Специфика финансовых инструментов

Финансовые рынки функционируют иначе, чем рынки других товаров и услуг. Так, если цена телевизора или программного обеспечения повышается, то спрос на эту продукцию снижается. Но при удорожании финансового актива спрос на него, как правило, растет. Почему?

Обычно потребители приобретают товары и услуги в определенных целях, например стремясь следовать моде или повысить собственный статус. Соответствующие качественные характеристики заложены в самих товарах (спортивных автомобилях, дизайнерских солнечных очках, встроенных кухнях и др.). Такие товары приносят потребителям некую пользу.

Привлекательность финансовых активов обусловлена исключительно их способностью увеличивать или, по крайней мере, сохранять богатство покупателей. При этом на их решение приобрести финансовые активы нередко влияет успешная деятельность их знакомых на финансовом рынке.

Если цены на товары растут, то производители увеличивают их выпуск. Это справедливо и в отношении финансовых активов, в частности эмиссии акций. Но если стоимость соответствующего бизнеса не изменилась, то выпуск новых акций просто размывает богатство инвесторов. Именно такая ситуация сложилась со средствами пенсионных фондов, инвестированными в активы интернет-компаний.

Растущие цены вызывают у инвесторов эйфорию, а их падение парализует рынки. Тогда резко снижаются объемы торговли, поскольку инвесторы не хотят фиксировать убытки, дешево продавая активы. Одновременно они теряют интерес к приобретению новых активов даже по выгодным ценам. Другими словами, поведение инвесторов на фон-

довом рынке кардинально отличается от модели, характерной для покупателей крупных универмагов: первые не реагируют на распродажи.

Конечно, рациональные инвесторы могут получать прибыль в периоды бумов и паники на рынках, но таких мало. На практике рациональное поведение подавляется стадным инстинктом. При этом не помогают никакие меры, например, ограничения на короткие продажи, то есть продажи «медведями» ценных бумаг, которых у них еще нет, но они надеются купить их по более низкой цене в будущем.

Многие инвесторы передают свои капиталы в управление профессионалам, основываясь на их прошлых достижениях. Обычно менеджеры склонны инвестировать в бумаги определенного типа, что обуславливает больший приток вложений в наиболее популярные акции.

За последние десятилетия в мире произошло много финансовых кризисов, и стал более понятен механизм функционирования финансовых рынков, описанный американским экономистом Х. Мински в рамках гипотезы финансовой нестабильности¹. В условиях бурного развития рынков и устойчивого экономического роста у инвесторов возникают стимулы спекулировать, используя заемные средства. При этом рост цен на активы ускоряется, пока какое-нибудь событие, включая стремление игроков зафиксировать прибыль, не приводит к схлопыванию финансового пузыря.

Известно, что масштабные экономические перемены, например строительство железных дорог или появление Интернета, могут сопровождаться формированием пузырей. Их ликвидация вызывает банкротство отдельных инвесторов, однако, как считают некоторые экономисты, общество в целом выигрывает от таких чрезмерно оптимистичных инвестиций. Конечно, с подобной аргументацией трудно согласиться, учитывая, что после лопнувшего в конце 2000-х годов пузыря остались пустующие кондоминиумы в Майами и загородные виллы в Испании.

Безусловно, Интернет фактически подтвердил верность гипотезы об эффективности рынка. Одновременно он повысил уровень иррациональности в поведении инвесторов. Вспомним появление возможности приобретать книги по сниженным ценам в интернет-магазинах, а также лихорадку среди инвесторов, закупавших акции убыточных интернет-компаний по астрономическим ценам.

Теперь у инвесторов осталась одна надежда — страны с формирующимся рынком. Они характеризуются высокими темпами роста, сравнительно молодым населением, но играют небольшую роль на глобальном финансовом рынке. С точки зрения перспективы инвесторам важно присутствовать на этих рынках. К тому же они учитывают высокую квалификацию кадров в таких странах (так, в Южной Корее высшее образование имеют свыше половины молодых людей, а в странах ОЭСР — 35% работников в возрасте 25—34 лет).

По данным Goldman Sachs, во второй половине 2010 г. капитализация формирующихся рынков достигла 14 трлн долл. Ожидается, что через 20 лет их доля в мировой капитализации возрастет с ны-

¹ Подробнее см.: Несветайлова А. Экономическое наследие Хаймана Мински (глобальная финансовая хрупкость и кризис: уроки для России) // Вопросы экономики. 2005. № 3.

нешних 31 до 55%. Доходность вложений при этом может составить 9,3%, а на развитых рынках — 4%. В связи с этим напомним, что в 1991—2000 гг. формирующиеся рынки принесли только 38% прибыли, а развитые — 171%. Ситуация в корне изменилась лишь в первом десятилетии XXI в., когда вложения инвесторов на формирующихся рынках увеличились в четыре раза.

Отметим и проблемы, связанные с экономическим ростом. Как показал анализ 17 национальных фондовых рынков с 1900 г., фактически не существует корреляции между ростом ВВП отдельной страны на душу населения и доходностью рынка для инвесторов². Одно из объяснений: фондовый рынок не служит идеальным отражением экономики, поскольку многие компании здесь в должной мере не представлены, на рынке торгуются в основном зрелые фирмы.

Кроме того, динамика стран с высокими темпами роста может напоминать динамику акций, цена которых неудержимо растет. Затем неизбежно наступает период переоцененности, когда доходность вложений снижается. Стоимость акций на формирующихся рынках была завышенной в 1999 г. и 2007 г., затем цены резко снижались.

Возможно, на рынке грядет новый бум. Как писал историк финансов Ч. Киндлбергер, финансовые пузыри обычно сначала предполагают сдвиги на рынке, затем — быстрый рост кредитования, за которым следует фаза эйфории.

Подобные перемены уже произошли в ходе финансового кризиса 2008—2009 гг. Как известно, он подорвал платежеспособность стран развитого мира. Правительства стали поддерживать банки, и их задолженность резко возросла. В странах с формирующимся рынком отношение госдолг/ВВП существенно ниже, чем в развитых странах. Иными словами, наблюдается резкий сдвиг в распределении экономической мощи в мире.

Кризис привел к беспрецедентному снижению процентных ставок в развитых странах. В результате оживилось кредитование, одновременно инвесторы начали приобретать высокодоходные активы, например акции на формирующихся рынках. В 2010 г. на них поступило 45 млрд долл. Ожидается рост кредитования в развивающихся странах, «импортирующих» американскую денежно-кредитную политику посредством управляемых валютных курсов.

За этим, скорее всего, последует фаза эйфории, поскольку дешевые деньги неминуемо приведут к росту цен на активы. Единственный обнадеживающий фактор — бóльшая надежность бумаг на формирующихся рынках по сравнению с акциями интернет-компаний.

Новое дыхание промышленной политики

Бум 2005—2007 гг. был слишком сильным. В указанный период объем сделок слияний и поглощений составил 1,6 трлн долл., что

² *Cooper K. How Long before the Stock Market Recovers? // The Sunday Times. 2009. Feb. 15.*

лишь немногим меньше, чем за три предыдущих десятилетия с учетом инфляции. Последствия кризиса для домашних хозяйств в США оказались существенными: в 2009 г. средний располагаемый доход снизился на 0,7%, доля бедных выросла до 14,3%, а лиц, не имеющих медицинской страховки, — до 16,7%.

В августе 2010 г. ФАО снизила свой прогноз производства пшеницы в мире на 2010 г. на 5 млн т — до 651 млн. Из-за низких урожаев цена на кофе достигла рекордного за последние 13 лет уровня. Засуха летом 2010 г. в России и временный запрет на экспорт зерна вряд ли серьезно сказались на мировом рынке продовольствия, поскольку Россия обеспечивает только 8% мирового сбора пшеницы. Пятерку крупнейших экспортеров зерна составляют США, Канада, Австралия, Аргентина и ЕС.

Кризис поставил на повестку дня сложный вопрос: помогать бедным людям или бедным странам? Например, Великобритания 90% помощи предоставляет именно последним. Но, согласно статистике, большинство бедных проживают в странах со средним уровнем доходов³.

Издержки ликвидации последствий кризиса слишком велики. Поэтому в условиях быстрого роста объема предоставляемых кредитов и цен активов необходимо вмешательство центральных банков и правительств. Очевидно, рынки финансовых активов не в состоянии работать так же четко, как товарные. Возможно, этим объясняются изменения в подходах к промышленной политике. Долгие годы здесь существовал консенсус: промышленная политика в развивающихся странах не может быть эффективной.

Промышленная политика — это попытка государства стимулировать рост отдельных секторов и компаний. Она может быть направлена на поддержку или реструктуризацию старых, испытывающих трудности отраслей, например сталелитейной или текстильной, а также на создание новых отраслей — робототехники, нанотехнологий и др. Особого успеха подобная политика до сих пор не приносила, что обусловлено общей неэффективностью государства как предпринимателя и неспособностью правительственных органов правильно оценивать затраты и выгоды.

С этой точки зрения сегодня наибольшие опасения вызывает Китай. Здесь вложены миллиарды долларов в такие отрасли промышленности, как телекоммуникации, информационные технологии, автомобилестроение и сталелитейная промышленность. Темпы роста ВВП очень высокие. В Китае находятся самый крупный в мире банк, причем государственный, крупнейший оператор мобильной связи и накоплены самые большие золотовалютные резервы. В августе 2010 г. Китай обогнал Японию и стал второй экономической державой мира.

Возникает вопрос: следует ли рассматривать экономику Китая как некое чудо по образу и подобию японского в 1960—1970-е годы или это беспрецедентно большой, но все же экономический пузырь? Несмотря на отмечаемый здесь в течение трех десятилетий бурный рост, доля Китая в мировом ВВП составляет лишь 8% в долларовом выражении.

³ Sumner A. Global Poverty and the New Bottom Billion / Institute of Development Studies. Aug. 2010.

Доля внутреннего частного потребления в его ВВП по мировым меркам также низкая, а уровень жизни населения в среднем невысокий⁴.

В результате политики государственного стимулирования банковского кредитования в Китае его объем в 2009 г. увеличился на 32%. В 2010 г. темпы роста хотя и снизились, но по-прежнему высокие — 18%. Вместе с тем очевидно, что крупные банки столкнутся с проблемой невозврата выданных кредитов. Доля плохих кредитов может составить 4—5% (в прошлом, правда, она достигала 10%, причем государство компенсировало потери банков, а долг перемещался на баланс специальных компаний, где он находится до сих пор).

Рост экономической мощи Китая вынудил развитые страны начать поиск новых направлений промышленной политики. Обновленное министерство экономики, торговли и промышленности Японии объявило о разработке комплексного плана развития стратегических отраслей: инфраструктуры, экоотрасли, здравоохранения, культуры, а также робототехники и космической.

Успешность промышленной политики определяется одним обстоятельством: она должна способствовать реализации сравнительных преимуществ национальной экономики, иными словами, не препятствовать действию рыночных сил. При этом важно использовать оптимальный набор ее инструментов. Так, снижение государственных расходов наносит меньший ущерб экономике, чем повышение налогов. Тогда центральные банки, стремясь смягчить последствия этого шага, создают стимулы для роста с помощью мер денежно-кредитной политики, в частности снижая процентные ставки. Вместе с тем количественных послаблений, то есть дополнительной эмиссии денег, в условиях нежелания банков предоставлять кредиты может оказаться недостаточно, чтобы компенсировать ужесточение фискальной политики.

По данным МВФ, каждая развитая страна в среднем один раз в десять лет предпринимала попытки ослабить фискальную политику более чем на 1,5% ВВП. При этом фискальная консолидация, эквивалентная 1% ВВП, приводит в среднем к сокращению ВВП на 0,5% через два года и росту безработицы на 0,3 п. п.

Метаморфозы фондового рынка

Финансовый мир озабочен исключительно краткосрочными проблемами. Деятельность менеджеров инвестиционных фондов обычно оценивается по итогам их работы за квартал. Телевидение отражает положение на фондовом рынке в ежедневных сводках. Сотрудники хедж-фондов вообще мыслят в категориях миллисекунд. Между тем продолжительность регулярного цикла под влиянием изменений на рынке акций, инвестиций и инноваций колеблется от 3 до 60 лет. Великий «бычий» рынок на рынке акций наблюдался в 1982—2000 гг. За 1952—2006 гг. американские пенсионные фонды увеличили долю вложений в акции с 17 до 69%.

⁴ Arora V., Vamvakidis A. China's Economic Growth: International Spillovers // IMF Working Paper. 2010. No 10/165.

Рынки акций и облигаций могут развиваться успешно одновременно, в частности при снижении высокой инфляции или в периоды восстановления после природных и политических потрясений. Однако летом 2010 г. на рынке акций наблюдался рост, а доходность облигаций снижалась. Это связано, по-видимому, с тем, что инвесторы снова оказались готовы к большему риску. В то же время возросли ожидания повторной рецессии и возможной дефляции. Объяснить складывающуюся ситуацию можно тем, что «быки» рассчитывают на дальнейшую поддержку финансовой отрасли со стороны ФРС и дополнительную денежную эмиссию.

В 2010 г. в США отмечен переток капиталов с рынка акций на рынок облигаций, что отражает ожидания низкой инфляции при сохранении процентных ставок ФРС на текущем уровне. Невысокая доходность по облигациям привлекательна для центральных банков. Именно с их помощью правительства предполагают стимулировать спрос. Использование облигаций также выгодно в условиях менее эффективной налоговой политики. В 2010 г. дополнительная премия за риск владения акциями достигла в США рекордной отметки: доходность по ним составляет 8%, а по облигациям — 2–3%. В Германии, Японии и Великобритании картина аналогичная. Но в долгосрочной перспективе американский рынок акций приносит в среднем доход на уровне лишь 2,5%, большая часть которого уходит на вознаграждение и комиссионные посредников. По данным Deutsche Bank, за десять лет до конца июля 2010 г. американские акции продемонстрировали хотя и незначительный, но отрицательный прирост.

Спрос на государственные долговые бумаги поддерживается ожиданиями нового замедления экономического роста. В 2009 г. в Германии 10-летние облигации имели купон в размере 3,3%, а в 2010 г. — 2,3%. Только в Греции доходность по государственным облигациям сохраняется на высоком уровне — 10,7%, что связано с ее попытками избежать дефолта. Выросли ставки по облигациям в Ирландии и Испании.

Низкие процентные ставки во многом определили разнонаправленное движение фондового рынка в 2010 г. С одной стороны, они стимулируют инвесторов уходить из наличных в более рискованные активы. Так, за восемь месяцев 2010 г. выпуск высокодоходных, или «мусорных», американских облигаций достиг 168 млрд долл., превысив показатель за весь 2009 г. Многие институциональные инвесторы с учетом кривой доходности стремятся приобретать облигации инвестиционного рейтинга в качестве альтернативы казначейским облигациям.

С другой стороны, это свидетельствует о плохих перспективах экономического роста и соответственно корпоративных прибылей. Кроме того, в течение 2010 г. рынок пережил несколько приступов паники. В частности, речь идет о европейском кризисе суверенной задолженности весной 2010 г. и проблемах, спровоцированных опасениями повторной рецессии. Нынешние проблемы еврозоны вызваны в значительной мере снижением конкурентоспособности стран Средиземноморья относительно Германии. После вхождения в еврозону многие правительства стран — членов ЕС решили, что проблемы их

конкурентоспособности перестали быть актуальными. Вместе с тем именно этот факт должен был заставить их повышать национальную конкурентоспособность, поскольку переход на евро лишил их возможности девальвировать национальную валюту.

За период с 1900 по 2005 г. реальная доходность акций на мировом рынке в среднем составила 5%. Средний дивидендный доход за указанный период не превышал 4,5%. Но фондовые рынки уделяют гораздо больше внимания прогнозированию и анализу прибылей, чем проблемам выплаты дивидендов. В принципе размером прибыли легко манипулировать, тем более что ее формы разнообразны: операционная, бухгалтерская, после уплаты налогов, предварительная и т. д. Дивиденды же выплачиваются наличными, и их величину трудно исказить.

В 1990-е годы в США дивиденды, по-видимому, вышли из моды. Доходность на уровне 2% мало кого интересовала при росте рынка на 20% в год. Снижение интереса к дивидендам также отражает убежденность в том, что по фискальным причинам лучшим видом выплаты дохода по акциям выступает их обратный выкуп. Вместе с тем в 2008 г., правда в течение короткого времени, подобные выплаты имели отрицательный характер, поскольку фирмы эмитировали больше акций, чем выкупили обратно. Вообще, принять решение не выкупать акции легко, но отказ от выплаты дивидендов вызывает значительный общественный резонанс и обычно указывает на тяжелое финансовое положение компании.

Доходность акций включает три компонента: текущий уровень дивидендного дохода; реальный рост дивидендов; изменение стоимости акций, то есть динамика соотношения цена/доходность. Так, в 1900—2005 гг. цены акций росли быстрее, чем дивиденды, а доходность снижалась.

Благодаря созданию производных финансовых инструментов появилась возможность оценивать ожидания будущего роста дивидендов. Дивидендные свопы позволяют выделить доход от вложения капитала в акции. Сегодня соответствующие ожидания инвесторов находятся на низком уровне. В связи с этим напомним, что даже во время Великой депрессии в Америке выплаты дивидендов несколько выросли⁵.

Регулирование банковского капитала

Центральные банки настаивают на увеличении капитала коммерческих банков, считая, что чем он больше, тем лучше. Но открытым остается вопрос: какой капитал должен находиться в распоряжении банков?

После начала финансового кризиса центральные банки обвиняли в том, что они допустили образование пузыря в жилищном строительстве и кредитной сфере и соответственно его схлопывание. Затем их превозносили за решительные действия по предотвращению новой Великой депрессии. Сегодня от них ожидают содействия подъему экономики.

⁵ Dimson E., Marsh P., Staunton M. The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle. ssrn.com/abstract=891620.

За последние несколько десятилетий ЦБ позволили коммерческим банкам выстроить сложную структуру капитала из весьма посредственного материала. Лучший вид капитала для стабильной банковской системы — собственный акционерный капитал, поскольку он непосредственно поглощает убытки и служит «подушкой безопасности» при системных потрясениях. Любой гибридный капитал, то есть собственный, в целях удешевления разбавленный различными экзотическими инструментами, вряд ли даст положительный эффект.

До кризиса банкиры считали, что собственный капитал банка должен быть как можно меньше; после кризиса — в любом случае меньше, чем требует регулятор. Это неудивительно, поскольку предлагаемые в рамках правил Банка международных расчетов (Basel 3) меры по поддержанию капитала приведут к сокращению ВВП развитых стран на 3%. ВВП еврозоны в долгосрочной перспективе может снизиться на 6%⁶.

Вместе с тем, по данным Базельского клуба центральных банков, новые правила окажут стимулирующее воздействие на экономику в долгосрочном плане, а их отрицательные последствия будут ощущаться лишь в течение ограниченного периода. Увеличение доли собственного капитала в банковских балансах на 3 п. п. в течение четырех лет приведет к снижению ВВП лишь на 0,6%. Это будет платой за предотвращение будущих кризисов, что, по сути, компенсирует названные потери. В долгосрочном плане ВВП вырастет на 1,7%.

Капитал банков должен быть увеличен до 8% от объема активов — меньше, чем ожидалось, но намного больше, чем было до кризиса (так, соответствующий показатель у Royal Bank of Scotland до него был на уровне 3,5%). Оптимальным признается увеличение до 10% капитала первого уровня, то есть части капитала банка, включающей капитал, сформированный за счет обыкновенных и бессрочных привилегированных акций, а также накопленную нераспределенную прибыль и объявленные резервы.

Проблемы введения дополнительных мер регулирования финансовой отрасли намного сложнее, чем кажется на первый взгляд. Более жесткое регулирование в одном секторе финансового рынка может спровоцировать чрезмерно рискованные операции в другом. Когда наступит очередной кризис, ключевые решения будет принимать небольшая группа лиц в казначействах и центральных банках, поскольку именно эти организации имеют право эмитировать и расходовать деньги. Чрезмерная вера в чудодейственные возможности регулирующих органов представляется ошибочной.

Хедж-фонды и другие участники рынка: будущее после кризиса

В результате кризиса активы хедж-фондов сократились на $\frac{1}{4}$, некоторые из них закрылись. Так, 18 августа 2010 г. стало известно

⁶ Comments received on the consultative documents «Strengthening the Resilience of the Banking Sector» and «International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring» / The Basel Committee. 2009. Dec. 17.

о решении закрыть один из старейших хедж-фондов Duquesne Capital Management. Его менеджер С. Друкенмиллер, известный своими успехами на финансовом рынке, а также тем, что он протезе Дж. Сороса, сообщил, что не удовлетворен результатами деятельности фонда.

Хедж-фонды традиционно были привлекательными для инвесторов, поскольку гарантировали прибыль, невзирая на взлеты и падения на финансовых рынках. Иллюзия была разрушена в 2008 г., когда доходность хедж-фондов оказалась на уровне -19% . В 2009 г. часть потерь удалось компенсировать, но с большим трудом. В первой половине 2010 г. доходность фондов была на уровне $-0,2\%$. Правда, отметим, что доходность фондового рынка была существенно ниже. Активы в управлении снизились до 1,6 трлн долл. с рекордного уровня 1,9 трлн долл. в 2007 г.

В 2008 г. раскрылась афера Б. Мэдоффа. Бывший председатель совета директоров биржи NASDAQ и основатель инвестиционной компании Bernard L. Madoff Investment Securities создал обыкновенную «пирамиду», функционировавшую не менее 20 лет под завесой секретности, характерной для операций большинства хедж-фондов, а потери инвесторов от мошенничества оцениваются в 50 млрд долл.

Падение доходности, а также случаи мошенничества в отрасли хедж-фондов фактически лишили их управляющих свободы, которой они пользовались многие годы. Кроме того, деятельность хедж-фондов стала объектом пристального внимания регулирующих органов.

Чтобы привлечь инвесторов, хедж-фонды были вынуждены регулярно проводить встречи с ними, предоставлять исчерпывающую информацию о результатах своей работы. Некоторые фонды обеспечили инвесторам полный доступ к необходимой информации на специальных сайтах. Здесь можно получить сведения о доходах фондов, размере заемных средств и имеющейся ликвидности. Фактически операции фондов стали беспрецедентно прозрачными, даже в большей степени, чем у многих компаний, прошедших листинг на биржах.

Изменилась стратегия работы фондов. Они отказались от вложений в активы, концентрация которых возможна в одном банке с высоким риском банкротства. (Таким образом, исключена возможность повторения ситуации, возникшей в связи с банкротством банка Lehman Brothers в 2008 г.) Для этого хедж-фонды расширили круг кредитных брокеров, что повысило надежность поступления заемных ресурсов. В структуре хедж-фондов появились бэк-офисы и специалисты по соблюдению законодательства и требований по профилактике рисков при проведении операций. Указанные меры помогут привлечь институциональных инвесторов, например пенсионные фонды и фонды пожертвований.

Расширен набор предлагаемых инвестиционных продуктов. В частности, создание платформ управляемых счетов позволяет вести счет инвестора отдельно от счетов фонда. При этом клиент в состоянии контролировать ситуацию с открытыми позициями. Ряд других продуктов ориентирован на розничные инвестиции. Рынок продуктов хедж-фондов, которые соответствуют требованиям ЕС к объединенным в пулы инвестициям (UCITS III), за 2009 г. удвоился и достиг

110 млрд долл.⁷ Многие крупные хедж-фонды проявили заинтересованность в данном рынке. Так, Дж. Полсон, руководитель хедж-фонда, известный выигрышем крупнейшего пари против рынка недвижимости, готов предложить клиентам именно такие продукты.

Меры регулирования фактически превратили хедж-фонды в инвестиционные. Принятый в июле 2010 г. в США закон о финансовой реформе требует от хедж-фондов с активами свыше 150 млн долл. регистрироваться в Комиссии по ценным бумагам и биржам, нанять или выделить в своей структуре работника для проверки выполнения требований регулятора и документировать данные об открытых позициях и привлеченных заемных средствах. Предложения о регулировании деятельности хедж-фондов в ЕС также направлены на усиление надзора и установление лимитов по привлеченным средствам.

Рост издержек фондов в связи с введением новых требований стимулирует их укрупнение. Инвесторы также проявляют интерес исключительно к устоявшимся крупным компаниям. Большая часть ресурсов, размещенных в хедж-фондах во втором квартале 2010 г., оказалась в фондах с активами свыше 5 млрд долл.

Что будет с мелкими фондами? Скорее всего они попытаются примкнуть к бэк-офисам крупных фирм в обмен на часть их прибыли. Некоторые будут вынуждены прекратить свою деятельность. Уже активизировались операции по слияниям и поглощениям. Так, Нью-Йоркский хедж-фонд TPG-Axon объявил о слиянии с лондонским фондом Montrica.

Вместе с тем лучших результатов добивались мелкие и средние фонды, вытесняемые сегодня с рынка. Крупным фондам добиться таких показателей практически невозможно. Очевидно, снизится доходность хедж-фондов. Тогда их менеджерам вряд ли стоит рассчитывать на высокую комиссию. В докризисные годы хедж-фонды вносили в качестве комиссионных 2% от стоимости активов и 20% от прибыли. Снижение доходов приведет к уменьшению числа фондов.

Лондонский хедж-фонд Armajaro в июле 2010 г. выкупил права на поставку 7% мирового производства какао-бобов. Акция спровоцировала множество жалоб со стороны компаний-производителей на недопустимость подобной деятельности. Британские таблоиды стали величать босса фонда Э. Уорда не иначе как Chocfinger (по аналогии с названием раннего фильма о Джеймсе Бонде Goldfinger). Правда, неясно, насколько эта сделка окажется выгодной.

Финансовый кризис не стал помехой для деятельности целого ряда других участников финансового рынка.

Так, компания Pacific Investment Management Co (PIMCO) — один из крупнейших в мире взаимных фондов, специализирующихся на работе на рынке облигаций. Активы фонда до кризиса равнялись 234 млрд долл. За 2005–2009 гг. его доходность составляла в среднем 7,5% в год — намного лучше, чем у 98% его коллег. Компания успешно пережила кризис. Более того, вхождение в качестве подразделения в состав немецкой страховой группы Allianz благоприятно сказалось на ее деятельности и росте активов в управлении: в 2010 г. они достигли 1,2 трлн долл.

⁷ Asian Hedge Funds Returned 9% in May / EurekaHedge. 2009. June 12.

Политика Pacific Investment Management Co на рынке слияний и поглощений выгодно отличается от действий ее конкурентов. Очевидно, руководство компании прекрасно знает, что любая фирма вынуждена платить за приобретение по крайней мере дважды: первый платеж требуется для непосредственного приобретения поглощаемой компании; второй — чтобы удержать ее работников. Фирма кардинально изменила стратегию развития: помимо рынка облигаций она теперь активно работает на рынке акций.

В 2004—2010 гг. Deutsche Bank сохранял за собой мировое первенство в операциях на валютном рынке. В 2010 г. каждая пятая сделка была заключена при его участии. Банк также выступает крупнейшим в мире трейдером на рынке процентных свопов и фьючерсов, входит в тройку крупнейших трейдеров на рынке других финансовых инструментов, при этом проводя политику минимизации рисков в собственном балансе.

Бывший до кризиса самым крупным в мире банк Citigroup, похоже, решил свои проблемы. Основу его операций составляют розничные услуги, корпоративное обслуживание и инвестиционная деятельность, а также комиссионные услуги. Последние включают управление наличностью, депозитарные услуги, торговое финансирование, хеджирование валютных рисков. Банк имеет беспрецедентные по масштабам и надежности связи с многонациональными корпорациями. Всего у него насчитывается 40 тыс. клиентов. Банк работает главным образом в Азии и Латинской Америке, то есть чем дальше от Нью-Йорка, тем лучше.

Кризис не помешал дальнейшему развитию отрасли экзотических финансовых активов. Так, в 2009 г. в казино Невады было заключено только легальных спортивных пари на сумму 2,6 млрд долл. Как в крикете и футболе, не все пари заключаются на исход игры. Широко распространены, например, пари на различные события в ходе игры, сам ее характер, различные виды ударов и т. д.

Возникли новые элементы и в мусульманских финансах. В период рамадана деловая активность во многих отраслях экономик мусульманского мира, как правило, снижается. Вместе с тем на фондовом рынке ситуация полностью противоположная. В 1989—2007 г. доходность фондового рынка в мусульманских странах в этот период была в девять раз выше, чем в остальное время года. Связано это с сезонным оптимизмом у инвесторов и возрастающей готовностью к риску⁸.

В целом кризис способствовал повышению концентрации деятельности на финансовом рынке. Так, на валютном рынке в 2001 г. на долю первых пяти банков приходилось 36% всех операций, а в 2010 г. — 55%. Ужесточение требований регуляторов к участникам рынка, а также меры, вырабатываемые на встречах «большой двадцатки», призваны повысить стабильность мировой финансовой системы и ограничить возникающие риски.

⁸ Etebari A. Markets in Muslim Lands Rally during Ramadan — Study // WSBE News. 2010. Aug. 3.

*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*

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК КАК КРЕДИТОР ПОСЛЕДНЕЙ ИНСТАНЦИИ: НОВЫЕ ВОПРОСЫ ТЕОРИИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Глобальный финансовый кризис вынудил многие центральные банки (ЦБ) прибегнуть к нетрадиционным мерам денежно-кредитной политики (ДКП). Это позволило избежать наихудшего сценария развития кризиса, когда национальные банковские системы сталкиваются с серией банкротств системных финансовых посредников.

Действия ЦБ в первую очередь были направлены на восполнение дефицита ликвидности (банковского капитала, оборотных средств и иностранной валюты) в финансовой системе. Антикризисные меры потребовали тесного сотрудничества центральных банков с правительствами, в том числе для пополнения ресурсной базы самих ЦБ. Хотя некоторые использованные в ходе текущего кризиса меры применялись в прошлом, большинство из них специалисты считают экстраординарными¹.

Другие реализованные ЦБ меры стали возможны только благодаря развитию глобальных финансовых рынков на фоне значительной либерализации финансового регулирования во многих странах. Практика антикризисного регулирования и ее последствия для разных групп стран стали предметом изучения экспертов международных финансовых институтов и национальных ЦБ. Исследуя особенности развития

¹ *Davis E. P.* Liquidity, Financial Crises, and the Lender of Last Resort — How Much of a Departure Is the Sub-Prime Crisis? / Paper presented at the Reserve Bank of Australia Conference on Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008, 2008, July 14–15; *Rochet J.-C.* Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

кризиса и воздействие традиционных мер ДКП, специалисты пришли к мнению, что многие из них следует переосмыслить с учетом эволюции финансовых рынков и их интеграции в последнее десятилетие.

В статье предпринята попытка рассмотреть проблему ликвидности с точки зрения реализации ЦБ функции кредитора последней инстанции и экспертной оценки соответствия фундаментальных принципов подобного кредитования банков современным требованиям, предъявляемым к ЦБ. Такой подход позволяет иначе, чем в докризисный период, оценить фундаментальную роль ЦБ как кредитора последней инстанции и эффективность традиционных инструментов ДКП для преодоления кризиса ликвидности.

Центральный банк как кредитор последней инстанции

Функция кредитора последней инстанции в законодательстве большинства стран отнесена к числу основных полномочий ЦБ, который обязан в кризисных условиях оказывать поддержку ликвидностью либо отдельным системно важным, но временно неплатежеспособным институтам, либо финансовому рынку в целом. История предыдущих финансовых (прежде всего банковских) и экономических кризисов показывает, что первым признаком рецессии выступал дефицит ликвидности. Под ним понималась неспособность финансовых институтов привлекать нужное финансирование (денежные средства или средства платежа) на рынке в необходимом количестве и по приемлемой цене. В отсутствие чрезвычайной поддержки ЦБ углубление дефицита ликвидности приводило к банкротству прежде устойчивых финансовых институтов, что провоцировало потрясения в финансовой системе и реальной экономике.

Если при первых признаках дефицита ликвидности действия ЦБ оказываются нерешительными или медленными, то на межбанковском рынке возникает паника, начинаются «пожарные продажи» наиболее ликвидных активов, приводящие к обвалу цен на финансовые и реальные активы. Факт продажи активов рынки воспринимают как проявление неплатежеспособности, что, в свою очередь, препятствует нормальному функционированию финансовых рынков. Банкротство банка *Lehman Brothers* в середине сентября 2008 г., спровоцировавшее череду банкротств крупных финансовых институтов, — яркий пример подобного развития событий.

Еще в 1873 г. У. Бейджхот (в другой транскрипции — У. Бэджет, В. Беджгот, W. Bagehot), управляющий Банка Англии, сформулировал принципы, которым должен следовать ЦБ при исполнении функции кредитора последней инстанции. Их можно свести к трем положениям: а) экстренное кредитование предоставляется только платежеспособным банкам; б) оно осуществляется по ставке выше докризисного уровня; в) необходимое условие такого кредитования — наличие у банка-заемщика ликвидного обеспечения².

² *Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market. L., 1873* (см. рус. пер.: *Беджгот В. Ломбардстрит. Критическое исследование об организации и деятельности английского денежного рынка. СПб., 1902*).

Однако в ходе последнего кризиса в этой области произошли серьезные изменения. Во-первых, на практическом уровне различие между ликвидностью и платежеспособностью часто определяется тем, что, как правило, банки сталкиваются с проблемой дефицита ликвидности, когда их платежеспособность находится под угрозой³. Для ЦБ это означает, что в чрезвычайной поддержке ликвидностью нуждается уже изначально неплатежеспособный институт.

Во-вторых, поскольку кредитование последней инстанции нацелено на достижение равновесия в банковской и денежной системах, предоставление ЦБ экстренных кредитов по штрафным ставкам не должно носить запретительный характер. Другими словами, ценообразование на экстренные кредиты должно отталкиваться от ставки, сложившейся в обычных (докризисных) условиях, а не от той, которая формируется, когда на финансовом рынке начинается паника⁴.

В-третьих, положение, согласно которому ЦБ может предоставлять экстренные кредиты только банкам, способным предложить надежное обеспечение, в современных условиях часто сложно реализовать. Обычно банк, столкнувшись с дефицитом ликвидности, сначала пытается его восполнить, стремясь привлечь нужное финансирование на межбанковском рынке. Он обращается в ЦБ за поддержкой только тогда, когда возможность привлечь рыночное финансирование для него закрыта. Такой банк, по определению, уже не имеет качественных активов (пакета ценных бумаг) для предоставления надежного залога, отвечающего требованиям ЦБ, и получения экстренного кредита. Поэтому чрезвычайная кредитная помощь от ЦБ будет, скорее всего, предоставляться под обеспечение сомнительного качества или без какого-либо обеспечения⁵.

В силу отмеченных обстоятельств, выявленных в ходе недавних дискуссий, было предложено внести в теорию кредитования последней инстанции принципиальные коррективы. К числу наиболее существенных можно отнести три положения: а) экстренное кредитование должно предоставляться в первую очередь системно важным финансовым институтам, то есть дискретно; б) кредиты последней инстанции нельзя выдавать по штрафным ставкам, иначе это вызовет повышение рыночных ставок, тем самым сдерживая кредитные операции реципиентов; в) требования к качеству предоставляемого банками-заемщиками обеспечения по кредитам последней инстанции должны исходить из системной значимости заемщиков и глубины финансового стресса, с которым столкнулась национальная финансовая система.

Не менее важен вопрос о способе выделения ЦБ кредитов последней инстанции. В докризисный период господствовало мнение, что даже в кризисных условиях ЦБ должен выделять экстренные кредиты, используя операции на открытом рынке, или «учетное окно» (кредитные аукционы, аукционы РЕПО, валютные свопы, операции

³ Goodhart C., Schoenmaker D. Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated? // Oxford Economic Papers. 1995. Vol. 47, No 4. P. 539–560.

⁴ Giannini C. Enemy of None but a Common Friend of All? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function // Princeton Essays in International Finance. 1999. No 214.

⁵ Cecchetti S. G., Disyatat P. Central Bank Tools and Liquidity Shortages // FRBNY Economic Policy Review. 2010. Aug. P. 29–42.

с государственными ценными бумагами и т. п.). Прямое выделение ЦБ кредитов отдельным банкам считалось недопустимым как искажающее рыночное ценообразование и условия конкуренции на финансовом рынке. Но в ходе недавнего глобального кризиса было признано, что эти риски несут меньшую угрозу национальной экономике, чем последствия краха системно важных финансовых институтов и череды банкротств коммерческих банков. Поэтому многие эксперты стали допускать возможность прямого выделения ЦБ ликвидности банкам, банкротство которых может угрожать стабильности как отдельных финансовых институтов, так и национальной финансовой системы в целом⁶.

Типы дефицита ликвидности

Понятие ликвидности, получившее широкое распространение в учебниках, носит слишком общий характер. Развитие недавнего финансового кризиса показало, что следует различать несколько типов ликвидности. При предоставлении ЦБ кредитов последней инстанции (ликвидности) можно выделить три типа ликвидности и соответствующих дефицитов: а) дефицит ликвидности ЦБ; б) фактический дефицит ликвидности для финансирования деятельности отдельных институтов; в) системный дефицит финансирования и рыночной ликвидности.

Первый тип дефицита ликвидности возникает, когда у коммерческих банков ощущается нехватка балансовых резервов в ЦБ по причине либо недостаточного совокупного предложения резервов, либо проблем, связанных с их распределением в системе. В такой ситуации возникает риск, что финансовые посредники не смогут выполнить свои платежно-расчетные обязательства, а значит, возможен сбой национальной платежной системы. Обычно о возникновении дефицита ликвидности ЦБ сигнализирует резкое повышение рыночных ставок overnight. Но в ряде случаев индикаторами выступают резкие изменения ценовых параметров в других сегментах рынка денег. Существуют различные факторы развития риска дефицита ликвидности ЦБ: от технологических сбоев в функционировании платежно-расчетных систем или межбанковских рынков до неадекватного предложения резервов в банковской системе в целом.

Возникновение дефицита ликвидности ЦБ может быть также вызвано ошибками в его прогнозе динамики спроса на деньги или развития автономных факторов, воздействующих на ликвидность. Одним из важнейших автономных факторов выступает объем средств правительства на едином счете в ЦБ. Так, неожиданное изменение баланса средств минфина на счетах в ЦБ может спровоцировать дефицит ликвидности ЦБ.

Например, в начале 2007 г. на финансовых рынках развитых стран резко возросла неопределенность относительно доступности будущего финансирования, что привело к скачкообразному росту спроса на резервы в финансовых системах в целом. В резуль-

⁶ *Rochet J.-C., Vives X. Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right after All? // Journal of the European Economic Association. 2004. Vol. 2, No 6. P. 1116–1147.*

тате на основных мировых рынках денег быстро и практически одновременно выросли ставки овернайт. Многие ЦБ обнаружили, что им сложнее достигать целевых значений таргетируемых финансовых переменных. Естественным ответом ДКП на дефицит ликвидности ЦБ стало немедленное увеличение предложения балансовых резервов⁷.

Второй тип дефицита ликвидности возникает, когда конкретный институт (коммерческий банк) испытывает фактический дефицит ликвидности финансирования, связанный с ограниченной платежеспособностью или нежеланием контрагентов продолжать с ним деловые отношения. На практике подобная ситуация часто возникает в результате ошибочной бизнес-стратегии финансового института, негативные последствия которой становятся очевидными только постфактум. В их числе — устойчивый отток средств со счетов банка. При продолжительном дефиците ликвидности он оказывается неплатежеспособным. В таких условиях ЦБ выступает кредитором последней инстанции, предоставляя «мост финансирования», что должно дать финансовому институту время для проведения фундаментальной реструктуризации.

Основная угроза для финансовой стабильности, связанная с фактическим дефицитом ликвидности в конкретном институте, следовательно, главное основание для оказания ему официальной помощи — риск распространения банкротства на всю финансовую систему. С этой точки зрения ЦБ, как кредитор последней инстанции, при принятии решения о предоставлении неплатежеспособному институту помощи должен руководствоваться одним критерием — относится ли этот институт к числу системно важных финансовых посредников.

Третий тип дефицита ликвидности — одновременный дефицит ликвидности финансирования и рыночной ликвидности. Для национальной финансовой системы он может иметь наиболее разрушительный характер. Такой дефицит чреват утратой доверия участников рынка друг к другу, провалами рыночной координации их действий, что ведет к остановке нормального функционирования ключевых финансовых рынков. На финансовых рынках и среди финансовых посредников может возникать паника, вызываемая сходными фундаментальными факторами. Так, неожиданное банкротство в сентябре 2008 г. Lehman Brothers привело к резкому и продолжительному дефициту и рыночной ликвидности, и ликвидности финансирования, что спровоцировало развитие паники и дестабилизировало финансовые системы и реальную экономику многих стран.

Подобные кризисы в целом обусловлены резким ростом неуверенности участников рынка относительно текущих и будущих цен активов, а также финансового положения контрагентов⁸. Вследствие роста панических настроений активы, которые участники рынка раньше считали легко конвертируемыми (ликвидными) в наличные, а коммерческие банки использовали для управления ликвидностью, перестают быть таковыми. Это создает проблемы с ликвидностью финансирования и для отдельных институтов, и для нефинансового

⁷ Cecchetti S. G., Disyatat P. Op. cit.

⁸ Caballero R., Krishnamurthy A. Musical Chairs: A Comment on the Credit Crisis // Banque de France Financial Stability Review: Special Issue on Liquidity. 2008. No 11. P. 9—11.

сектора. В свою очередь, повышается кредитный риск потенциальных контрагентов. Динамика системных кризисов определяется взаимно усиливающимися процессами нехватки рыночной ликвидности, ликвидности финансирования и увеличения кредитного риска контрагента.

Все три типа дефицита ликвидности не всегда возникают по отдельности, они взаимозависимы: возникновение одного дефицита ликвидности может привести к развитию другого, а их динамики усиливают и подпитывают друг друга. Например, обоснованные опасения участников рынка относительно платежеспособности конкретного финансового института могут быстро трансформироваться в сомнения в финансовом положении других посредников. Это чревато системными нарушениями на межбанковском рынке, что, в свою очередь, может создать проблемы в функционировании национальной платежной системы. Кризис 2007—2009 гг. начался с развития всех трех типов дефицита ликвидности.

Инструменты центральных банков и дефициты ликвидности

Для выполнения функции кредитора последней инстанции ЦБ располагают тремя традиционными инструментами, с помощью которых они могут влиять на доступность ликвидности для финансовой системы. *Первый* — кредитование и/или заимствования на открытом рынке. Такие операции включают прямое и обратное РЕПО, но эти инструменты не часто используются для управления ликвидностью в обычных условиях. Они не предназначены для отдельных институтов (хотя могут заключаться и двусторонние сделки), а разработаны для ответа ЦБ на системное давление. ЦБ обычно проводят подобные операции дискретно и устанавливают высокие требования к обеспечению, предоставляемому финансовыми институтами. Основное назначение подобных сделок: регулировать уровень совокупных резервов банковской системы, чтобы обеспечить плавное функционирование национальной платежной системы и достичь целевого значения политической процентной ставки. В то же время данные операции могут быть структурированы так, чтобы решать более широкий круг проблем. Например, посредством таких операций ЦБ могут кредитовать не только резервы, но и сделки с высоколиквидными ценными бумагами (государственными облигациями).

Второй инструмент — прямые покупки или продажи активов на открытом рынке. Такие операции воздействуют на совокупное предложение денег (балансовых резервов) ЦБ. Обычно их проводят с суверенными облигациями, номинированными в национальной или иностранной валюте. До последнего кризиса подобные интервенции с иными активами ЦБ осуществляли редко. В качестве примеров можно привести покупки акций Hong Kong Monetary Authority во время азиатского финансового кризиса 1997 г. и Банком Японии в 2002 г. Проведение ЦБ прямых сделок по покупке/продаже активов предполагает влияние на рыночные цены (процентные ставки). Обычно это связано с необходимостью корректировки фундаментальных провалов цен на активы или предоставления двусторонней (two-way) ликвидности.

Третий инструмент: ЦБ может проводить сделки, направленные на отдельные институты, а не на рынок в целом. В отличие от операций на открытом рынке такие сделки могут осуществляться дискретно, включая направление ликвидности в/из конкретного института; они могут быть как обеспеченными, так и необеспеченными. Пример подобных операций — традиционное предоставление помощи отдельным коммерческим или политически важным банкам. Институциональные рамки таких операций различаются в разных странах: они дифференцируются по срочности, частоте, составу контрагентов, требованиям к принимаемому ЦБ обеспечению. Различия в институциональных основах нормального функционирования канала кредитования последней инстанции могут сказаться как на выборе финансовыми институтами стратегии управления собственной ликвидностью, так и на характеристиках ликвидности активов.

Исходя из сказанного, можно заключить, что в отличие от теоретических положений, разработанных Бейджхотом и его последователями, выступавших до недавнего времени каноном антикризисной ДКП, в настоящее время не существует единого набора принципов, определяющих, как ЦБ должен осуществлять функцию кредитора последней инстанции.

Отметим, что применение любого инструмента ДКП влияет на структуру и объем балансовых счетов ЦБ. Выполнение функции кредитора последней инстанции обычно приводит к изменению структуры его активов, валюты баланса или того и другого одновременно. Обычно ЦБ балансируют по активам любые изменения по счету банковских резервов, чтобы поддерживать значение политической процентной ставки около установленного целевого уровня. Но из данного правила есть несколько исключений. ЦБ не может ограничиться лишь балансировкой своих активов и пассивов, если: 1) сформировался совокупный дефицит ликвидности ЦБ; 2) политическая процентная ставка уже близка к нулю; 3) по балансовым резервам выплачивается политическая процентная ставка⁹.

Увеличится валюта баланса ЦБ в результате проведения операций кредитования последней инстанции или нет — зависит от выбора балансирующих операций. Если ЦБ реализует свою базовую функцию посредством замещения одних активов другими, то валюта его баланса не меняется. Но если для осуществления кредитования последней инстанции ЦБ вынужден эмитировать новые обязательства в различных формах (например, увеличения депозитов правительства или продажи облигаций, долговых обязательств самого ЦБ), то валюта баланса растет. Обычно ЦБ приходится увеличивать валюту своего баланса (так называемая экспансия балансовых счетов), когда национальной финансовой системе требуется чрезмерный по сравнению с обычными условиями объем дополнительной ликвидности.

⁹ Имеется в виду процентный доход, который ЦБ получает от размещения приобретенных государственных и корпоративных обязательств в обмен на неликвидную задолженность банков, отражаемую в «прочих обязательствах» (в пассивах) и корреспондируемую со статьями «прочие активы» (в активе) и «балансовые резервы» ЦБ.

Предоставление ликвидности в ходе финансового кризиса

В условиях быстрого нарастания дисбаланса финансовых рынков, начавшегося в августе 2007 г., ЦБ расширили операции по предоставлению чрезвычайной ликвидности, активно увеличивая валюту своих балансов, чтобы преодолеть все три типа дефицита ликвидности. Формально подобная мера была традиционной для антикризисных действий ЦБ. Однако особенности распространения глобального финансового кризиса заставили центробанки модифицировать инструменты и институциональные рамки их применения при кредитовании последней инстанции.

Поскольку в условиях финансовой глобализации и интеграции разных сегментов финансового рынка возросла зависимость системно значимых финансовых посредников от рыночных источников привлечения оптовой ликвидности, для преодоления системного кризиса ликвидности потребовались беспрецедентные по масштабам интервенции ЦБ. Предоставление чрезвычайной ликвидности привело к многократному расширению балансовых счетов ЦБ по сравнению с их величиной в нормальных условиях.

Каждую из мер, принятых ЦБ в ходе недавнего кризиса, можно рассматривать как прямой или косвенный ответ по крайней мере на один тип дефицита ликвидности. При этом ЦБ корректировали свои действия, учитывая значительную нестабильность спроса финансовых институтов на резервы и стремясь смягчить неравномерность ее распределения в рамках финансовой системы. Для этого центробанки увеличивали частоту и объем операций на открытых рынках (помимо регулярного расписания), расширяли списки контрагентов и перечни допустимого обеспечения. В ряде стран ЦБ смягчили требования к его качеству. Подобные интервенции преследовали цель снизить отклонение текущих рыночных ставок от установленных значений политической ставки.

ЦБ предоставляли чрезвычайные кредиты различным системно важным банкам и финансовым институтам. Можно назвать, например, выделение Банком Англии кредита банку Northern Rock; поддержку ФРС банка Bear Stearns, AIG и Citigroup; финансирование Национальным банком Швейцарии передачи стрессовых активов UBS в стабилизационный фонд. ЦБ реализовывали подобные меры совместно с фискальными органами (национальными министерствами финансов). При этом в развитых странах помощь ликвидностью была структурирована так, чтобы минимизировать связанные с ней финансовые риски для национальных ЦБ.

Наконец, в период кризиса ЦБ предприняли значительные усилия по устранению системного дефицита финансирования и рыночной ликвидности.

Во-первых, они обеспечили доступность поддерживающей ликвидности для ключевых финансовых институтов. Отметим программу Primary Dealer Credit Facility (PDCF), которую разработала ФРС для финансирования 18 крупнейших первичных дилеров рынка государственных ценных бумаг.

Во-вторых, ЦБ увеличили доступность финансирования для банков за счет удлинения срочности операций рефинансирования

в национальной валюте и посредством открытия своповых линий с другими ЦБ в иностранной.

В-третьих, национальные органы исполнительной власти стали предлагать участникам финансового рынка высококачественные ценные бумаги (обычно суверенные), которые они могли приобрести, заключая сделки с ЦБ, в обмен на ценные бумаги более низкого качества, менее ликвидные. Предполагалось, что подобные сделки, с одной стороны, позволят финансовым институтам более эффективно управлять своей ликвидностью, а с другой — будут стимулировать торговлю последними. Например, в острой фазе кризиса ФРС и Банк Англии предоставляли финансовым институтам кредиты государственными ценными бумагами в обмен на менее ликвидные рыночные ценные бумаги.

В-четвертых, ЦБ, в ряде случаев совместно с государственными финансовыми институтами, реализовывали специальные программы кредитования небанковских институтов, если конкретные финансовые рынки прекращали нормально функционировать. Так, ФРС предоставляла подобные кредиты через программы CPFF (Commercial Paper Funding Facility) и TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), проводила прямые покупки ценных бумаг, обеспеченных залогом, которые были выпущены государственными агентствами.

Можно выделить две фазы в применении ЦБ мер кредитования последней инстанции в ходе недавнего кризиса. Во время первой фазы (до середины сентября 2008 г.) ЦБ осуществляли меры по преодолению дефицита ликвидности посредством изменения структуры своих балансовых счетов, сохраняя практически неизменной валюту баланса. По мере нарастания кризисных явлений после банкротства Lehman Brothers началась вторая фаза операций ЦБ по выделению чрезвычайной ликвидности — происходило быстрое расширение объема их балансовых счетов. В частности, с увеличением масштабов и объема операций ЦБ по поддержке функционирования рынков (кредитование последней инстанции) уравнивающие операции по их активам сталкивались с балансовыми ограничениями. Для их преодоления ЦБ пришлось эмитировать разные формы своих обязательств.

В конце 2008 г. активы ФРС и Банка Англии, соответственно и пассивы, выросли более чем в два раза буквально за несколько недель, а у ЕЦБ — более чем на 30%. Рост объема активных счетов ФРС был обусловлен удлинением срока операций на открытых рынках, реализацией новых кредитных программ и открытием долларовых свопов другим ЦБ. Валюта баланса ЕЦБ и Банка Англии возросла в результате увеличения частоты и объема сделок РЕПО и аукционов по предоставлению долларовой ликвидности. Рост активов ФРС уравнивала увеличением банковских резервов и объема средств на счете Минфина. В качестве основного уравнивающего инструмента ЕЦБ использовал депозиты, а Банк Англии — эмиссию казначейских векселей и облигаций.

В 2009—2010 гг. ДКП ЦБ в основном имела ту же направленность, что и в период кризиса. Валюта балансов ЦБ продолжала увеличиваться, несмотря на фактическое завершение фазы рецессии во многих странах к середине 2009 г. По официальным данным, за десять месяцев 2010 г. валюта баланса ФРС увеличилась на 3,5%, Банка Англии — на 2,7, ЕЦБ — на 0,7 и Бундесбанка — на

6,0%¹⁰. Если ЦБ еврозоны во главе с ЕЦБ продолжают придерживаться консервативной ДКП (с апреля 2010 г. многие ЦБ вернулись к докризисной системе краткосрочного, максимум до трех месяцев, рефинансирования), то ФРС и Банк Англии, напротив, продолжают экспансионистскую ДКП, ведущую к дальнейшему расширению балансовых счетов, с целью стимулировать внутренний совокупный спрос за счет количественных послаблений¹¹.

Проблемы кредитования последней инстанции в условиях кризиса ликвидности

При первых признаках дефицита ликвидности ЦБ должен определить его причины и масштабы. Центробанки могут применять все три формы интервенций, если оценивают дефицит ликвидности как серьезный. Но и при худшем сценарии развития событий для ЦБ в целом более предпочтительно адаптировать чрезвычайный спрос финансовых институтов на резервы посредством кредитования на открытом рынке и опираться на прямое выделение ликвидности из балансовых резервов только тем системно важным коммерческим банкам, которые в них нуждаются в наибольшей степени.

Однако когда стабильность финансового сектора находится в прямой зависимости от стабильности отдельных финансовых институтов, ЦБ вынуждены оказывать последним экстренную помощь ликвидностью. В этом случае, учитывая характер осуществляемых интервенций, чрезвычайная помощь может быть отделена от текущей монетарной политики, поскольку предоставляемые кредиты будут просто «мостом финансирования».

При системном кризисе ликвидности ЦБ сталкиваются со следующими проблемами: найти способы ограничить так называемый «уход в качество» участников финансового рынка и восстановить нормальное функционирование финансового посредничества в частном секторе. Для этого необходимо снизить уровень неопределенности среди участников межбанковских рынков. Но прежде ЦБ придется взять на себя функции основного финансового посредника, дополняя, а то и полностью подменяя роль банков. В ряде случаев ЦБ могут быть вынуждены

¹⁰ www.federalreserve.gov/releases/h41/Current; www.bankofengland.co.uk/publications/bankreturn/2010/101110cs.pdf; www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/monatsberichte/2010/201010mb_en.pdf.

¹¹ Федеральная комиссия по открытым рынкам (Federal Open Market Committee, FOMC) 3 ноября 2010 г. приняла решение расширить резервный запас ценных бумаг ФРС в системе счетов открытого рынка SOMA (System Open Market Account) с целью ускорить темпы восстановления экономики и довести уровень инфляции до целевого значения (с 1,2 до 2,0%). В частности, FOMC поручила ФРБ Нью-Йорка через его торговую площадку (Desk's FedTrade System, The Desk) приобрести дополнительно на 850–900 млрд долл. казначейских обязательств (600 млрд — дополнительная покупка, 250–300 млрд — реинвестирование прежней задолженности в новые обязательства) на период до конца II квартала 2011 г. со средним сроком обращения 5–6 лет. Одновременно FOMC понизила для реципиентов на 35% требования к ценным бумагам, которые они могут реинвестировать через торговую площадку ФРБ Нью-Йорка (The Desk) в казначейские облигации США (см.: Statement Regarding Purchases of Treasury Securities. www.newyorkfed.org/markets/policy/operating_policy_101103.html).

напрямую предоставлять финансирование заемщикам и инвесторам на ключевых кредитных рынках в обход банковской системы. С этой целью ЦБ могут осуществлять прямые покупки и/или предоставлять кредиты последней инстанции против особых классов долгов, связанных с конкретными сегментами рынка (например, ипотеки или корпоративных облигаций)¹². Подобные меры позволяют снизить ликвидную и рискованные премии по различным классам активов, что способствует возвращению на данные рынки частных инвесторов. Так восстанавливается поток кредитов, предлагаемых фирмам и домашним хозяйствам.

Включая актив в перечень приемлемых, ЦБ тем самым убеждает инвесторов держать их. При этом он преследует цель воздействовать на рыночное ценообразование конкретных активов вне зависимости от сложившейся на межбанковском рынке ставки овернайт. Такие меры ЦБ сложно отделить от монетарной политики. Они изначально отличаются от традиционного подхода, согласно которому ДКП должна избегать прямого воздействия на относительные цены.

Безусловно, при системном финансовом кризисе интервенции ЦБ менее эффективны, чем в иных условиях. Сфера воздействия доступных для них инструментов в подобных ситуациях достаточно ограничена, так как фундаментальные проблемы, вызвавшие системный кризис, находятся вне сферы непосредственного влияния ДКП. Большая часть рыночной ликвидности и ликвидности финансирования даже в кризисных условиях генерируется через сделки между частными лицами, которые для финансовой системы выступают экзогенным фактором.

Когда между банками возникает неопределенность из-за невозможности установить реальные цены различных типов активов, а участники рынка сомневаются в фактическом финансовом положении контрагентов, операции ЦБ по предоставлению чрезвычайной ликвидности могут решать данные проблемы только косвенно, ориентируясь скорее на симптомы, а не на причины. ЦБ может предоставлять дополнительную ликвидность, заключая сделки с финансовыми институтами, но это не означает, что участники рынка будут заключать сделки друг с другом.

Важно, что реализация комплекса мер по кредитованию последней инстанции требует от ЦБ сложной реструктуризации своего баланса и вынуждает его брать на себя функции общего финансового посредника. ЦБ приходится выбирать между конфликтными целями: либо оказывать стимулирующее воздействие, предоставляя чрезвычайную ликвидность, либо сдерживать восстановление нормального функцио-

¹² В Великобритании для реализации государственной программы выкупа плохих активов 19 января 2009 г. был создан специальный фонд как подразделение Банка Англии (Bank of England Asset Purchase Facility Fund, APF). Первоначально APF был наделен правом приобретать активы (облигации и векселя) частного сектора на сумму до 50 млрд ф. ст. Покупки финансировались за счет выпуска векселей Минфина и Бюро управления долгом (Debt Management Office, DMO), а также операций управления наличными. В марте 2009 г. Комитет монетарной политики (Monetary Policy Committee, MPC) Банка Англии принял решение финансировать покупки Фонда путем выпуска резервов ЦБ, список принимаемых активов был расширен: кроме частных активов в него были включены государственные облигации. К февралю 2010 г., когда Комитет объявил о приостановке покупок, Банк Англии приобрел активов на 200 млрд ф. ст., из которых 198 млрд приходилось на гарантированные ценные бумаги, так называемые gilts (см.: *Joyce M., Lasaosa A., Stevens I., Tong M. The Financial Market Impact of Quantitative Easing // Bank of England Working Paper. 2010. No 393. P. 11*).

нирования финансовых рынков, замещая собственными операциями функции банков как финансовых посредников. В результате на практике ЦБ сложно добиться адекватной структуры ценообразования на финансовые активы и сконструировать эффективную стратегию выхода из антикризисных мер.

Когда ЦБ сталкивается с общим провалом финансового рынка, поддержка ликвидностью по штрафным ставкам не имеет смысла. Если необходимая ликвидность не доступна для всех финансовых институтов, то банк, получивший экстренный кредит, будет восприниматься участниками рынка не как проигравший, а как бенефициарий. Если ЦБ предоставляет кредиты последней инстанции, принимая в обеспечение неликвидные активы, рыночную цену которых нельзя определить, то устанавливаемая по ним штрафная процентная ставка воспринимается участниками рынка как приемлемая цена бросовых активов. И в том и в другом случае установление штрафной процентной ставки по кредитам ЦБ не достигает своей цели: ни банк-реципиент, ни участники рынка не воспринимают ее как наказание за прежнюю чрезмерно рискованную хозяйственную стратегию.

В силу указанных причин ценообразование на кредиты последней инстанции ЦБ следует конструировать так, чтобы их цена не носила карательный характер, когда прекращается нормальное функционирование финансовых рынков, но обретала его только с началом их восстановления. Подобное ценообразование на кредиты последней инстанции позволит ЦБ автоматически прекращать выделение экстренной ликвидности банкам по мере достижения макроэкономической стабилизации финансовых рынков.

* * *

Принципы классического подхода к кредитованию последней инстанции перестали отвечать современным условиям функционирования финансового рынка. За почти полтора столетия, прошедшие после выхода в свет работы Бейджхота, национальные финансовые системы стали более комплексными, а функции и полномочия ЦБ — более разнообразными и сложными.

Современная концепция кредитования последней инстанции еще только формируется. Глобальный финансовый кризис показал, что в настоящее время ЦБ могут столкнуться с тремя различными типами дефицита ликвидности. При этом характер и масштабы кредитования последней инстанции будут зависеть от того, на какой тип дефицита ликвидности должен отреагировать ЦБ в первую очередь.

Недавний кризис потребовал от ЦБ реализации мер, противоречащих классической концепции кредитования последней инстанции. К каким долгосрочным последствиям (для реальной экономики, национальных банковских систем и самих ЦБ) это может привести, покажет время. Но уже сейчас очевидно, что накопленный ЦБ опыт антикризисного регулирования требует переосмыслить прежние принципы кредитования последней инстанции.

ИДЕНТИФИКАЦИЯ РЕЖИМОВ ДИНАМИКИ ВАЛЮТНОГО КУРСА ДОЛЛАР—ЕВРО: ПОДХОД НА ОСНОВЕ РЕКОНСТРУКЦИИ НЕЛИНЕЙНЫХ ДИНАМИЧЕСКИХ СИСТЕМ

Постановка задачи

В современной международной экономике существует ряд так называемых «загадок» — эмпирических фактов, не согласующихся с принятыми теориями¹. Немало таких «загадок» связано с валютным рынком, точнее — с формированием валютного курса. В последние десятилетия ученые пытаются решить «загадку отрыва валютного курса» (*exchange rate disconnect puzzle*), заключающуюся в неспособности макроэкономических переменных, которые, казалось бы, должны объяснять динамику валютного курса, достоверно предсказывать его изменение.

Результаты исследований прогнозируемости валютного курса на основе структурных макроэкономических моделей неоднозначны. Авторы первых работ пришли к выводу о непрогнозируемости обменного курса в краткосрочном периоде², затем были получены свидетельства его прогнозируемости в долгосрочном, но не в краткосрочном периоде³, позднее было высказано мнение об абсолютной непрогнозируемости курса на любых горизонтах⁴.

Вместе с тем в некоторых работах показано, что существенную роль в курсообразовании важнейших валютных пар должны играть ключевые процентные ставки центральных банков. В работе Т. Молодцовой и др.⁵ поведение валютного курса предлагается объяснять на основе правил Тейлора, предполагая частичное выполнение паритета процентных ставок, то есть наличие зависимости между ставками (которыми управляют банки) и будущим изменением кур-

¹ *Obstfeld M., Rogoff K.* The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause? // NBER Macroeconomics Annual. Cambridge, 2000. P. 339–390.

² *Meese R., Rogoff K.* Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample? // Journal of International Economics. 1983. Vol. 14, No 1/2. P. 3–24; *Meese R., Rogoff K.* The Out-of-Sample Failure of Empirical Exchange Rate Models: Sampling Error or Misspecification? // Exchange Rates and International Macroeconomics. Chicago, 1983. P. 67–112.

³ *Mark N. C.* Exchange Rate and Fundamentals: Evidence on Long-horizon Predictability // American Economic Review. 1995. Vol. 85, No 1. P. 201–218; *Chen J., Mark N. C.* Alternative Long-horizon Exchange-rate Predictors // International Journal of Finance and Economics. 1996. Vol. 1, No 4. P. 229–250.

⁴ *Cheung Y.-W., Chinn M. D., Pascual A. G.* Empirical Exchange Rate Models of the Nineties: Are Any Fit to Survive? // Journal of International Money and Finance. 2005. Vol. 24, No 7. P. 1150–1175.

⁵ *Molodtsova T., Nikolsko-Rzhevskyy A., Papell D.* Taylor Rules and the Euro / University Library of Munich. 2008. MPRA Paper. mpra.ub.uni-muenchen.de/11348.

са. Однако предложенная модель весьма специфична и нацелена лишь на одношаговое прогнозирование валютного курса. В целом ни один подход не позволяет моделировать динамику валютного курса с приемлемо низкой ошибкой на временном отрезке протяженностью от года и больше.

Таким образом, динамика валютного курса в значительной мере остается необъясненной. При этом есть свидетельства в пользу прогнозируемости валютного курса на основе моделей, включающих функции реагирования центральных банков. Денежно-кредитная политика, по-видимому, важна для ценообразования на валютном рынке. В статье рассматривается взаимосвязь денежно-кредитной политики центральных банков и валютного курса на примере валютной пары доллар—евро на основе реконструкции динамических систем. Как было показано в предыдущих исследованиях автора, ключевые процентные ставки Федеральной резервной системы (ФРС) США и Европейского центрального банка (ЕЦБ) могут считаться основным курсообразующим фактором для пары доллар—евро⁶.

При анализе типологии динамики валютного курса можно выделить несколько подходов. В соответствии с первым подходом режимы валютного курса рассматриваются с точки зрения его регулируемости денежными властями. Принято выделять плавающий и фиксированный валютные курсы, а также набор промежуточных режимов. В эмпирических исследованиях в этой области авторы стремятся определить по наблюдаемым данным нарушение денежными властями выбранного режима валютного курса⁷. Характеристики валютного рынка ученые полагают заранее известными и пытаются установить, соответствует ли им рынок.

В рамках второго подхода режимы рассматривают как совокупности некоторых числовых характеристик временного ряда котировок, например, волатильности валютного курса. Наблюдаемые эмпирические феномены изменения уровня волатильности связывают с существованием различных состояний экономики, которые моделируют с помощью переменной состояния, следующей марковскому процессу первого порядка⁸. Это помогает объяснить, в частности, одновременное изменение волатильности валютного курса и спреда процентных ставок.

К третьему подходу можно отнести построение имитационных моделей валютного рынка, воссоздающих его микроструктурные

⁶ Камротов М. В. Кредитно-денежная политика США и Еврозоны: координация действий центральных банков и последствия для валютного курса доллара к евро // Экономика XXI века. 2009. № 10. С. 61—84.

⁷ Frankel J. A., Fajnzylber E., Schmukler S. L., Serven L. Verifying Exchange Rate Regimes // Journal of Development Economics. 2001. Vol. 66, No 2. P. 351—386.

⁸ Beyaert A., Garcia-Solanes J., Perez-Castejon J. J. Uncovered Interest Parity with Switching Regimes // Economic Modelling. 2007. Vol. 24, No 2. P. 189—202; Anker P. Uncovered Interest Parity, Monetary Policy and Time-varying Risk Premia // Journal of International Money and Finance. 1999. Vol. 18, No 6. P. 835—851; Kirikos D. G. Discrete Policy Interventions and Rational Forecast Errors in Foreign Exchange Markets: The Uncovered Interest Parity Hypothesis Revisited // International Journal of Finance and Economics. 2002. Vol. 7, No 4. P. 327—338; Kirikos D. G. A Reconsideration of Uncovered Interest Rate Parity under Switching Policy Regimes // Economia Internazionale. 2004. Vol. 57, No 2. P. 125—144.

особенности. Например, некоторые эмпирические «загадки» объясняют с помощью моделирования поведения трейдеров на рынке, которые переходят от одной стратегии к другой в зависимости от их доходности в прошлом⁹. Это позволяет реконструировать нелинейный характер поведения рынка, однако модель не проверяется на реальных данных и дает возможность только теоретически обосновать наблюдаемые феномены.

Таким образом, несмотря на широкое разнообразие используемых методов, всем работам в данной области присуща единая логика анализа: исследователи пытаются объяснить уже наблюдаемые типы поведения валютного курса. Однако ни в одной из известных нам работ не поставлены вопросы о поиске более общего механизма, порождающего различные режимы функционирования, например, системы «процентные ставки — валютный курс», об определении исчерпывающего перечня возможных режимов, свойственных валютному рынку.

Цель статьи — обнаружить по наблюдаемым данным все типы динамики финансового временного ряда. Мы предлагаем решение данной задачи для частного случая — валютной пары доллар—евро. Важна также возможность реконструкции эмпирически ненаблюдаемых режимов функционирования рынка. Иными словами, получив более сложную порождающую систему, можно выявить все возможные режимы, как фактически наблюдавшиеся раньше, так и еще не сложившиеся.

Реконструкция исходит из обоснованного в предыдущих исследованиях автора вывода о том, что динамика пары доллар—евро может быть достоверно смоделирована относительно простой системой линейных дифференциальных уравнений, в которую включены три переменные: ключевые процентные ставки ФРС и ЕЦБ и валютный курс. Ниже показано, что такую систему можно представить как проявление более сложной нелинейной «базовой» системы, которая определяет закон функционирования рынка. Равновесные состояния нелинейной системы формируют рыночные режимы, при этом каждый из них может быть выражен с помощью более простой линейной системы. В результате мы получим *не только количественный прогноз* поведения валютного курса (на основе линейной динамической системы), *но и качественный прогноз*, заключающийся в выявлении свойственных рынку режимов в различные периоды. Причем качественный прогноз становится продуктом формального моделирования, а не традиционных экспертных оценок.

Объектами анализа выступают центральная пара валютного рынка доллар—евро¹⁰ и ключевые процентные ставки ФРС и ЕЦБ. В качестве процентных ставок, отражающих поведение ФРС и ЕЦБ, были выбраны эффективная ставка по федеральным фондам (*effective federal funds rate, FFR*) и индекс «эония» (*European*

⁹ De Grauwe P., Grimaldi M. Exchange Rate Puzzle: A Tale of Switching Attractors // European Economic Review. 2006. Vol. 50, No 1. P. 1—33.

¹⁰ По доле в совокупном обороте валютного рынка, по данным Банка международных расчетов.

overnight index average, EONIA). Это ставки межбанковского рынка, для которых центральные банки устанавливают целевой уровень. Банки обладают необходимыми инструментами воздействия на ставку по федеральным фондам и индекс «эония», чтобы удерживать их на желаемом уровне. При построении моделей использованы ежемесячные данные, взятые из баз данных ЕЦБ¹¹ и Федерального резервного банка Сент-Луиса¹².

Линейная динамическая система как способ моделирования взаимосвязи процентных ставок и валютного курса

ФРС США и ЕЦБ отвечают за проведение денежно-кредитной политики в двух крупнейших экономиках мира — США и еврозоне. У них примерно одинаковый размер населения (309 млн человек в США, 329 млн человек в еврозоне на начало 2010 г.), близкий по объему ВВП (по рыночным валютным курсам в 2009 г. ВВП США составлял 24,5% мирового ВВП, а еврозоны — 21,4%¹³). Масштабы этих экономик предопределяют, с одной стороны, их существенное влияние на состояние мировой финансовой системы, а с другой — создают предпосылки для взаимозависимости действий их денежных властей. К тому же в условиях значительных объемов торгов по валютной паре доллар—евро, приводящих, по сути, к бесконечной ликвидности этого рынка, процентные ставки становятся фактически единственным инструментом регулирования валютного курса, доступным центральным банкам.

При объяснении изменения котировок евро к доллару в экономическом сообществе зачастую принято ссылаться на динамику процентных ставок. Но зависимость между процентными ставками и динамикой данной валютной пары в настоящее время не находит эмпирического подтверждения в научной литературе. Традиционно такая зависимость проверяется методами регрессионного анализа, которые позволяют построить дискретные модели. Однако переход к непрерывным моделям может дать важные новые результаты. Мы проводим эмпирическое исследование с применением системы линейных дифференциальных уравнений, рассматривая динамику валютного курса и процентных ставок для непрерывного случая. Такой подход приводит к нетрадиционному выводу: динамика пары доллар—евро в существенной степени зависит от динамики процентных ставок в США и еврозоне. Более того, поведение валютного курса можно описать с помощью простой системы, состоящей только из трех переменных. В отличие от классических дискретных моделей конструируемая система позволяет рассмотреть непрерывный вариант функции реагирования, в котором учитываются потенциальное взаимодействие ФРС и ЕЦБ и взаимозависимость курса доллара к евро и основных процентных ставок США и еврозоны.

¹¹ См.: www.ecb.int.

¹² См.: research.stlouisfed.org.

¹³ По данным Всемирного банка (data.worldbank.org).

Рассмотрим систему линейных дифференциальных уравнений:

$$\begin{aligned}\frac{dFFR}{dt} &= m_{11}FFR + m_{12}EONIA + m_{13}EXR, \\ \frac{dEONIA}{dt} &= m_{21}FFR + m_{22}EONIA + m_{23}EXR, \\ \frac{dEXR}{dt} &= m_{31}FFR + m_{32}EONIA + m_{33}EXR, \\ FFR(0) &= c_1, \quad EONIA(0) = c_2, \quad EXR(0) = c_3,\end{aligned}\tag{1}$$

где: EXR — курс доллара к евро; FFR — ставка по федеральным фондам; $EONIA$ — индекс «эония»; t — переменная времени; m_{ij} , $i = 1...3$, $j = 1...3$ — неизвестные параметры модели; c_i — начальные условия. Коэффициенты m_{ij} , $i = 1...3$, $j = 1...3$ подбираются численными методами так, чтобы порождаемые системой траектории были близки к фактически наблюдаемым.

Исследования взаимосвязи ставки по федеральным фондам, индекса «эония» и курса доллара к евро на ежемесячных данных позволили выявить два временных отрезка с различным характером этой взаимосвязи¹⁴: декабрь 1999 — октябрь 2005 г.; ноябрь 2005 — январь 2010 г. В результате путем минимизации суммы квадратов отклонений модельных значений от фактических мы получаем два набора коэффициентов динамической системы: M_1 — для первого периода, M_2 — для второго¹⁵. Матрицы и соответствующие им фазовые диаграммы линейной динамической системы (1) приведены на рисунке 1. В качестве начальных значений были выбраны исторические средние по каждому временному ряду за период с января 1999 по август 2010 г.

Получив значения неизвестных параметров, можно построить траектории процентных ставок и валютного курса, порождаемые системой, и сравнить их с фактическими (см. рис. 2—4).

Мы получили достаточно качественное приближение реально наблюдаемых процессов для обоих периодов. Отметим, что во втором периоде в момент начала мирового финансового кризиса произошло разовое существенное отклонение валютного курса от расчетных значений, однако впоследствии котировки вернулись к модельной траектории. Данное возмущение следует рассматривать как шок, вызванный кризисными явлениями.

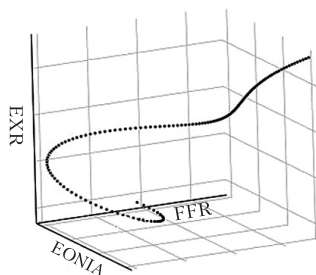
Возможность успешного моделирования процентных ставок и валютного курса с помощью автономной линейной динамической системы свидетельствует о высокой степени независимости этих переменных от других факторов. В отличие от традиционных моделей, включающих большое количество объясняющих переменных, наша система позволяет выявить внутренние законы развития в связке «ставка—курс». Мы показали, что ставка по федеральным фондам, индекс «эония» и курс доллар—евро могут быть выражены как функции только пе-

¹⁴ Камротов М. В. Указ. соч.

¹⁵ Здесь и далее значения приводятся с округлением до 0,001.

**Матрицы коэффициентов линейной динамической системы (1)
и соответствующие им фазовые диаграммы
в координатах EONIA—FFR—EXR**

$$M_1 = \begin{pmatrix} -0,093 & 0,103 & -0,011 \\ -0,089 & 0,046 & 0,102 \\ 0,013 & -0,015 & 0,005 \end{pmatrix}$$

а) с набором коэффициентов M_1 

$$M_2 = \begin{pmatrix} -0,089 & 0,119 & -0,097 \\ -0,144 & 0,125 & -0,020 \\ 0,008 & -0,002 & -0,010 \end{pmatrix}$$

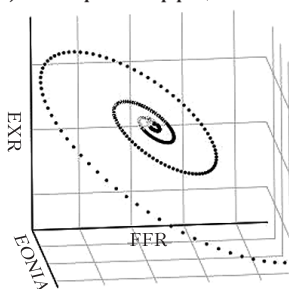
б) с набором коэффициентов M_2 

Рис. 1

ременной времени. Это подтверждает устойчивость механизмов их формирования, которые обусловлены не внешним воздействием, а особенностями взаимосвязей внутри рассмотренной системы на каждом из выделенных периодов.

Отметим, что нам потребовалось несколько однотипных систем, различающихся лишь значениями коэффициентов, чтобы описать поведение процентных ставок и валютного курса на рассматриваемом периоде. Таким образом, структуру механизма формирования котировок и процентных ставок следует признать неизменной, при этом она допускает наличие нескольких режимов.

В данном случае под режимом подразумевается определенная структура взаимосвязей валютного курса и процентных ставок. Набор коэффициентов определяет степень и направление влияния переменных друг на друга. С точки зрения валютного курса режим отражает масштабы влияния денежно-кредитной политики банков США и еврозоны на котировки доллара к евро в каждый момент, степень влияния предыдущих значений валютного курса на будущее. Соотношение трех факторов формирования курса (двух ключевых ставок и значений котировок) задает траекторию валютного курса на период, в течение которого действует данное соотношение, то есть данный режим. За исследуемый промежуток времени мы наблюдали проявление двух режимов курса доллара к евро. Идентификация режимов эквивалентна выбору мотивации, которой руководствуют-

Динамика модельного и фактического индексов «эония»

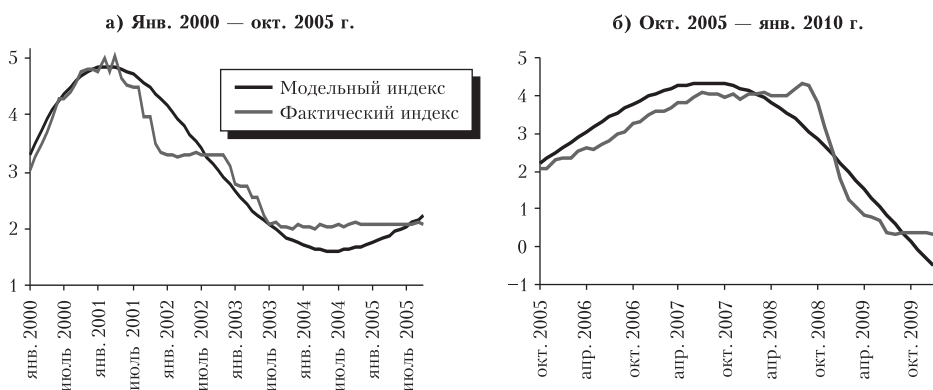


Рис. 2

Динамика модельной и фактической ставок по федеральным фондам

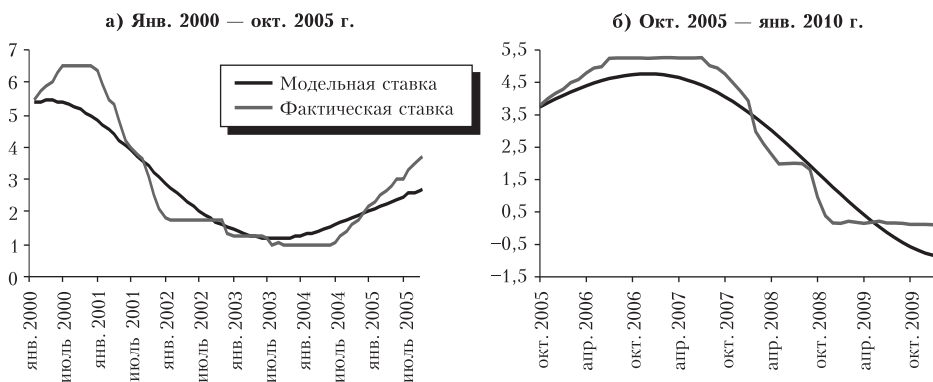


Рис. 3

Динамика модельного и фактического валютных курсов

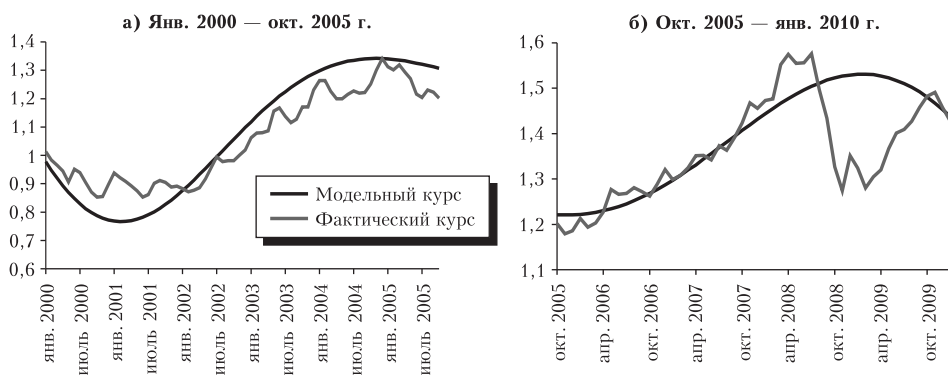


Рис. 4

ся участники валютного рынка в своих ожиданиях. Так, в первом периоде ведущей мотивацией служили краткосрочные ожидания, во втором — среднесрочные.

Режимы валютного рынка как равновесные состояния нелинейной динамической системы

Многие теоретические модели убедительно показывают, что формирование валютного курса и ключевых процентных ставок центральных банков должно происходить под влиянием широкого спектра показателей, таких как индексы инфляции, объем денежной массы, торговый баланс и пр. Теоретически чем важнее экономическая переменная с точки зрения мировой финансовой системы, тем более сложную структуру должен иметь механизм ее формирования. Валютная пара доллар—евро, индекс «эония» и ставка по федеральным фондам относятся к ключевым параметрам мировой финансовой системы. Однако, согласно нашим эмпирическим оценкам, при теоретической обоснованности многофакторных моделей на практике для моделирования траекторий выбранной валютной пары и процентных ставок достаточно небольшого числа переменных. Объяснение этого феномена лежит в области синергетического подхода.

С момента образования еврозоны мировая финансовая система перешла на качественно новый уровень системности. Появление двух сопоставимых по влиянию денежных властей — ФРС и ЕЦБ, введение в обращение новой валюты евро, в которой многие эксперты видят альтернативу доминирующему доллару, существенно изменили глобальную финансовую архитектуру, создав фактически новую систему, находящуюся в некоторых начальных условиях, скорее всего неравновесных. Как показывают работы в области синергетики¹⁶, в таких обстоятельствах в системе возможны процессы самоорганизации, которые приводят к созданию устойчивой конструкции из небольшого числа составляющих. Из множества величин, описывающих систему, выделяется небольшое число параметров порядка — ведущих переменных, к динамике которых подстраиваются все остальные величины¹⁷. Описание поведения параметров порядка позволяет охарактеризовать поведение системы в целом. В нашем случае в качестве параметров порядка, по-видимому, выступают курс доллара к евро, индекс «эония» и ставка по федеральным фондам.

Каждый из рассмотренных подпериодов был достаточно длительным — несколько лет, что при выбранном масштабе данных составляет около 60 наблюдений. Это подтверждает относительную устойчивость обоих режимов. Каждый режим соответствует определенному типу динамики параметров порядка — валютного курса и процентных ставок, и, как показали наши исследования¹⁸, наблюдавшееся переключение между режимами произошло практически мгновенно.

Смена режимов означает изменение законов, в соответствии с которыми формируются анализируемые переменные. Их поведение, как в случае любых других экономических переменных, определяется процессом принятия решений участниками рынка. Законы, по

¹⁶ Хакен Г. Синергетика. М., 1980; Николис Г., Пригожин И. Самоорганизация в неравновесных системах. М., 1979.

¹⁷ Малинецкий Г. Г., Потапов А. Б. Современные проблемы нелинейной динамики. М., 2000.

¹⁸ Камротов М. В. Указ. соч.

которым формируются траектории валютного курса и процентных ставок, обусловлены параметрами поведения экономических агентов. Устойчивость наблюдаемых режимов свидетельствует в пользу существования нескольких равновесных наборов параметров, каждый из которых может проявляться в течение определенного периода. Идея подобной фундаментальной нелинейности экономической системы, заключающейся в наличии ряда аттракторов, между которыми происходят практически мгновенные переключения, уже находила отражение в экономической литературе¹⁹.

Как указывает Н. Моисеев²⁰, сложные нелинейные системы могут иметь большое число аттракторов, при этом состояние системы после быстрой перестройки к новому аттрактору практически непредсказуемо, целесообразно говорить лишь о возможных сценариях дальнейшего развития. В нашем случае мы наблюдали два возможных состояния, соответствующие двум наборам коэффициентов системы линейных дифференциальных уравнений. Ниже мы попытаемся ответить на вопрос, сколько всего может быть состояний у рассматриваемой системы и какие законы изменения валютного курса и процентных ставок они определяют.

Прежде всего необходимо теоретически определить количество возможных равновесий в системе. Мы не знаем истинную модель, описывающую закон формирования переменных, то есть динамику поведенческих параметров. Мы знаем лишь оцененные модели двух частных проявлений этого закона, по которым необходимо восстановить информацию о нем. Имеющиеся модели основаны на системе линейных дифференциальных уравнений, при этом модель самого закона предполагается сложной, нелинейной.

Формальное описание ситуации возможно в нашем случае на основе теоремы Гробмана—Хартмана²¹. Согласно данной теореме, при выполнении некоторых условий существует такой гомеоморфизм h , который отображает траектории нелинейной системы в окрестности равновесий в траектории ее линеаризованной системы с сохранением их типов и параметризации по времени. Оставив в стороне формальный анализ (вернемся к нему позже), рассмотрим на содержательном уровне применение данной теоремы к анализу системы «процентные ставки—валютный курс». Утверждения теоремы с учетом выполнения условий позволяют интерпретировать траектории полученных систем линейных дифференциальных уравнений как представление поведения некоторой нелинейной системы в окрестности ее равновесных точек. При этом нелинейная система описывает поведение фундаментального закона изменения процентных ставок и валютного курса, и ее решения находятся в пространстве поведенческих параметров,

¹⁹ Евстигнеев В. Р. Идеи И. Пригожина в экономике. Нелинейность и финансовые системы // Общественные науки и современность. 1998. № 1. С. 112–121; Чернавский Д. С., Старков Н. И., Щербаков А. В. Динамическая модель поведения общества. Синергетический подход к экономике / Новое в синергетике: взгляд в третье тысячелетие. М., 2002. С. 239–291; Чернавский Д. С., Старков Н. И., Щербаков А. В. О проблемах физической экономики // Успехи физических наук. 2002. Т. 172, № 9. С. 1045–1066.

²⁰ Моисеев Н. Н. Системная организация биосферы и концепция коэволюции // Общественные науки и современность. 2000. № 2. С. 123–124.

²¹ Малинецкий Г. Г., Потапов А. Б. Указ. соч. С. 66–67.

которые, предположительно, отвечают за формирование этого закона. Гомеоморфизм h отображает траектории нелинейной системы в пространство наблюдаемых переменных.

Таким образом, теорема Гробмана—Хартмана позволяет представить следующую схему моделирования экономической системы: характеристики поведения экономических агентов моделируются нелинейной динамической системой и могут находиться в одном из ее равновесий; равновесные значения этих параметров порождают определенный тип динамики процентных ставок и валютного курса, что формально выражается в отображении траекторий параметров в окрестности равновесия в пространство наблюдаемых переменных. Каждый конкретный механизм поведения курса доллара к евро, ставки по федеральным фондам и индекса «эония» и их взаимодействия, представляемый в виде конкретной линейной динамической системы, выражает одно из состояний более сложной нелинейной системы.

Формально процентные ставки и валютный курс — это функция характеристик поведения. В этом случае два наблюдаемых режима валютного курса и процентных ставок соответствуют двум равновесиям нелинейной системы, и вопрос о количестве возможных режимов сводится к вопросу о количестве ее равновесий.

Какие именно поведенческие параметры моделирует нелинейная система? Проблема выбора конкретной экономической величины, которую можно напрямую отождествить (или хотя бы однозначно связать) с модельной переменной, выступающей в качестве фундаментальной, — одна из самых сложных в экономической науке. Зачастую математический инструментарий позволяет утверждать, что одни переменные выступают в роли фактора формирования других, однако не дает однозначного алгоритма, по которому можно дать экономическую интерпретацию факторов.

Например, модели фондового рынка на базе метода независимых компонент²² позволяют выявить сигналы, на основе которых формируется фондовый индекс (то есть индекс — функция этих сигналов). Они дают возможность реконструировать ряды сигналов, при этом нельзя формально определить содержательное наполнение полученных рядов, даже построение иерархии найденных сигналов — нетривиальная задача²³, что не мешает этим моделям служить эффективным инструментом прогнозирования.

В качестве одного из возможных вариантов интерпретации переменных, входящих в нелинейную систему, рассмотрим показатели доверия к центральному банку и отношение участников рынка к риску. Доверие участников рынка к ЦБ считается ключевой характеристикой его денежно-кредитной политики, отражающей способность банка контролировать определяющий параметр экономической системы — ожидания участников рынка²⁴. Более высокий уровень доверия к ЦБ

²² Back A., Weigend A. A First Application of Independent Component Analysis to Extracting Structure from Stock Returns // International Journal of Neural Systems. 1997. Vol. 8, No 4. P. 473—484.

²³ Cheung Y., Xu L. Independent Component Ordering in ICA Time Series Analysis // Neurocomputing. 2001. Vol. 41, No 1. P. 145—152.

²⁴ Gomme P. Central Bank Credibility / Federal Reserve Bank of Cleveland. 2006. www.clevelandfed.org/Research/commentary/2006/0801.pdf.

способствует стабильности финансовой системы, поскольку снижает разнородность ожиданий в экономике²⁵.

Отношение участников рынка к риску и доверие к политике денежных властей порождают прямую и обратную зависимость и создают, собственно, «маятник» нелинейной динамической системы. Политика низких процентных ставок, как и повышение прозрачности денежно-кредитной политики, формирует предпосылки для принятия участниками рынка более рискованных решений²⁶. Покупка валюты — это кредитование эмиссионного банка, что позволяет говорить о наличии связи между курсом валютной пары и доверием к центральным банкам, эмитирующим эти валюты.

Доверие к ЦБ и отношение к риску — величины, которые можно формально измерить, поэтому правомерно их отождествлять с переменными нелинейной динамической системы. Доверие к ЦБ, например, можно измерить на основе соотношения ожидаемой инфляции и ее целевого уровня²⁷. Распространенная мера отношения к риску участников рынка — индекс *VIX*, измеряющий ожидания относительно будущей волатильности рынка (рассчитывается Чикагской биржей опционов²⁸).

Реконструкция нелинейной динамической системы

Рассмотрим систему обыкновенных дифференциальных уравнений:

$$\dot{x} = F(x). \quad (2)$$

Пусть x_0 — решения алгебраических уравнений $F(x) = 0$. Теорема Гробмана—Хартмана говорит о возможности представить поведение нелинейной системы (2) в окрестности неподвижных точек x_0 через линеаризованные системы следующего вида:

$$\dot{u} = Au, \quad (3)$$

где $A_{ij} \equiv \left. \frac{\partial F_i}{\partial x_j} \right|_{x=x_0}$ — матрица Якоби, причем во всех точках x_0 у матрицы A должны отсутствовать собственные значения с нулевой действительной частью. Заметим, что у системы (1) именно такой вид. Принимая интерпретацию, предложенную в предыдущем разделе, предположим, что оцененные матрицы M_1 и M_2 — это матрицы Якоби в двух неподвижных точках неизвестной нелинейной системы. Легко проверить, что все собственные значения матриц M_1 и M_2 имеют ненулевые действительные части.

²⁵ Faust J., Svensson L. E. Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals // International Economic Review. 2001. Vol. 42, No 2. P. 369–397.

²⁶ Gambacorta L. Monetary Policy and the Risk-taking Channel // BIS Quarterly Review. 2009. Dec. P. 43–53.

²⁷ Cecchetti S. G., Krause S. Central Bank Structure, Policy Efficiency and Macroeconomic Performance: Exploring Empirical Relationships // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 2002. July. P. 47–60; Svensson L. How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability // NBER Working Paper No 7516. 2000. www.nber.org/papers/w7516.

²⁸ Подробную информацию об индексе *VIX* можно найти на сайте Чикагской биржи опционов: www.cboe.com/vix.

Наша задача заключается в том, чтобы восстановить вид нелинейной системы, зная численные значения элементов ее матрицы Якоби в двух неподвижных точках. Мы имеем следующую нелинейную систему:

$$\begin{aligned}\dot{x} &= F_1(x, y, z), \\ \dot{y} &= F_2(x, y, z), \\ \dot{z} &= F_3(x, y, z).\end{aligned}\tag{4}$$

Запишем соответствующую ей матрицу Якоби:

$$J(x, y, z) = \begin{pmatrix} \frac{\partial F_1}{\partial x} & \frac{\partial F_1}{\partial y} & \frac{\partial F_1}{\partial z} \\ \frac{\partial F_2}{\partial x} & \frac{\partial F_2}{\partial y} & \frac{\partial F_2}{\partial z} \\ \frac{\partial F_3}{\partial x} & \frac{\partial F_3}{\partial y} & \frac{\partial F_3}{\partial z} \end{pmatrix}.\tag{5}$$

Если матрицы M_1 и M_2 — это матрицы Якоби в двух неподвижных точках, то должны выполняться следующие равенства:

$$\begin{aligned}J(x_1, y_1, z_1) &= M_1, \\ J(x_2, y_2, z_2) &= M_2,\end{aligned}\tag{6}$$

где (x_1, y_1, z_1) и (x_2, y_2, z_2) — неподвижные точки системы (4). Последнее условие ведет к необходимости выполнения еще нескольких равенств:

$$\begin{aligned}F_i(x_k, y_k, z_k) &= 0, \\ i &= 1 \dots 3, \quad k = 1 \dots 2.\end{aligned}\tag{7}$$

Объединяя системы (6) и (7), получаем систему, включающую 24 алгебраических уравнения. Она обеспечивает соответствие в смысле теоремы Гробмана–Хартмана траекторий линейной системы с матрицами коэффициентов M_1 и M_2 траекториям нелинейной системы в окрестности ее неподвижных точек.

Чтобы решить данную систему уравнений, необходимо сделать предположение о конкретном виде элементов матрицы Якоби (5). Заметим, что такое предположение автоматически определяет и вид самой нелинейной системы. В результате решения объединенной системы мы получим численные значения неподвижных точек системы (4), которым соответствуют матрицы M_1 и M_2 , а также значения параметров, входящих в производные функций F_1, F_2, F_3 . Для обеспечения совместности системы из 24 уравнений необходимо, чтобы она содержала не менее 24 неизвестных. Такому условию удовлетворяет, например, параметризация элементов матрицы Якоби как линейных функций, при которой ее элементы будут иметь следующий вид:

$$\begin{aligned}J_{i1}(x, y, z) &\equiv \frac{\partial F_i}{\partial x} = a_{i1}x + b_{i1}, \\ J_{i2}(x, y, z) &\equiv \frac{\partial F_i}{\partial y} = a_{i2}y + b_{i2}, \\ J_{i3}(x, y, z) &\equiv \frac{\partial F_i}{\partial z} = a_{i3}z + b_{i3},\end{aligned}\tag{8}$$

где a_{ij}, b_{ij} — неизвестные параметры, $i = 1 \dots 3, j = 1 \dots 3$. В этом случае объединенная система (6)–(7) содержит необходимое количество неизвестных, а функции F_1, F_2, F_3 имеют нелинейный вид:

$$F_i(x, y, z) = \frac{1}{2}a_{i1}x^2 + b_{i1}x + \frac{1}{2}a_{i2}y^2 + b_{i2}y + \frac{1}{2}a_{i3}z^2 + b_{i3}z.\tag{9}$$

Объединяя (8) и (9), получим:

$$\begin{pmatrix} a_{11}x_1 + b_{11} & a_{12}y_1 + b_{12} & a_{13}z_1 + b_{13} \\ a_{21}x_1 + b_{21} & a_{22}y_1 + b_{22} & a_{23}z_1 + b_{23} \\ a_{31}x_1 + b_{31} & a_{32}y_1 + b_{32} & a_{23}z_1 + b_{23} \end{pmatrix} = M_1,$$

$$\begin{pmatrix} a_{11}x_2 + b_{11} & a_{12}y_2 + b_{12} & a_{13}z_2 + b_{13} \\ a_{21}x_2 + b_{21} & a_{22}y_2 + b_{22} & a_{23}z_2 + b_{23} \\ a_{31}x_2 + b_{31} & a_{32}y_2 + b_{32} & a_{23}z_2 + b_{23} \end{pmatrix} = M_2,$$

$$\begin{aligned} \frac{1}{2}a_{11}x_1^2 + b_{11}x_1 + \frac{1}{2}a_{12}y_1^2 + b_{12}y_1 + \frac{1}{2}a_{13}z_1^2 + b_{13}z_1 &= 0, \\ \frac{1}{2}a_{21}x_1^2 + b_{21}x_1 + \frac{1}{2}a_{22}y_1^2 + b_{22}y_1 + \frac{1}{2}a_{23}z_1^2 + b_{23}z_1 &= 0, \\ \frac{1}{2}a_{31}x_1^2 + b_{31}x_1 + \frac{1}{2}a_{32}y_1^2 + b_{32}y_1 + \frac{1}{2}a_{33}z_1^2 + b_{33}z_1 &= 0, \\ \frac{1}{2}a_{11}x_2^2 + b_{11}x_2 + \frac{1}{2}a_{12}y_2^2 + b_{12}y_2 + \frac{1}{2}a_{13}z_2^2 + b_{13}z_2 &= 0, \\ \frac{1}{2}a_{21}x_2^2 + b_{21}x_2 + \frac{1}{2}a_{22}y_2^2 + b_{22}y_2 + \frac{1}{2}a_{23}z_2^2 + b_{23}z_2 &= 0, \\ \frac{1}{2}a_{31}x_2^2 + b_{31}x_2 + \frac{1}{2}a_{32}y_2^2 + b_{32}y_2 + \frac{1}{2}a_{33}z_2^2 + b_{33}z_2 &= 0. \end{aligned} \tag{10}$$

Система (10) включает 24 уравнения и 24 неизвестных: 18 параметров a_{ij} , b_{ij} , $i = 1 \dots 3$, $j = 1 \dots 3$ и две тройки координат (x_k, y_k, z_k) , $k = 1 \dots 2$, определяющих неподвижные точки системы (4). Решения системы будем искать численными методами в среде *Mathcad 13* (программа использует квазиньютоновский метод, метод сопряженных градиентов и метод Левенберга—Марквардта). Результаты вычислений приведены в таблице 1.

Т а б л и ц а 1

Значения параметров нелинейной системы

a_{11}	a_{12}	a_{13}	a_{21}	a_{22}	a_{23}	a_{31}	a_{32}	a_{33}
-0,007	-0,024	0,254	0,091	-0,12	0,36	0,009	-0,02	0,044
b_{11}	b_{12}	b_{13}	b_{21}	b_{22}	b_{23}	b_{31}	b_{32}	b_{33}
-0,088	0,121	-0,11	-0,151	0,137	-0,038	0,007	0	-0,012

Вместе со значениями параметров получаем значения координат (x_k, y_k, z_k) , $k = 1 \dots 2$. Зная значения параметров, можно найти все неподвижные точки системы (4) из решения соответствующей системы алгебраических уравнений:

$$\begin{aligned} F_i(x, y, z) &= 0, \\ i &= 1 \dots 3. \end{aligned} \tag{11}$$

Решения (11), полученные с помощью тех же численных методов, приведены в таблице 2 (тривиальное решение $x = y = z = 0$ не рассматривается). У системы (11) оказалось семь нетривиальных решений, что определяет существование *семи режимов валютного курса и процентных ставок, два из которых уже наблюдались на рынке*. Поскольку

Координаты неподвижных точек нелинейной системы

	$n = 1$	$n = 2$	$n = 3$	$n = 4$	$n = 5$	$n = 6$	$n = 7$
x_n	-0,312	0,054	0,783	1,246	3,984	7,873	11,255
y_n	-3,039	0,069	0,855	1,283	3,396	-9,488	-11,632
z_n	2,367	0,033	0,431	0,592	-0,67	5,414	-4,496

формально режим представлен в виде матрицы Якоби — матрицы коэффициентов системы линейных дифференциальных уравнений, получаем семь матриц J_n , $n = 1...7$, соответствующих семи линейным системам. Собственные значения всех семи матриц имеют ненулевые действительные части, следовательно, условия теоремы Гробмана—Хартмана выполняются.

При построении фазовых диаграмм системы (1) было выявлено, что матрицы J_1 , J_6 , J_7 порождают «катастрофический» характер поведения траекторий решений системы: все переменные резко устремляются к бесконечности. Мы не будем рассматривать эти случаи, поскольку они отражают, по-видимому, резкую смену структуры финансовой системы, которая требует построения других моделей. Ниже приведены матрицы J_2 , J_3 , J_4 , J_5 , обеспечивающие более реалистичное поведение решений системы (1). На рисунке 5 показаны соответствующие этим матрицам фазовые диаграммы. Как и прежде, в качестве начальных значений выбраны исторические средние по каждому временному ряду за январь 1999 — август 2010 г.

Отметим, что при применении численных методов возникают некоторые погрешности в вычислениях. Среди матриц J_n нет таких, которые полностью совпадали бы с матрицами M_1 и M_2 , однако путем сопоставления траекторий систем линейных дифференциальных уравнений с наборами коэффициентов J_n и M_1 и M_2 можно установить соответствие между матрицами J_n и наблюдавшимися на рынке режимами. Анализ показывает, что решения системы (1) имеют практически совпадающие траектории для пары матриц $J_2—M_2$ и пары $J_3—M_1$, различие пренебрежимо мало. Таким образом, из четырех режимов второй и третий уже имели место на рынке.

Типологизация поведения валютного курса и процентных ставок создает строгий формальный инструмент для построения сценарных прогнозов. Проведенный анализ позволил идентифицировать четыре режима, свойственных динамике моделируемых переменных. Им соответствуют матрицы J_2 , J_3 , J_4 , J_5 . До настоящего времени мы наблюдали действие режима J_2 . Следовательно, можно представить следующие варианты развития событий в рамках принятой модели:

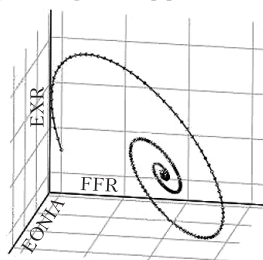
- рынок продолжает функционировать в действующем режиме J_2 ;
- происходит переключение режима на один из трех вариантов — J_3 , J_4 или J_5 .

Таким образом, возможны четыре сценария дальнейшего поведения курса доллара к евро и ключевых процентных ставок ФРС и ЕЦБ (см. рис. 6—8). При построении решений системы (1) в качестве начальных значений были выбраны:

Матрицы Якоби J_2, J_3, J_4, J_5 и соответствующие им фазовые диаграммы линейной динамической системы (1) в координатах EONIA—FFR—EXR

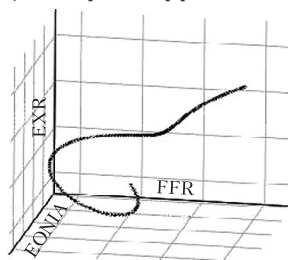
$$J_2 = \begin{pmatrix} -0,088 & 0,119 & -0,102 \\ -0,146 & 0,129 & -0,026 \\ 0,008 & -0,001 & -0,011 \end{pmatrix}$$

а) с набором коэффициентов J_2



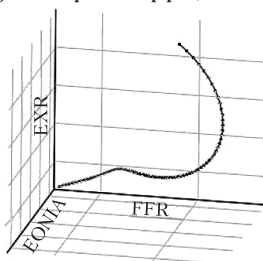
$$J_3 = \begin{pmatrix} -0,093 & 0,100 & 0 \\ -0,080 & 0,034 & 0,117 \\ 0,014 & -0,017 & 0,007 \end{pmatrix}$$

б) с набором коэффициентов J_3



$$J_4 = \begin{pmatrix} -0,096 & 0,090 & 0,040 \\ -0,038 & -0,017 & 0,175 \\ 0,018 & -0,025 & 0,014 \end{pmatrix}$$

в) с набором коэффициентов J_4



$$J_5 = \begin{pmatrix} -114,0 & 0,039 & -0,280 \\ 0,212 & -0,271 & -0,279 \\ 0,041 & -0,068 & -0,041 \end{pmatrix}$$

г) с набором коэффициентов J_5

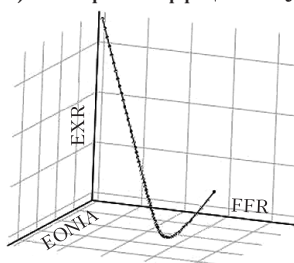


Рис. 5

— в случае матриц J_3, J_4, J_5 — последнее доступное на текущий момент значение временного ряда (август 2010 г.);

— в случае матрицы J_2 — значение временного ряда на момент наблюдавшегося переключения режимов (сентябрь 2005 г.), учитывая, что режим J_2 уже действовал в период октября 2005 — августа 2010 г.

Отрицательные значения процентных ставок, полученные в наших прогнозах, означают политику околонулевых ставок, при которой возможности использования ключевой процентной ставки центрального

**Четыре сценария динамики индекса «эония»,
сентябрь 2010 — август 2013 г.**

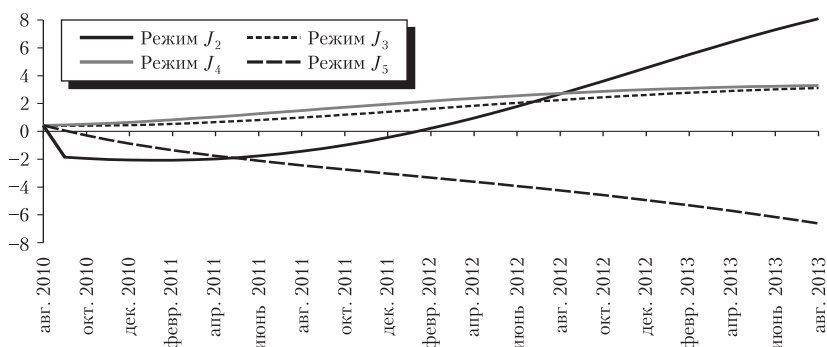


Рис. 6

**Четыре сценария динамики ставки по федеральным фондам,
сентябрь 2010 — август 2013 г.**

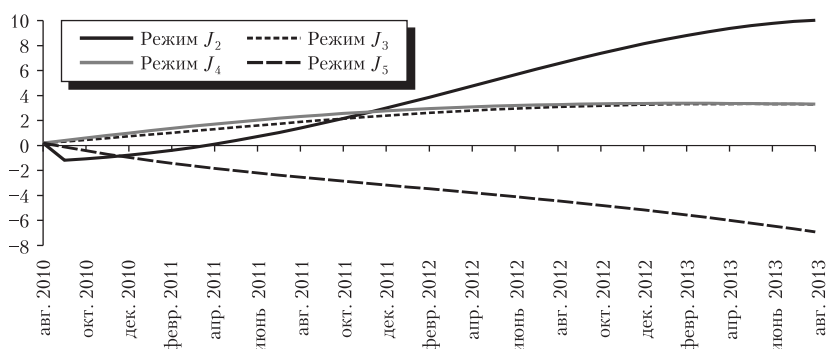


Рис. 7

**Четыре сценария динамики курса доллар—евро,
сентябрь 2010 — август 2013 г.**

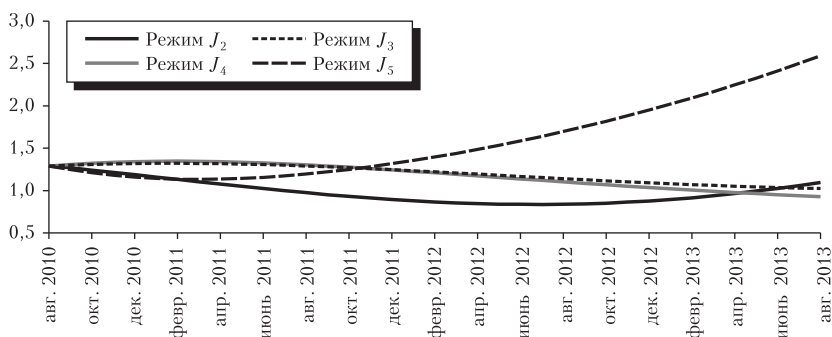


Рис. 8

банка как инструмента стимулирования экономики уже исчерпаны. Тогда денежные власти прибегают к использованию альтернативных инструментов денежно-кредитной политики.

Мы видим, что переключение на режимы J_3 или J_4 приведет к постепенному увеличению в течение прогнозного периода индекса

«эзония» в пределах 3 п. п. и ставки по федеральным фондам в пределах 2 п. п., обменный курс при этом будет колебаться в границах 1—1,4 долл./евро. Продолжение функционирования системы в текущем режиме также вызовет повышение ключевых процентных ставок, однако оно начнется спустя некоторое время и будет более резким; валютный курс при этом будет находиться в границах 0,8—1,4. При режиме J_5 наблюдается резкий рост курса евро по отношению к доллару, а процентные ставки снижаются и находятся в отрицательной зоне в течение всего периода. Поскольку режим не предусматривает возврата ставок к положительным значениям, ситуация потребует политического вмешательства и, возможно, коренной перестройки всей системы. Таким образом, тип поведения J_5 оказывается нежизнеспособным.

Предложенная схема анализа позволяет типологизировать поведение рынка на основе априорных предположений не о сущности возможных типов динамики, а о фундаментальном механизме формирования финансовых переменных. Это обеспечивает реконструкцию «естественных» типов поведения, в том смысле, что существование выделенных режимов обусловлено сложившимся механизмом функционирования рынка. Для действующего типа мировой финансовой системы возможно несколько комбинаций доверия, которые соответствуют равновесиям, определяющим динамику ставок и курса. Проведенные эмпирические оценки позволяют делать как количественные, так и качественные, сценарные прогнозы.

Вопрос об устойчивости равновесий системы (4), безусловно, важен, однако такой анализ выходит за рамки нашей статьи. Необходимо подробно исследовать поведение системы в окрестности равновесий, чтобы получить представление о механизме перехода от одного равновесия к другому.

Заметим, что в случае устойчивости равновесий в модель нужно ввести внешнюю нагрузку, которая позволила бы моделировать переход от одного режима к другому. В окрестности равновесий она должна быть нулевой, чтобы обеспечивать наблюдающуюся устойчивость режимов, однако при случайном колебании системы за пределы этой окрестности нагрузка должна резко возрастать, переводя систему в новое равновесие.

* * *

В статье предложен новый метод выявления режимов динамики валютной пары доллар—евро и денежно-кредитной политики ФРС и ЕЦБ. Применение теоремы Гробмана—Хартмана позволило реконструировать систему нелинейных дифференциальных уравнений, моделирующую закон, по которому изменяется взаимосвязь процентных ставок и валютного курса. В результате эмпирически идентифицированы семь возможных режимов динамики данных переменных, обусловленных сложившейся структурой финансовой системы. Рассмотренный подход можно использовать для целей прогнозирования и построения сценариев развития мировой финансовой системы.

*И. ИВАНЧЕНКО,
доктор экономических наук,
профессор Ростовского государственного
экономического университета (РГЭУ) «РИНХ»,*

*А. МАСЛОВ,
магистр экономики,
аспирант РГЭУ «РИНХ»*

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЙ ЭКЛЕКТИЗМ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В последнее время ученые, изучающие проблемы макроэкономики и, в частности, монетарной политики государства, проявляют особый интерес к механизму денежно-кредитной трансмиссии. Первые представления о нем дает классическая IS-LM модель¹. Однако значимость межвременного воздействия финансового сектора экономики на реальный сектор резко возросла на фоне бурного экономического роста большинства стран во второй половине XX в.

В чем суть трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики? Во-первых, этот механизм характеризует систему переменных, посредством которых предложение денег влияет на экономическую активность²; во-вторых, денежно-кредитная трансмиссия отражает лаговое воздействие экзогенного и (или) регулируемого изменения финансовых переменных на реальный сектор экономики.

Так, изменение мировых цен на нефть через выручку экспортеров, соответственно через торговый баланс, влияет на объем денежной массы в нашей стране, что, в свою очередь, определяет кратко- и долгосрочное воздействие на реальный сектор экономики³. Вместе с тем при установлении процентных ставок по кредитам овернайт Банк России может искусственно увеличивать или уменьшать денежную массу, что в итоге сказывается на валовом выпуске. В обоих случаях реальное производство реагирует на изменение денежной массы с некоторым лагом — это время, необходимое для прохождения импульса по всей цепочке денежно-кредитной трансмиссии.

Исследования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики преимущественно имеют экономико-математический и статистический характер, направлены на определение параметров отклика реального сектора на переключение финансовых рычагов. Ученые больше заняты описанием данных и результатов построенных эконометрических моделей, а не качественным обоснованием применяемой методики. Как следствие, при анализе функционирования и отдельных

¹ См.: Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс, 1978.

² Моисеев С. Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. 2002. № 18. С. 38–51.

³ Маслов А. И. Анализ природы основных трансмиссионных импульсов российской денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. 2010. № 19. С. 45–55.

каналов, и механизма денежно-кредитной трансмиссии в целом возникла своеобразная «теоретическая каша».

В ряде исследований предпринята попытка качественно обосновать логику корреляций экономической трансмиссии. Например, Б. Бернанке и М. Гертлер заглядывают в «черный ящик» трансмиссионной цепочки, тем самым подчеркивая, что их анализ кредитного канала трансмиссионного механизма не носит неоклассического характера⁴. Они описывают механизм влияния изменения объемов кредитования и ставок по кредитам в американской экономике на реальный ВВП, прослеживая импульсы от изменения учетной ставки по двум субканалам: инвестиционно-кредитному (воздействует на средневзвешенную стоимость капитала компаний — WACC) и балансово-кредитному (отражает сдвиги в поведении потребителей). Но логика выделения этих субканалов опирается скорее на практику, чем на теорию: в работе не упоминается какая-либо теоретическая парадигма, на которой базируются те или иные предположения.

В исследованиях, авторы которых пытаются предложить обобщенную схему функционирования трансмиссионного механизма, наблюдаются существенные расхождения. Например, К. Кутнер и П. Моссер сводят импульсы, возникающие в результате операций ФРС на открытом рынке, к агрегированному спросу⁵. Т. Петурссон прослеживает воздействие политики центральных банков по изменению процентных ставок на инфляцию (которая не отражает ситуацию в реальном секторе экономики) на основе агрегированного спроса и канала обменного курса⁶.

Институт Европейского университета (European University Institute) выделяет два способа передачи импульсов из финансового сектора реальному⁷: посредством инструментов, находящихся под контролем центральных банков (например, краткосрочные процентные ставки и нормативы резервирования) и немедленно воздействующих на реальное производство (через ставки по кредитам, депозитам, стоимость активов и обменный курс); посредством финансовой конъюнктуры, которая сказывается на потребительских решениях домохозяйств и фирм и в итоге влияет на совокупный спрос. Процентный канал и канал обменного курса отнесены к кейнсианской парадигме, а кредитный — к области выбора стимулов, что подразумевает его бихевиористскую природу. Б. Дрекслер выделяет в трансмиссионном механизме четыре канала, но сводит их к ценам и ожиданиям изменения последних, при этом элементы реального производства в ее модели остаются внутри самого механизма⁸.

⁴ *Bernanke B., Gertler M.* Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission // NBER Working Paper. 1995. No 5146. www.nber.org/papers/w5146.

⁵ *Kuttner K. N., Mosser P. C.* The Monetary Transmission Mechanism in the United States: Some Answers and Further Questions. 2002. www.newyorkfed.org/rmaghome/econ_pol/2002.

⁶ *Petursson T. G.* The Transmission Mechanism of Monetary Policy: Analyzing the Financial Market Pass-through // Central Bank of Iceland Working Paper. 2001. No 14. www.sedlabanki.is/uploads/files/wp-14.pdf.

⁷ Annex 4 — Monetary Transmission in Acceding Countries. www.eui.eu/Documents/RSCAS/Research/EFN/Reports/Annex2004Spring/Annex4spring2004.pdf.

⁸ *Drexler B.* Does Central Bank Transparency Matter for Housing Finance in Central and Eastern Europe? // Housing Finance International. 2008. Vol. 22, No 4. P. 6–14.

В. Баянгос проанализировала механизм денежно-кредитной трансмиссии в филиппинской экономике⁹. Детально проследив импульсы, возникающие в результате изменения ставки LIBOR-90, она рассмотрела все субканалы, по которым они поступают в реальный сектор экономики и затем оказывают давление на инфляцию в стране, но не предприняла попытки их объединить. Также в работе отсутствует четкое выделение элементов реального сектора: автор использует показатель агрегированного спроса, который в идеале должен включать потребление всех хозяйствующих субъектов, но здесь возникают большие статистические и теоретические сложности.

Изменение процентных ставок — довольно «сильный» инструмент, воздействующий на все элементы экономической системы. Поэтому при построении моделей векторных авторегрессий с «экзогенизацией» любых переменных, в то время как процентные ставки остаются эндогенными, удастся пройти все параметрические тесты значимости и получить необходимые функции отклика. Но тогда приходится ограничиваться одним каналом, поскольку добавление новых переменных чаще всего ухудшает статистическую значимость полученных результатов.

Данный недостаток присущ многим исследованиям, в частности работам, в которых на основе модели векторной авторегрессии для различных стран статистически проверяется межвременное воздействие изменения процентных ставок на реальный сектор экономики¹⁰. Авторы других работ пытаются теоретически осмыслить полученные статистические результаты¹¹. При этом во всех работах лишь косвенно характеризуются методологические признаки того или иного канала механизма денежно-кредитной трансмиссии. В связи с этим упомянем работу Ф. Мишкина¹², в которой приведена достаточно полная классификация трансмиссионных импульсов и даже рассмотрены некоторые концепции, на которых основан анализ их влияния.

В российской экономической науке изучению механизма денежно-кредитной трансмиссии уделяется намного меньше внимания, чем за рубежом. Тем не менее можно отметить ряд работ в этой области. В агрегированном виде данный механизм рассматривается по аналогии с зарубежными исследованиями в работе Р. Нуреева

⁹ Bayangos B. Exchange Rate Uncertainty and Monetary Transmission in the Philippines. 2006. ideas.repec.org/p/iss/wpaper/434.html.

¹⁰ См., в частности: Safaei J., Cameron N. Credit Channel and Credit Shocks in Canadian Macrodynamics — a Structural VAR Approach // Applied Financial Economics. 2003. Vol. 13, No 4. P. 267–277; Ferreira C. The Bank Lending Channel Transmission of Monetary Policy in the EMU: A Case Study of Portugal // The European Journal of Finance. 2007. Vol. 13, No 2. P. 181–193; Suzuki T. Credit Channel of Monetary Policy in Japan: Resolving the Supply versus Demand Puzzle // Applied Economics. 2004. Vol. 36. P. 2385–2396.

¹¹ Taylor J. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework // Journal of Economic Perspectives. 1995. Vol. 9, No 4. P. 11–26; Angeloni, I., Kashyap A., Mojon B., Terlizzese D. Monetary Transmission in the Euro Area: Does the Interest Rate Channel Explain All? // NBER Working Paper. 2003. No 9984. www.nber.org/papers/w9984; Campbell J., Mankiw G. The Response of Consumption to Income: A Cross Country Investigation // European Economic Review. 1991. Vol. 35, No 4. P. 723–767.

¹² Mishkin F. S. The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy // NBER Working Paper. 2001. No 8617. www.nber.org/papers/w8617.

и М. Сапьян¹³; качественное обоснование и количественная проверка функционирования отдельных каналов представлены в работах С. Моисеева, И. Иванченко, К. Корищенко, И. Крючковой и М. Сапьян, А. Улюкаева и др.¹⁴ Как показал анализ, различные каналы трансмиссионного механизма в российской экономике в целом функционируют в соответствии с общемировой практикой. Однако при изучении взаимосвязи предложения денег и основных элементов ВВП в российской экономике за десять лет удалось выявить, что в краткосрочном периоде подобные зависимости действуют противоположным образом¹⁵. Тем не менее они существуют, и их необходимо учитывать при проведении монетарной политики.

Последнее звено трансмиссионного механизма составляют агрегаты реального сектора экономики: потребление, инвестиции, госрасходы, чистый экспорт или ВВП, а источником (первым звеном цепочки) трансмиссионных импульсов выступают различные финансовые переменные и рычаги. Например, для США это ставка по федеральным фондам (Fed Funds Rate), которая определяет стоимость заимствований для банковской системы у ФРС¹⁶, а для Канады — CORRA (Overnight Repo Rate)¹⁷. Здесь «триггером» трансмиссионных изменений служит именно финансовый рычаг, так как данные ставки подконтрольны соответственно ФРС США и Банку Канады. В исследованиях выявлена тесная корреляция между ставкой по федеральным фондам и денежной базой, что также может быть источником трансмиссионного импульса¹⁸.

В других случаях, особенно в развивающихся странах, сильно зависящих от мировой экономической конъюнктуры, финансовые рычаги — это больше номинальное средство регулирования, а реальные трансмиссионные изменения задаются экзогенными переменными¹⁹. Однако следует отличать возможную экзогенную природу трансмиссионного механизма (при определяющем влиянии переменных мировых рынков на экономику страны) от балансовых субканалов, по которым проходят трансмиссионные импульсы, также определяемых макроэкономической

¹³ Нуреев Р. М., Сапьян М. Ю. Состояние трансмиссионного механизма как фактор готовности к переходу к политике инфляционного таргетирования // Экономический вестник РГУ. 2008. № 1. С. 18–26.

¹⁴ Моисеев С. Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. 2002. № 18. С. 38–51; Иванченко И. С. Исследование российского трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. 2006. № 14. С. 5–12; Корищенко К. Н. Структурные факторы механизма денежной трансмиссии: тенденции и перспективы // Экономика и политика. 2005. № 2. С. 23–34; Крючкова И. П., Сапьян М. Ю. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и особенности его функционирования в российской экономике // Банковское дело. 2003. № 9. С. 12–24; Улюкаев А. В. Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы. М.: Дело, 2008.

¹⁵ Маслов А. И. Указ. соч.

¹⁶ Mishkin F. S. Op. cit.

¹⁷ Den Haan W. J., Sumner S. W., Yamashiro G. M. Bank Loan Portfolios and the Canadian Monetary Transmission Mechanism // Revue canadienne d'économie = Canadian Journal of Economics. 2009. Vol. 42, No 3. P. 1150–1175.

¹⁸ Kuttner K. N., Mosser P. C. Op. cit.

¹⁹ См., в частности: Bayangos B. Op. cit.; Poon W.-Ch. Does Credit Channel Matter in the Conduct of Monetary Policy in Singapore? // The IUP Journal of Monetary Economics. 2008. Vol. VI, No 3. P. 40–50; Papadamou S., Oikonomou G. The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from Eight Economies in Transition // International Economic Journal. 2007. Vol. 21, No 4. P. 559–576.

конъюнктурой. Различие в том, что во втором случае изменения спровоцированы самим проходящим в экономике страны импульсом.

В российской экономике преобладает второй тип «триггеров» трансмиссионного механизма. Банк России подстраивает ставку рефинансирования *ex post* под изменившиеся экономические параметры. Наиболее важный из них — ставки на межбанковском рынке синдицированных кредитов, в частности LIBOR-30, LIBOR-60 и LIBOR-90. К их числу можно отнести и инфляцию, на которую существенное влияние оказывает денежная масса. Последняя во многом зависит от состояния торгового баланса, цен на нефть и стоимости денег на зарубежных рынках.

Таким образом, в зависимости от структуры экономики трансмиссионный механизм может иметь как эндогенный (в результате искусственного изменения ключевых финансовых показателей), так и экзогенный (в случае изменения макроэкономической конъюнктуры) характер. Но данная особенность присуща лишь первому звену цепочки, по которой проходит импульс, в итоге поступающий в реальный сектор. Безусловно, мультипликативное давление на него в дальнейшем может привести к обратному воздействию на финансовый сектор, в первую очередь через инфляцию, но эти эффекты уже не относятся к денежно-кредитной трансмиссии (хотя многие исследователи ошибочно приписывают их трансмиссионному механизму²⁰). Однако они играют важную роль при балансировке кратко- и долгосрочных параметров экономики.

В зависимости от использованных переменных возможны различные классификации каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Так, Мишкин, положив в основу трансмиссионных импульсов динамику цен, выделяет три канала: котировки фондового рынка, цены на недвижимость и обменный курс национальной валюты²¹. Каждый из них имеет три-четыре субканала, конкретизирующие проходящие импульсы.

Важнейшим критерием при выделении каналов трансмиссионного механизма мы считаем второй элемент трансмиссионного импульса: при изменении монетарной политики (или в случае экзогенного изменения макроэкономических параметров) возникает давление на базовые рычаги финансового регулирования, которые, в свою очередь, служат источником трансмиссионного импульса. Дальше его воздействие распространяется по различным секторам экономической системы. С учетом этого наиболее логична следующая классификация каналов трансмиссионного механизма: процентный канал, кредитный канал, канал благосостояния и канал обменного курса.

Процентный канал. Данный канал был выявлен первым²². Он базируется на IS-кривой Кейнса, в которой изменение уровня реальных процентных ставок непосредственно воздействует на предельную склон-

²⁰ «Трансмиссия (денежно-кредитная) — это совокупность агрегатов и механизмов, соединяющих двигатель (финансовые рычаги) с ведущими колесами транспортного средства (реальный сектор экономики). В общем случае трансмиссия предназначена для передачи крутящего момента (импульса) от двигателя (монетарные власти) к колесам (реальный сектор), изменения тяговых усилий, скоростей и направления движения» (Ожегов С. И. Словарь русского языка). Как видно из определения, понятие трансмиссионного механизма не предполагает никакой обратной связи.

²¹ *Mishkin F. S. Op. cit.*

²² *Taylor J. Op. cit.*

ность к инвестированию и сбережению. Последние, в свою очередь, влияют на потребление и инвестиции. В экономической литературе не всегда точно интерпретируют данный канал. Дело в том, что изменение процентных ставок, как правило, выступает начальным «триггером» всего трансмиссионного механизма. Здесь же имеется в виду именно реакция инвесторов и потребителей на изменение процентных ставок через названные «психологические» мультипликаторы. Такая логика, безусловно, соответствует (нео)кейнсианской парадигме.

Кредитный канал. Этот канал также имеет различные интерпретации²³. Выделяют два основных подканала: «широкий» и «узкий». Под «широким» каналом кредитования понимают ситуацию, когда (например) изменение процентных ставок провоцирует рост цен на недвижимость, в результате стоимость залогового имущества банков под обеспечение кредитов повышается, что ведет к увеличению пассивов и позволяет наращивать активы. В свою очередь, расширение кредитования определяет рост инвестиций и потребления, а в качестве залога могут выступать и другие активы. В рамках «узкого» канала на объем выдаваемых кредитов непосредственно воздействует искусственное или экзогенное изменение параметров, влияющих на стоимость фондирования банковской системы. В случае регулирования это политика минимальных резервов, процентные ставки по ломбардным кредитам и кредитам РЕПО. К экзогенным импульсам относятся изменения макроэкономической конъюнктуры и ставок на рынке синдицированных кредитов, что существенно повышает риски банковской деятельности. Очевидно, сила воздействия данного канала определяется системой стимулов, как объективных, так и субъективных. Тогда его можно рассматривать в рамках поведенческой экономики, а точнее — бихевиористских финансов.

Канал благосостояния. Данный канал опирается на монетаристскую концепцию «жизненного цикла»²⁴. Предполагается, что потребитель оценивает свое благосостояние на жизненном горизонте. Основным источником фондирования его потребительских расходов выступают сбережения в форме различных финансовых и нефинансовых активов. В таком случае при проведении монетарной политики, направленной, скажем, на повышение котировок фондового рынка страны посредством удешевления ликвидности, активы потребителя увеличиваются, и он способен больше расходовать на потребление. Эти выводы можно распространить и на государственные расходы. В отличие от процентного канала, базирующегося на психологических установках, канал благосостояния формируется в рамках балансовых показателей хозяйствующих субъектов.

Канал обменного курса. Данный канал действует в двух направлениях²⁵. С одной стороны, при повышении процентных ставок в стране депозиты в национальной валюте становятся более привлекательными, что увеличивает спрос со стороны инвесторов. Это создает давление на

²³ Bernanke B., Gertler M. Op. cit.

²⁴ Ando A., Modigliani F. The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests // American Economic Review. 1963. Vol. 53, No 1. P. 55–84.

²⁵ Menon J. Exchange Rate Pass-through // Journal of Economic Surveys. 1995. Vol. 9, No 2. P. 197–231.

иностранные валюты и укрепляет национальную денежную единицу, что ведет к снижению выручки экспортеров и соответственно — чистого экспорта. С другой стороны, укрепление национальной валюты положительно влияет на балансы хозяйствующих субъектов, долги которых номинированы в иностранной валюте. В этом случае компании, государство или потребители становятся более привлекательными объектами для кредитования; в результате увеличиваются потребление, инвестиции и госрасходы. Здесь центральными категориями становятся относительная стоимость актива и реальная процентная ставка, что отвечает кейнсианской парадигме.

Как можно видеть, каждый канал имеет разные методологические основания. Из этого следуют два вывода. Во-первых, ученые анализируют только один канал трансмиссионного механизма, чтобы избежать эклектики методологических конструкций. Во-вторых, для объединения каналов трансмиссионного механизма необходим качественно новый подход. Подобную попытку предпринял один из авторов данной работы, используя уравнения физической теории поля Максвелла для конвергенции известных монетарных импульсов на базе новой экономической категории — напряженности денежного поля²⁶.

При попытке объединить каналы трансмиссионного механизма необходимо учитывать, что это фактически мультипликаторы краткосрочной реакции реального производства на изменение финансовых переменных. В свою очередь, мультипликаторы — субъективные категории, которые проявляются в условиях сформировавшихся институциональных структур. Именно эволюционно сложившиеся в обществе институты определяют силу того или иного канала (мультипликатора) трансмиссионного механизма.

Хотя все каналы действуют одновременно, плечо влияния одного из них практически всегда больше, чем у других. С учетом этого возможны два способа анализа: количественная, статистическая проверка силы действия каналов в выбранной экономике (как в современной экономической науке), а также качественный, институционально-эволюционный подход к определению сложившихся институтов трансмиссионного механизма и выявлению доминирующих каналов. Мы полагаем, что возникающая при использовании обоих подходов синергия поможет выявить сущность трансмиссионного механизма отдельной экономической системы и проводить более эффективную монетарную политику. Но при объединении каналов трансмиссионного механизма нельзя исключить, что некоторые важные качественные характеристики общества будут проигнорированы, хотя это и позволит математически полнее представить систему трансмиссионных импульсов.

Еще один важный вопрос: обратное воздействие полученных реальным сектором трансмиссионных импульсов на финансовую систему экономики. Как отмечалось выше, сигналы, приходящие в реальный сектор, так или иначе приводят к изменению уровня цен, то есть к инфляции. Собственно, на этом предположении отчасти базируется политика таргетирования инфляции. Из-за наличия обратной связи

²⁶ *Иванченко И. С.* Теория денежного поля // *Финансы и кредит.* 2008. № 15. С. 7—17.

в финансовом и реальном секторах происходят постоянные изменения. Из этого следует, что в данном случае ни о каком равновесном состоянии системы говорить не приходится. Однако наши статистические исследования²⁷ выявили, что в долгосрочном периоде в российской экономике выполняется уравнение количественной теории Фишера, которое характеризует равновесие денежной и товарной систем²⁸.

Следовательно, механизм денежно-кредитной трансмиссии функционирует в соответствии с предположением сторонников монетаризма о нейтральности денег в долгосрочном периоде и их исключительном влиянии на инфляцию. В краткосрочном периоде при изменении финансовых переменных через институционально сложившиеся мультипликаторы импульсы приходят в реальный сектор экономики, далее оказывая давление на уровень цен, что, в свою очередь, вынуждает задействовать существующие финансовые рычаги, повторно используя механизм денежно-кредитной трансмиссии. В долгосрочном периоде повторяющиеся импульсы сглаживаются, и на первый план выходит инфляция как эхо краткосрочной монетарной политики. Рассмотренный механизм имеет эволюционную природу, поэтому на первый взгляд незначительные события (например, переход к политике фиксированного курса) могут создавать эффекты блокировки²⁹, порождая неадекватную реакцию экономики на финансовые импульсы. Существует опасность преувеличить роль экзогенных переменных, инициирующих трансмиссионные возмущения (как в случае привязки российского трансмиссионного механизма к ценам на нефть и процентным ставкам на рынке синдицированных кредитов).

* * *

Мы показали, что отдельные каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики необходимо анализировать с позиций нередко противоположных экономических теорий, а его целостное видение возможно в рамках как неоклассической эконометрики, так и институционально-(нео)эволюционного подхода. В первом случае целесообразно объединить каналы трансмиссионного механизма и создать общую модель его функционирования; во втором — выделить исторически сложившиеся институциональные структуры, многократно увеличивающие мультипликативный эффект отдельных каналов национальной экономики. Но в обоих случаях необходимо придерживаться теоретических парадигм, в рамках которых проводится исследование, иначе велика вероятность методологической эклектики, которая будет препятствовать реализации теории на практике и снижать эффективность проводимой монетарной политики.

²⁷ Маслов А. И. Указ. соч.; Иванченко И. С. Применение формулы Фишера в анализе динамики российской денежной массы // Вопросы статистики. 2005. № 2. С. 66–70.

²⁸ Fisher I. The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises. N. Y.: Cosimo Classics, 2006.

²⁹ David P. A. Clio and the Economics of QWERTY // The American Economic Review. 1985. Vol. 75, No 2. P. 332–337.

*В. МАГУН,
завсектором исследований личности
Института социологии РАН,
ведущий научный сотрудник ГУ–ВШЭ,*

*М. РУДНЕВ,
научный сотрудник Института социологии РАН
и ГУ–ВШЭ*

БАЗОВЫЕ ЦЕННОСТИ РОССИЯН И ДРУГИХ ЕВРОПЕЙЦЕВ *(по материалам опросов 2008 года)**

В общественных дискуссиях о будущем России всегда активно обсуждается вопрос о ее европейской («западной») или неевропейской идентичности и соответственно об общем с другими европейскими странами или, наоборот, особом пути развития. Благодаря этому исследование сходств и различий базовых ценностей россиян и жителей других европейских стран оказывается тесно связано с более широкой полемикой о путях развития России.

Мы предполагаем, что результаты исследования, излагаемые ниже, подтвердят общий тезис, выдвинутый американскими учеными А. Шлейфером и Д. Трейзманом в известной статье «Россия — нормальная страна»¹. Суть данного тезиса в том, что, несмотря на все своеобразие нашей страны, в целом процессы в сегодняшней России подчиняются общим закономерностям, характерным для стран сходного с ней уровня экономического и политического развития. Авторы имеют в виду и упоминают в своей статье страны, расположенные на разных континентах. Применительно к Европе, исходя из этого тезиса, можно ожидать, что Россия окажется сравнительно близка по своим ценностям к другим постсоциалистическим странам, с которыми ее объединяет сходный исторический опыт новейшего времени и к которым она близка по уровню экономического развития. Можно также ожидать, что и среди старых капиталистических стран Европы Россия окажется ближе к странам, ко-

* Статья подготовлена при финансовой поддержке Центра фундаментальных исследований ГУ–ВШЭ. Авторы признательны В. Е. Гимпельсону, М. С. Жамкочьян, А. Л. Лукьяновой, Г. А. Монусовой, А. Ю. Зудину, А. В. Полетаеву и Ш. Шварцу за ценные замечания и предложения.

¹ Шлейфер А., Трейзман Д. Россия — нормальная страна // Россия в глобальной политике. 2004. № 2 (оригинал: Shleifer A., Treisman D. A Normal Country // Foreign Affairs. 2004. March/April).

торые меньше отличаются от нее по уровню экономического развития — в частности к странам Южной, нежели Западной и Северной Европы.

Российские базовые ценности были объектом сравнительного межстранового анализа в целом ряде работ², но в большинстве из них Россия не была специальным, отдельным от других стран предметом анализа. Кроме того, почти все выводы в проведенных ранее исследованиях основаны на базе агрегированных данных, когда целая страна отображалась в виде точки, соответствующей средним оценкам ее населения по одному или нескольким ценностным параметрам.

Цель данной статьи — проанализировать сходства и отличия в ценностях между россиянами и другими европейцами. При этом мы планируем: сравнить Россию с другими странами по средним ценностным показателям; более детально исследовать, из каких именно внутристрановых подгрупп с точки зрения разделяемых ими ценностей состоит российское население (предполагаем, что при таком анализе более детально, чем при сравнении средних, будут видны сходства и отличия между жителями разных стран); с помощью множественного регрессионного анализа выявить роль различных детерминант, влияющих на ценности, и определить соотношение влияния страновой принадлежности и социально-демографических характеристик индивидов.

Богатые возможности для обоснованных сравнений субъективной культуры России и других европейских стран появились благодаря вступлению нашей страны в 2006 г. в число участников «European Social Survey» (ESS) — «Европейского социального исследования»³. Это впервые позволило нарисовать ценностный портрет населения России в сопоставлении с большей частью населения Европы. Причем важно, что в ESS участвуют как «старые» капиталистические страны, так и бывшие социалистические страны Центральной и Восточной Европы, в том числе, кроме России, три страны, входившие в состав СССР. В нашей работе анализируются данные по 32 странам.

Мы используем широко принятое в сравнительных исследованиях⁴ деление европейских стран на четыре группы: постсоциалистические страны Центральной и Восточной Европы (в нашем массиве их 12), средиземноморские (Греция, Израиль, Испания, Кипр, Турция⁵,

² *Inglehart R.* Modernization and Postmodernization: Cultural, Economic and Political Change in 43 Societies. Princeton: Princeton University Press, 1997; *Inglehart R.* Measuring Culture and Cultural Change: an Introduction / Paper presented to The Samuel Huntington Symposium: Culture, Cultural Change and Economic Development. Moscow, 25 May, 2010; *Inglehart R., Baker W. E.* Modernization, Cultural Change, and the Persistence of Traditional Values // *American Sociological Review*. 2000. Vol. 65, No 1. P. 19—51; *Schwartz S. H.* Cultural Value Orientations: Nature and Implications of National Differences. Moscow: State University — Higher School of Economics Press, 2008; *Schwartz S. H., Bardi A.* Influences of Adaptation to Communist Rule on Value Priorities in Eastern Europe // *Political Psychology*. 1997. Vol. 18, No 2. P. 385—410.

³ www.europeansocialsurvey.org; www.ess-ru.ru. См.: *Measuring Attitudes Cross-Nationally: Lessons from the European Social Survey* / R. Jowell et al. (eds.). L.: Sage, 2007. В России Европейское социальное исследование осуществляет Институт сравнительных социальных исследований (ЦЕССИ), национальный координатор ESS в России — А. В. Андрееenkova (www.cessi.ru).

⁴ См., например: *Norris P., Davis J.* A Continental Divide? Social Capital in the US and Europe // *Measuring Attitudes Cross-Nationally: Lessons from the European Social Survey*. P. 239—264.

⁵ Географически Израиль и Турция не относятся к Европе, но их часто включают в европейские сопоставления.

Португалия), Скандинавские (Дания, Исландия, Норвегия, Швеция, Финляндия) и западноевропейские страны (Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Ирландия, Люксембург, Нидерланды, Франция, Швейцария).

Настоящая статья написана на основе данных четвертого раунда ESS (опросы проводились в 2008 — начале 2009 г.), к которым добавлены данные по нескольким странам из предыдущих раундов ESS (по Австрии и Ирландии — из 3-го раунда, по Исландии и Люксембургу — из 2-го). Приведенные в статье расчеты частично повторяют выполненные в наших прежних публикациях, основанных на материалах третьего раунда ESS (осуществленного в 2006 — начале 2007 г.)⁶. Цель подобного повтора — проверить полученные ранее выводы и подтвердить их надежность. В то же время в нынешнем анализе мы активно используем группировку европейских стран по четырем категориям, чего не делали ранее. Этот прием позволяет более четко охарактеризовать сравнительное положение России на ценностной карте Европы.

В данной статье ценности определяются как убеждения человека в значимости (или важности) *лично для него* некоторого объекта или явления; базовые ценности — конечные, целевые ценности человека, на основе которых формируется все множество инструментальных (оперативных, текущих) ценностей, направляющих его жизнедеятельность.

В рамках ESS для измерения ценностей применялась модификация Портретного ценностного вопросника (Portrait Values Questionnaire) Ш. Шварца⁷. Как и другие его методики, вопросник построен на основе разработанной Шварцем классификации ценностей, в которой выделено 10 ценностных индексов⁸. В ESS некоторые из ценностей не удается при измерении дифференцировать друг от друга, и потому

⁶ *Магун В., Руднев М.* Жизненные ценности российского населения: сходства и отличия в сравнении с другими европейскими странами // Вестник общественного мнения. Данные. Анализ. Дискуссии. 2008. № 1; *Магун В., Руднев М.* Сходства и отличия базовых ценностей россиян и других европейцев // Россия в Европе. По материалам международного сравнительного социологического проекта «Европейское социальное исследование» / Отв. ред. А. В. Андреев, Л. А. Беляева М.: Академия, 2009.

⁷ *Schwartz S. H., Lehmann A., Roccas S.* Multimethod Probes of Basic Human Values // Social Psychology and Culture Context: Essays in Honor of Harry C. Triandis. Newbury Park, CA: Sage, 1999; *Schwartz S. H. et al.* Extending the Cross-Cultural Validity of the Theory of Basic Human Values with a Different Method of Measurement // Journal of Cross Cultural Psychology. 2001. Vol. 32, No 5. P. 519–542; *Schwartz S. H.* A Proposal for Measuring Value Orientations across Nations // Questionnaire Development Package of the European Social Survey. 2003. www.europeansocialsurvey.org/index.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=126&Itemid=80. Респондентам предлагалось 21 описание людей, имеющих те или иные ценности, и каждый из этих портретов респондент должен был оценить по шестибальной шкале: «очень похож на меня» (6 баллов), «похож на меня» (5 баллов), «довольно похож на меня» (4 балла), «немного похож на меня» (3 балла), «не похож на меня» (2 балла), «совсем не похож на меня» (1 балл). В статье большая значимость ценности обозначается более высоким баллом (в анкете ESS и в исходном массиве данных ESS нумерация пунктов этой шкалы иная). Например, ценностный индекс «Безопасность» построен на основе оценок респондентом двух ценностных портретов: «Для него важно жить в безопасном окружении. Он избегает всего, что может угрожать его безопасности» и «Для него важно, чтобы государство обеспечивало его безопасность во всех отношениях. Он хочет, чтобы государство было сильным и могло защитить своих граждан». Полный список предложенных респондентам ценностных портретов см. в: *Магун В., Руднев М.* Сходства и отличия базовых ценностей россиян и других европейцев.

⁸ *Schwartz S. H.* Universals in Content and Structure of Values: Theoretical Advances and Empirical Tests in 20 Countries // Advances in Experimental Social Psychology. Vol. 25. San Diego, CA: Academic Press, 1992. P. 1–66; *Schwartz S. H., Bilsky W.* Toward a Theory of the Universal Content and Structure of Values: Extensions and Cross-Cultural Replications // Journal of Personality and Social Psychology. 1990. Vol. 58, No 5. P. 878–891.

более надежно формировать на основании этой анкеты не 10, а только 7 ценностных индексов⁹.

Значимость ценностей «первого (исходного) уровня» устанавливалась непосредственно на основе ответов респондента на вопросы анкеты; всего этих показателей 21 — по числу содержащихся в анкете вопросов — и каждый из них оценивался по шкале от 1 до 6 (чем выше балл, тем выше значимость). Эти показатели использованы сами по себе, а также для вычисления семи ценностных индексов (ценностей «второго уровня» интеграции); эти производные индексы представляют собой среднюю соответствующих ценностных показателей первого уровня¹⁰.

Предшествующие исследования Шварца показали, что семь ценностей второго уровня агрегирования можно объединить в четыре более крупные *категории* ценностей (ценности «третьего уровня»). Пары этих ценностей связаны взаимно обратными соотношениями: с ростом значимости одной категории ценностей значимость другой снижается.

К категории «Сохранение» относятся ценности «Безопасность», «Конформность—Традиция», к противоположной по смыслу категории «Открытость изменениям» — ценности «Риск—Новизна», «Самостоятельность» и «Гедонизм». Эти две категории образуют первую ценностную ось (относящуюся вместе со второй осью к ценностям «четвертого уровня») «Открытость изменениям—Сохранение». Вторая ось «Забота о людях и природе—Самоутверждение» отражает оппозицию ценностных категорий самоутверждения (значимость власти, богатства, личного успеха) и заботы о людях и природе (значимость социального равенства, заботы о ближних и «дальних», а также бережного отношения к окружающей среде).

Семь ценностных индексов второго уровня мы строим по алгоритмам, предложенным Шварцем, а для определения структуры ценностных *осей* (показателей четвертого уровня) используем факторный анализ (эта процедура отличается от рекомендованной Шварцем)¹¹. Факторный анализ 21 ценностного показателя первого уровня дает уже упомянутые ценностные *факторные оси* «Открытость изменениям—Сохранение» и «Забота о людях и природе—Самоутверждение»¹².

⁹ Davidov E., Schmidt P., Schwartz S. Bringing Values Back In: the Adequacy of the European Social Survey to Measure Values in 20 countries // Public Opinion Quarterly. 2008. Vol. 72, No 3. P. 420—445.

¹⁰ В большинстве случаев, когда в статье используются ценности первого и второго уровней, они предварительно подвергаются преобразованию, называемому «центрированием», исключения специально оговариваются. Алгоритм центрирования предложил Шварц. См.: Schwartz S. H. Instructions for Computing Scores for the 10 Human Values and Using them in Analyses // Documentation for ESS-1. 2003. ess.nsd.uib.no/ess/doc/ess1_human_values_scale.pdf; Schwartz S. H., Verkasalo M., Antonovsky A., Sagiv L. Value Priorities and Social Desirability: Much Substance, Some Style // British Journal of Social Psychology. 1997. Vol. 36, No 1. P. 3—18.

¹¹ См. также: Verkasalo M., Lönnqvist J.-E., Lipsanen J., Helkama K. European Norms and Equations for a Two Dimensional Presentation of Values as Measured with Schwartz's 21-item Portrait Values Questionnaire // European Journal of Social Psychology. 2009. Vol. 39, No 5. P. 780—792.

¹² В отличие от осей, выделенных Шварцем, эти факторные оси не зависят друг от друга (то есть не имеют значимой корреляции), и, как оказалось, каждая из них имеет более сложную структуру, чем ценностные оси, предложенные Шварцем. Кроме того, с их помощью удастся получить результаты, которые не удастся получить при использовании осей, построенных по алгоритму Шварца (Магун В., Руднев М. Сходства и отличия базовых ценностей россиян и других европейцев).

Чтобы иметь возможность сравнивать россиян с жителями других стран по этим интегральным параметрам, мы приписываем каждому респонденту индивидуальные оценки по соответствующим факторам.

Сравнение среднего россиянина со «средними» представителями других стран

Начнем со сравнения России с европейскими странами по средним значениям семи перечисленных выше *ценностных индексов второго уровня*. На рисунках 1—3 приведены средние значения ценностных индексов в каждой из 32 стран, включенных в ESS. Страны ранжированы в порядке убывания важности соответствующей ценности; объем выборок колеблется от 533 (Исландия) до 2740 (Германия)¹³. На рисунках видно, что *большинство различий России по ценностным индексам с другими европейскими странами статистически значимо*, следовательно, эти ценностные показатели среднего россиянина *чаще отличаются от ценностей «средних» представителей других стран, чем совпадают с ними*.

По шести из семи ценностных индексов Россия занимает крайние или близкие к крайним позиции среди 32 европейских стран. Следует, правда, иметь в виду, что Россия, как правило, делит свою позицию с другими странами, и чаще всего это страны из числа постсоциалистических и средиземноморских.

По ценностям, относящимся к категории «Сохранение», Россия превосходит большинство стран выраженностью ценности «Безопасность», но занимает средневысокое положение по выраженности ценностей «Традиция—Конформность» (см. рис. 1). По выраженности ценностей «Самостоятельность», «Гедонизм» и «Риск—Новизна», входящих в категорию «Открытость изменениям», Россия, наоборот, уступает большинству европейских стран (см. рис. 2)¹⁴.

По средней выраженности ценностей категорий «Забота о людях и природе» и «Самоутверждение» (см. рис. 3) Россия занимает крайние или близкие к крайним позиции. Ценность «Самоутверждение» выражена у россиян сильнее, чем у жителей большинства других рассматриваемых стран, а ценность «Забота» — наоборот, слабее¹⁵. Вывод о высоком значении индекса самоутверждения, в состав которого входит, в частности, ценность богатства, согласуется

¹³ Статистическая значимость различий между Россией и этими странами (указана на рисунках) определена с помощью критерия Тамхена ($p < 0,05$) и процедуры однофакторного дисперсионного анализа — ANOVA.

¹⁴ Вывод о слабой выраженности «самостоятельности» согласуется с полученными ранее данными об устойчиво низкой (по сравнению с развитыми капиталистическими странами) выраженности «инициативности» в трудовых ценностях россиян (Магун В. С. Динамика трудовых ценностей российских работников: 1991—2004 гг. // Российский журнал менеджмента. 2006. № 4).

¹⁵ Для проверки результатов сравнения России с другими странами по 7 ценностным индексам мы обратились к ответам респондентов на отдельные вопросы анкеты (к ценностям первого уровня), из которых были составлены соответствующие ценностные индексы. Сравнение этих ответов почти во всех случаях дало те же результаты, что и сравнение индексов, и это подтверждает правомерность использования указанных индексов.

**Средние значения ценностных индексов «Безопасность»
и «Конформность—Традиция» в 32 европейских странах**

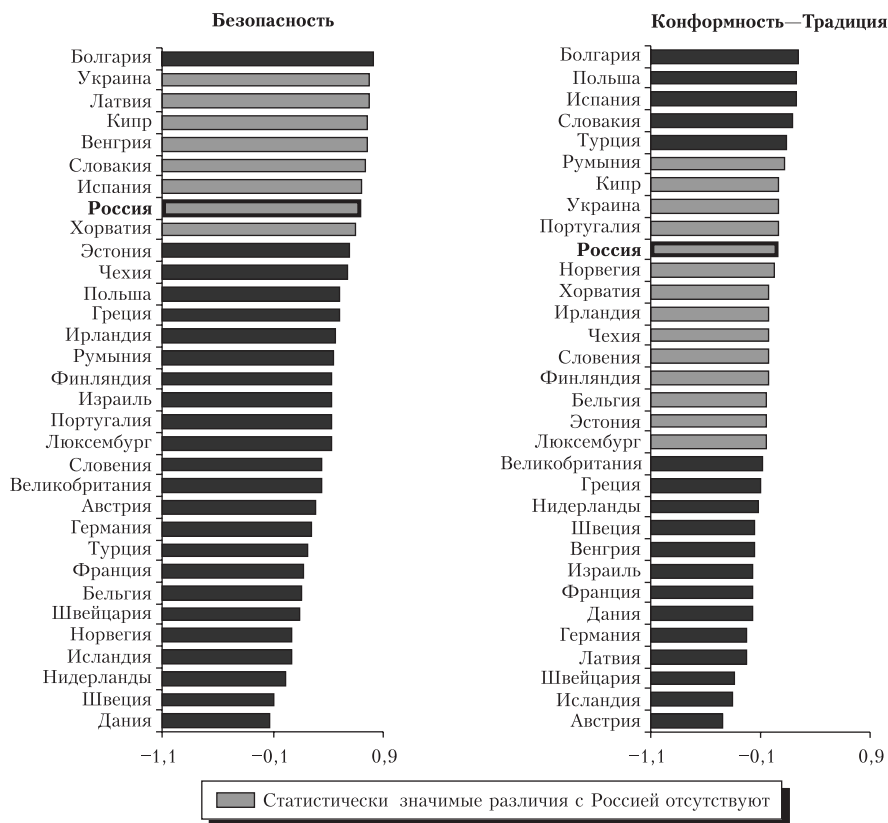


Рис. 1

с тем фактом, что на всем протяжении 1990-х годов по показателю «материализм» и близким к нему ценностным индикаторам, разработанным Р. Инглхарт, Россия устойчиво находилась в числе мировых лидеров¹⁶. Этот вывод согласуется и с выводом о дальнейшем усилении «материалистической» трудовой мотивации россиян в 2000-е годы¹⁷.

Перейдем теперь к сравнениям по более укрупненным показателям, построенным на основе факторного анализа. Факторные ценностные оси относятся к наиболее высокому (четвертому) уровню интеграции ценностных характеристик, и их использование позволит дать более целостную характеристику среднего россиянина.

На рисунке 4 показано положение России и 31 европейской страны в пространстве двух ценностных факторов. При движении по горизонтальной оси меняются средние показатели стран по фактору «Открытость изменениям—Сохранение»: чем правее на графике рас-

¹⁶ Андреевкова А. В. Материалистические/постматериалистические ценности в России // Социологические исследования. 1994. № 11; Inglehart R. Modernization and Postmodernization: Cultural, Economic and Political Change in 43 Societies; Inglehart R., Baker W. E. Modernization, Cultural Change, and the Persistence of Traditional Values.

¹⁷ Мазун В. С. Динамика трудовых ценностей российских работников: 1991–2004 гг...

**Средние значения ценностных индексов «Самостоятельность»,
«Риск—Новизна» и «Гедонизм» в 32 европейских странах**

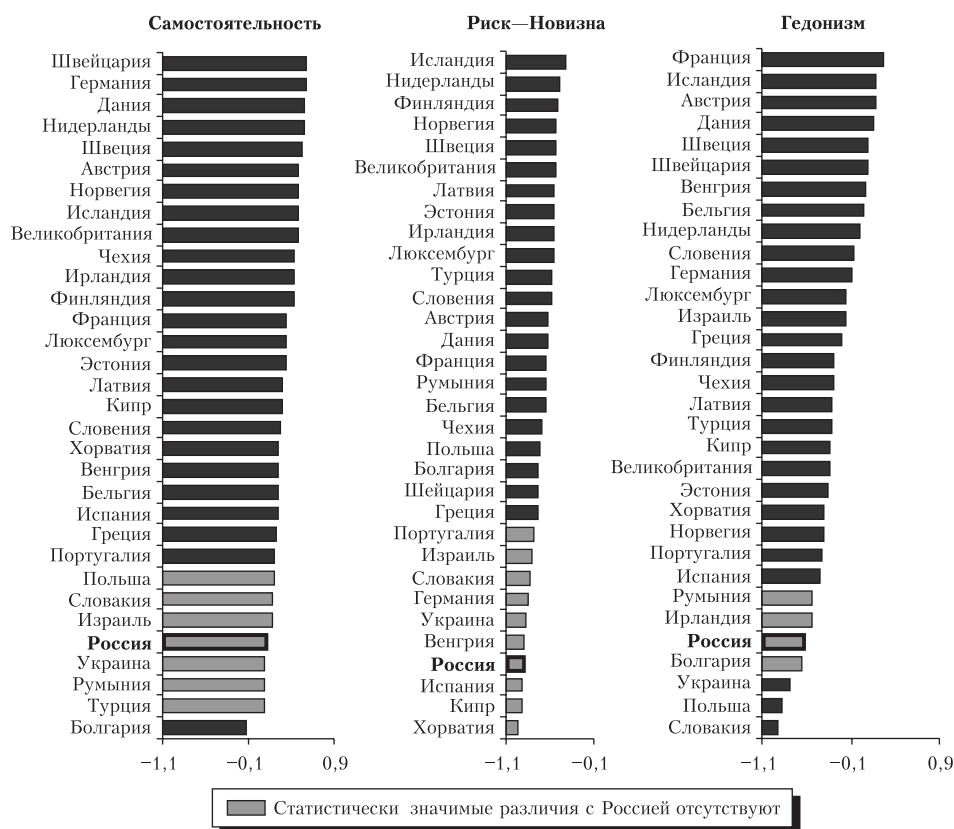


Рис. 2

положена точка, тем более значимы для населения соответствующей страны ценности сохранения и менее значимы ценности открытости изменениям. При движении по вертикальной оси меняются показатели по фактору «Забота о людях и природе—Самоутверждение»: чем выше на графике расположена точка, тем более значимы для населения соответствующей страны ценности самоутверждения и менее значимы ценности заботы о людях и природе. В целом, межстрановой разброс европейских стран по оси «Открытость—Сохранение» меньше, чем по оси «Забота—Самоутверждение». Россия, как видим, занимает по вертикали почти крайнее верхнее положение, а по горизонтали — срединное. Иными словами, население России (если сравнивать его с населением других стран на основе средних величин) характеризуется срединным положением по ценностной оси «Открытость изменениям—Сохранение» и одной из самых высоких ориентаций на ценности самоутверждения (в ущерб ценностям заботы о людях и природе).

При этом по выраженности параметра «Открытость изменениям—Сохранение» средний россиянин похож на представителей большого числа других стран: российская средняя по этой ценностной оси не дает статистически значимых отличий от средних оценок 13 других европей-

**Средние значения ценностных индексов «Забота о людях и природе»
и «Самоутверждение» в 32 европейских странах**

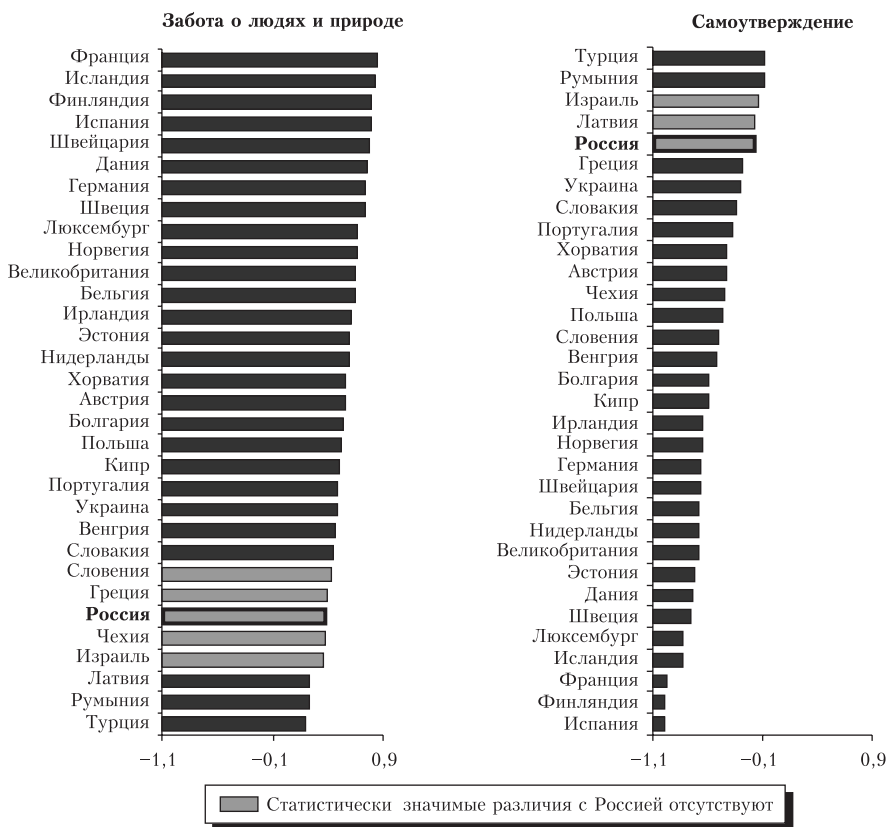


Рис. 3

ских стран! Что же касается ценностей «Заботы—Самоутверждения», то в этом отношении средний россиянин гораздо более своеобразен: только с жителями Украины, Словакии и Турции у России нет статистически значимых различий.

На первый взгляд кажется неожиданным, что по фактору «Открытость—Сохранение» Россия занимает срединное положение: исходя из крайне высоких оценок России по «Безопасности» и крайне низких — по «Самостоятельности», «Риску—Новизне» и «Гедонизму» (по основным компонентам «Открытости—Сохранения») можно было ожидать, что ее оценки по данному показателю будут резко сдвинуты в сторону сохранения. Понять это кажущееся противоречие помогает описанная выше полная структура фактора, о котором идет речь: в этом факторе «открытость, сопряженная с самоутверждением» противостоит «сохранению, сопряженному с заботой». Именно благодаря примыкающим к «Открытости—Сохранению» дополнительным ценностям значение России по этой ценностной оси сдвинулось в направлении срединных значений.

Таким образом, ценностная характеристика населения России, полученная на основе сравнения ее с другими странами по факторным осям, согласуется с данной выше и основанной на сравнении семи цен-

**Средние значения ценностных индексов «Открытость изменениям—
Сохранение» и «Забота о людях и природе—Самоутверждение»
в 32 европейских странах**

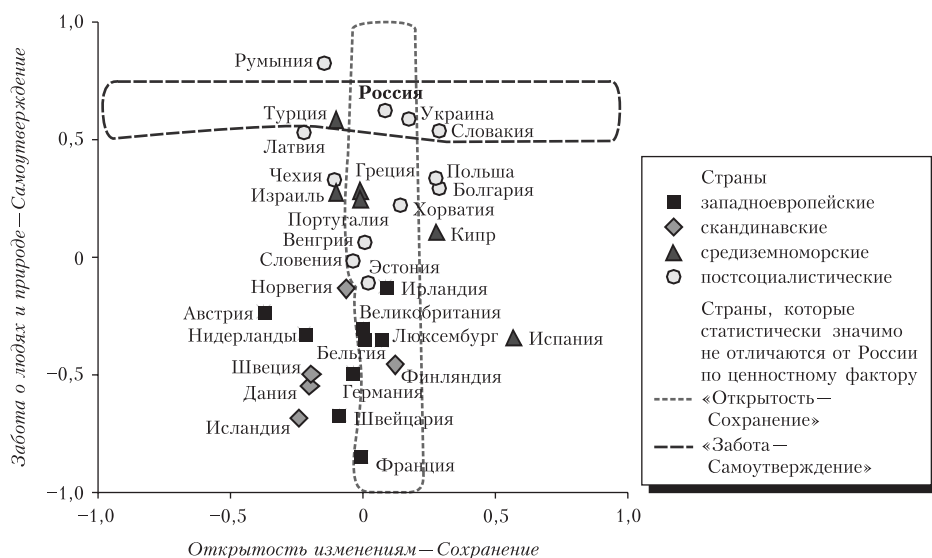


Рис. 4

ностных индексов второго уровня, но позволяет выразить ее в более интегральном виде. Полезным оказалось выделение интегральных характеристик именно с помощью факторного анализа: благодаря их большей сложности выявилось срединное положение россиян по одному из двух ценностных факторов и их сходство с населением значительного числа европейских стран.

Итак, по итогам всех описанных в этом разделе ценностных сопоставлений можно представить сегодняшнего *среднего россиянина* как человека, который при сравнении с жителями большинства других включенных в исследование европейских стран *крайне высоко ценит безопасность и защиту со стороны сильного государства*; он *слабее привержен ценностям новизны, творчества, свободы и самостоятельности и меньше ценит риск, веселье и удовольствия*. Сходная выраженность перечисленных ценностей характерна и для представителей ряда других европейских стран, чаще — постсоциалистических и средиземноморских.

Средний россиянин сегодня *сильнее*, чем жители большинства европейских стран, *привержен ценностям богатства и власти*, а также *личного успеха и социального признания*. Сильная ориентация на личное самоутверждение оставляет в его сознании меньше места для заботы о равенстве и справедливости в стране и мире, о толерантности, о природе и окружающей среде и даже для беспокойства и заботы о тех, кто его непосредственно окружает. В рассматриваемом массиве оказалось немного стран, близких к России по степени выраженности этих ценностей.

Обратим внимание, что сильная приверженность ценностям личного успеха и богатства не сочетается в сознании россиян со столь же

выраженной смелостью, готовностью действовать по-новому, идти на риск и принимать самостоятельные решения. Даже ради успеха и богатства люди не готовы к действиям, выходящим за пределы исполнительской рутины и требующим от них повышенных энергетических и эмоциональных затрат¹⁸.

Тезис о том, что Россия подчиняется общим с другими странами закономерностям, не означает, что имеющиеся трудности и проблемы (в значительной мере общие для нас и близких к нам по уровню развития стран) не должны вызывать критического отношения и стремления их решить. В данном случае результаты нашего исследования показывают, что серьезная озабоченность *низким уровнем альтруистических, солидаристских ценностей* в российском обществе и, наоборот, *гипертрофированностью индивидуалистических ориентаций*, которую выражают публицисты, ученые и общественные деятели, вполне обоснованна¹⁹.

Отказ от коммунистической идеологии и формирование институтов рыночной экономики привели в нашей стране к смене моральных приоритетов: следование личному интересу и участие в конкуренции перешли из разряда осуждаемых в категорию одобряемых ценностей, а забота о благе окружающих, наоборот, потеряла былой нравственный ореол²⁰. Но, как видно из приведенных выше данных, в большинстве капиталистических стран Европы рыночная организация экономики и некоммунистический характер идеологии вполне уживаются с более сильной (а часто — с гораздо более сильной), чем в России, приверженностью населения альтруистическим ценностям. Значит, и у нас установившийся ныне баланс между ценностями конкурентного индивидуализма и солидарности вполне может быть смещен в сторону солидарности — при условии, что общество приложит для этого адекватные усилия.

В сравнениях, описанных выше, каждая страна была представлена одним значением той или иной ценности, и мы намеренно игнорировали *внутри*страновые различия между индивидами, создавая в то же время благоприятные условия для обнаружения *меж*страновых различий. Даже при таком методе сравнения удалось выявить *сходство* между странами, это сходство станет еще заметнее при переходе от агрегированного (странового) анализа данных к анализу на уровне отдельных индивидов и их групп.

¹⁸ Этот вывод совпадает с результатами исследования трудовых ценностей россиян. См.: Магун В. С. Динамика трудовых ценностей российских работников: 1991–2004 гг. В целом, приведенная характеристика среднего россиянина близка к той, которую по итогам второго раунда опросов дали обобщенному представителю Украины (Магун В., Руднев М. Жизненные ценности населения Украины: сравнение с 23 другими европейскими странами // Вестник общественного мнения. Данные. Анализ. Дискуссии. 2007. № 3–4).

¹⁹ Важно подчеркнуть, что речь идет о крайне сильной выраженности не всех индивидуалистических ценностей, а только ценностей самоутверждения, которые прямо связаны с конкуренцией между людьми («игрой с нулевой суммой») и потому наиболее явно противостоят ценностям заботы о людях и природе. Другие индивидуалистические ценности — гедонизм и самостоятельность — наоборот, как показано выше, выражены у россиян пока слабее, чем у большинства других европейцев.

²⁰ Магун В. С. Ценностный реванш в современном российском обществе // Куда идет Россия? Альтернативы общественного развития. М.: Интерпракс, 1994.

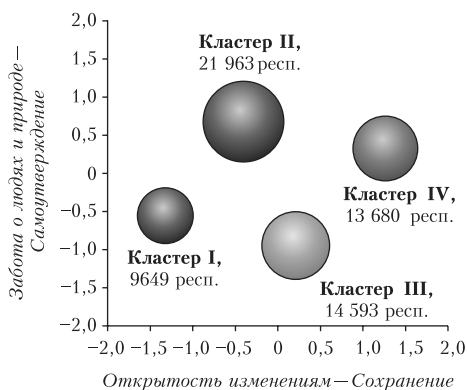
«Деконструкция стран», или Сравнение стран с учетом их внутренней ценностной неоднородности

В каждой стране живут разные люди, приверженные различным ценностям. Это позволяет при анализе ценностей представлять страны не только в виде их средних величин, но и более полно учитывать другие особенности внутрискановых распределений. Чтобы решить эту задачу, мы сначала построили сквозную типологию всех участвующих в исследовании респондентов, основанную только на их ценностях (и не учитывающую, в каких странах они живут).

При построении типологии за единицу анализа был взят отдельный респондент, и статистический алгоритм (метод k -средних) распределял людей по кластерам (типам) только на основании их ответов на 21 исходный ценностный вопрос (то есть на основании показателей первого уровня, которые были предварительно центрированы), без учета страны проживания. Пользуясь *gap*-статистикой для определения числа кластеров²¹, мы остановились на типологии, состоящей из четырех кластеров²².

На рисунке 5 показано расположение четырех кластеров в пространстве ценностных факторов (осей) «Открытость изменениям—Сохранение» и «Забота о людях и природе—Самоутверждение». Как видно из рисунка, респонденты, составляющие *кластер I*, характеризуются самыми низкими значениями по горизонтальной оси и почти самыми низкими — по вертикальной, то есть у них в большей степени, чем у представителей трех других типов, выражены ценности «Открытости изменениям» (в ущерб ценностям «Сохранения») и весьма сильно (средне-высоко) выражены ценности «Заботы» (в ущерб ценностям «Самоутверждения»). Респонденты, вошедшие в *кластер II*, характеризуются срединным положением по оси «Открытость—Сохранение» и самым высоким положением по оси «Забота о людях и природе—Самоутверждение» (что указывает на очень сильную приверженность ценностям «Самоутверждения»).

Ценностные типы (кластеры) жителей 32 европейских стран в пространстве двух ценностных факторов



Примечание. Положение кластера определяется средними оценками входящих в него респондентов по двум ценностным факторам; размер кружков пропорционален количеству респондентов в кластере; в кластерный анализ не включены респонденты с большим числом неотвеченных (кто не ответил более чем на половину вопросов).

Рис. 5

²¹ Tibshirani R., Walther G., Hastie T. Estimating the Number of Clusters in a Dataset via the Gap Statistic // Journal of the Royal Statistical Society. 2001. Vol. 63. P. 411–423.

²² Всего в анализе участвовало 59 885 респондентов; в кластере I оказалось 9649 (16%), в кластере II — 21 963 (37%), в кластере III — 14 593 (24%) и в кластере IV — 13 680 (23%) респондентов. Как показывают результаты применения метода k -средних, существует два варианта разделения респондентов, образующих наш массив, на четыре типа (кластера). Эти варианты не слишком сильно отличаются друг от друга, но мы выбрали классификацию, при которой членство в том или ином кластере более тесно связано с другими существенными характеристиками респондентов.

Кластер III на рисунке располагается почти напротив второго кластера, а входящие в него респонденты характеризуются срединным положением по оси «Открытость—Сохранение» (чуть более сдвинутым в сторону «Сохранения», чем контингент второго кластера) и крайне выраженной ориентацией на ценности «Заботы» (в ущерб ценностям «Самоутверждения»). *Кластер IV* на рисунке располагается по диагонали от кластера I и характеризуется крайне высокой значимостью ценностей «Сохранения» (в ущерб «Открытости изменениям»), а также средне-высокой значимостью ценностей «Самоутверждения» (в ущерб ценностям «Заботы»). Таким образом, получилось, что четыре кластера располагаются в вершинах ромба: у каждого кластера один из двух ценностных факторов выражен в крайней (наибольшей или наименьшей по сравнению с другими кластерами) степени, а другой фактор выражен у двух кластеров в средней степени («Открытость изменениям—Сохранение»), а у двух других — в средне-низкой или средне-высокой степени («Забота о людях и природе—Самоутверждение»). Диагонали ромба приблизительно соответствуют направлению двух ценностных осей, причем более длинная диагональ вытянута вдоль оси «Открытость—Сохранение».

В распределении жителей различных стран по кластерам прослеживаются определенные закономерности. На рисунке 6, где приведены доли населения каждой страны, оказавшиеся в том или ином кластере, видно, что в каждой из 32 стран есть представители всех четырех ценностных типов, межстрановые ценностные различия обусловлены тем, что в разных странах население распределено между этими типами неодинаково.

В каждом кластере есть страны-лидеры и страны-аутсайдеры, то есть такие, которые «вносят» в состав данного кластера соответственно наибольшую или наименьшую (в сравнении с другими странами) долю своего населения.

В *кластере I*, члены которого в среднем характеризуются крайне высокими ценностями «Открытости» и средневысокими ценностями «Заботы о людях и природе», лидируют Австрия, Исландия, Швейцария и Дания: они «вносят» в состав кластера не менее $\frac{1}{4}$ своего населения. Наименьший вклад вносят постсоциалистические (Румыния, Словакия и Польша) и средиземноморские (Турция, Португалия и Испания) страны: вклад каждой из них не превышает 10% ее населения. В целом, в данном кластере оказалось 16% всей выборки, он по численности наименьший из четырех²³.

В *кластере II*, участники которого занимают срединное положение по оси «Открытость—Сохранение» и у которых крайне высока ценность «Самоутверждение», лидируют средиземноморские — Турция, Израиль, Греция, Португалия, а также постсоциалистические страны — Румыния, Словакия и Россия: каждая из них «вносит» в состав кластера от примерно $\frac{1}{2}$ до $\frac{3}{4}$ своего населения! Наименьший вклад (не более $\frac{1}{5}$ своей численности) вносят скандинавские и западноевропейские страны — Исландия, Финляндия, Франция и Швейцария. Данный кластер самый большой: в нем оказалось 37% всей выборки.

Респонденты, принадлежащие к *кластеру III*, как было сказано, характеризуются срединным положением по оси «Открытость—Сохранение» и крайне высокой ценностью «Забота». Лидируют в нем Франция, Швеция, Швейцария и Исландия (вносят от 41 до 55%

²³ Во всех кластерах доли стран-лидеров статистически значимо отличаются от долей стран-аутсайдеров (при $p < 0,05$ или более строгом уровне значимости).

**Распределение населения 32 европейских стран
по ценностным кластерам (% по строке)**

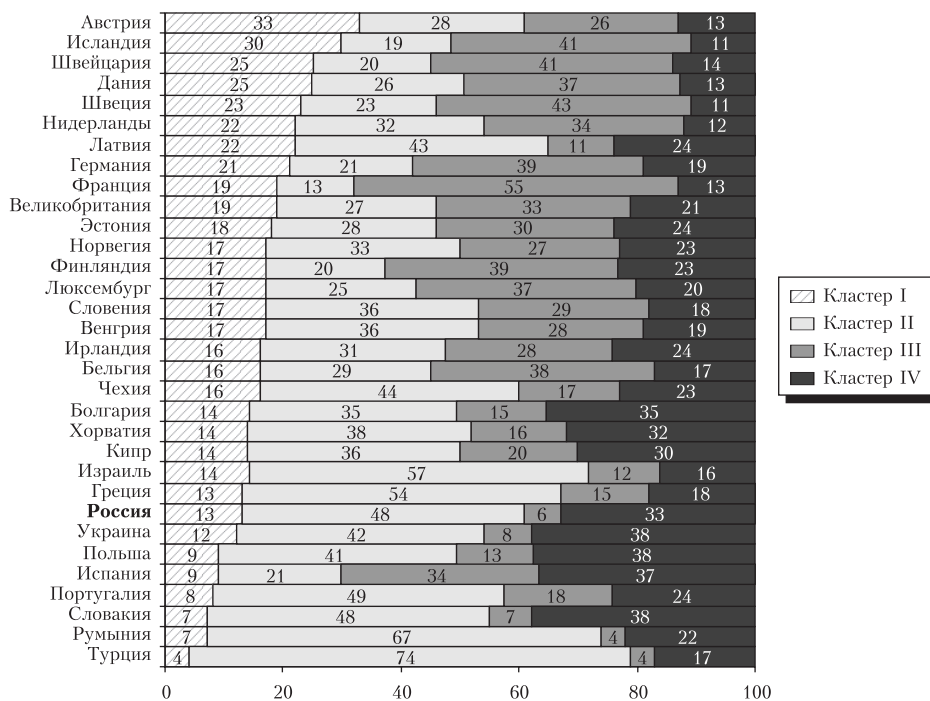


Рис. 6

своего населения), а наименьший вклад снова вносят четыре постсоциалистические (Румыния, Россия, Словакия и Украина) и одна средиземноморская страны (Турция), доля каждой из них — не более 8% населения, и их список частично совпадает со списком аутсайдеров первого кластера. Это средний по численности кластер: в нем оказалось около $\frac{1}{4}$ всей выборки.

Примерно такой же по размеру *кластер IV*, в котором оказались респонденты, характеризующиеся крайне высокой ценностью «Сохранение» и средне-высокой ценностью «Самоутверждение». Лидируют в нем четыре постсоциалистические страны — Польша, Словакия, Украина и Болгария, и одна средиземноморская — Испания. Эти страны вносят в состав кластера 35–38% своего населения. Наименее представлены Скандинавские (Швеция, Исландия, Дания) и западноевропейские (Австрия, Франция, Нидерланды) страны, вклад каждой — от 11 до 13% населения.

Итак, в составе каждого кластера представлены жители всех стран, но представлены неравномерно. Примечательно, что полярными по величине этих вкладов в каждом кластере оказываются одни и те же категории стран — постсоциалистические и средиземноморские, с одной стороны, и Скандинавские и западноевропейские — с другой, причем представители каждой из этих категорий поочередно выступают то в роли лидера, то в роли аутайдера. С учетом этого обстоятельства на рисунке 7 даны распределения по ценностным типам, характерные не для отдельных европейских стран, а для их укрупненных групп —

Распределение населения России и четырех групп европейских стран по ценностным кластерам (% по строке)

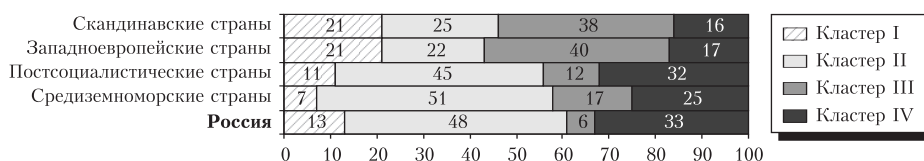


Рис. 7

Скандинавских, западноевропейских, средиземноморских и постсоциалистических стран Центральной и Восточной Европы (без России). Эта укрупненная картина подтверждает вывод о странах-лидерах и странах-аутсайдерах каждого кластера, к которым мы пришли при анализе распределений по отдельным странам.

Как внутри каждого кластера неравномерно представлены доли разных стран, так и *каждая страна неравномерно «вкладывается» в разные кластеры* (ср. рис. 6). Примечательно, что особенно резко эта неравномерность вкладов в разные кластеры выражена у постсоциалистических и средиземноморских стран: у каждой из них есть два крупных вклада (в большинстве случаев — во второй и четвертый кластеры) и два заметно меньших по величине (как правило, в первый и третий кластеры).

Подобная неравномерность характерна и для России. Большинство (81%) россиян попадают во второй (48%) и четвертый (33%) кластеры, в которых лидируют постсоциалистические и средиземноморские страны, но в России есть и меньшинство. Оно разделяет нетипичные для россиян ценности, но все же весьма значительно по численности: каждый восьмой россиянин (13% российской выборки) входит в первый ценностный кластер и еще 6% — в третий, в обоих этих кластерах тон задают представители наиболее развитых европейских стран — скандинавских и западноевропейских.

Напомним, что если смотреть на средние показатели российского населения в целом, без деления на кластеры, то оно в сравнении с населением других стран характеризуется срединным положением по оси «Открытость изменениям—Сохранение» и крайне высокими значениями по оси «Забота о людях и природе—Самоутверждение» (см. рис. 4). Именно такое сочетание ценностей характерно для второго кластера, куда попадает самая большая часть (почти половина) россиян — эти люди воплощают то, что можно назвать сегодняшней российской модальной личностью. Еще 33% россиян (их условно можно назвать «вторым большинством») вошли в четвертый кластер и характеризуются крайне высокой выраженностью ценностей «Сохранения» и средне-высокой выраженностью ценностей «Самоутверждения». Таким образом, *российское большинство* принадлежит к ценностным типам, которые отличаются более сильной, чем представители других ценностных кластеров, ориентацией на ценности «Самоутверждения» (в ущерб ценностям «Заботы о людях и природе»). На оси «Открытость изменениям—Сохранение» одна часть этого большинства характеризуется срединным положением, а другая — крайне сильной выраженностью

ценностей «Сохранения» (в ущерб «Открытости изменениям»). Что определенно *не* характерно для этого большинства, так это опережение представителей других ценностных типов по ориентации на ценности «Заботы» и «Открытости изменениям».

Но именно эти ценности характерны для двух других «фракций» российского общества — «меньшинств», оказавшихся в составе первого и третьего кластеров. Так, 13% россиян, оказавшихся в составе первого кластера, характеризуются самой высокой, в сравнении с другими ценностными типами, ориентацией на «Открытость изменениям» (в ущерб «Сохранению») и средне-высокой ориентацией на «Заботу» (в ущерб «Самоутверждению»). Для 6% россиян, оказавшихся в составе третьего кластера, характерно обратное сочетание: срединное положение на оси «Открытость—Сохранение» и крайне высокий по сравнению с другими ценностными типами уровень «Заботы о людях и природе».

Таким образом, благодаря переходу со странового уровня анализа на индивидуальный и построению классификации отдельных респондентов удалось, во-первых, дифференцировать образ среднего россиянина и показать, что в составе *российского большинства* имеется два ценностных подтипа. Во-вторых, удалось выявить две группы *ценностных меньшинств*, которые радикально отличаются по своим ценностям от доминирующих в России ценностных типов, но к которым принадлежит каждый пятый россиянин²⁴.

Поскольку *одни и те же ценностные типы представлены во всех европейских странах*, Россия имеет некоторую общность с каждой из них. Российские ценностные меньшинства, например, оказываются по своим предпочтениям более сходными с ценностным большинством в таких странах, как Франция, Швейцария, Швеция, чем со своими согражданами из ценностного большинства. В свою очередь, в упомянутых странах есть группы населения, более близкие по своим ценностям к российскому ценностному большинству, чем к своим придерживающимся иных убеждений соотечественникам.

«Очищенные» межстрановые сравнения ценностей: результаты множественного регрессионного анализа

На основе предыдущих сравнительных исследований²⁵ мы предполагаем, что рассмотренные выше сходства и различия между средними значениями ценностей в России и других странах обусловлены

²⁴ Это ценностное меньшинство россиян имеет некоторые социально-демографические особенности. В целом, это более активная и модернизированная часть населения. В первом и третьем кластерах больше мужчин, чем во втором и четвертом (47% против 35%, различия значимы при $p < 0,05$), оказавшиеся в них россияне более молоды (40% из них младше 30 лет, во втором и четвертом кластерах таковых всего 10%). Также можно отметить, что среди респондентов из второго и четвертого кластеров значимо большая доля постоянно проживает в сельской местности, чем среди респондентов из первого и третьего кластеров (27% против 19%). Представители ценностного меньшинства также отличаются более высоким уровнем образования: среди них 28% имеет высшее образование, а среди представителей большинства эта доля составляет 18%.

²⁵ *Магун В. С.* Трудовые ценности российского населения: социалистическая модель и постсоциалистическая реальность // Куда идет Россия? Альтернативы общественного развития. Вып. II / Под ред. Т. И. Заславской. М.: Аспект-пресс, 1995.

двумя группами факторов. Одна включает свойства стран (например, особенности их экономики или культуры), которые универсально и примерно в равной степени сказываются на ценностях каждого их жителя. В другую группу входят межстрановые различия населения по индивидуальным свойствам, влияющим на ценности (например, в одной стране население старше, а в другой моложе). Регрессионный анализ, к описанию которого мы переходим, позволяет выяснить, какими будут собственно страновые влияния на ценности при устранении влияния со стороны межиндивидуальных различий (как меж-, так и внутристрановых). Кроме того, регрессионный анализ позволит выявить, как соотносятся по силе эти две группы факторов и различается ли их конфигурация для разных ценностей.

В таблице приведены коэффициенты уравнений линейной регрессии, где в качестве зависимых переменных использованы два наиболее интегральных ценностных показателя — факторные оси «Открытость изменениям—Сохранение» и «Забота о людях и природе—Самоутверждение». В качестве *независимых* переменных в регрессию включена страновая принадлежность респондентов — эта детерминанта ценностей находится в центре нашего внимания в данной статье²⁶.

Для каждой зависимой переменной построено два варианта регрессионных уравнений, в таблице приведены коэффициенты каждого. В первом — основном — варианте в качестве независимых переменных выступают отдельные страны, а во втором вместо отдельных стран использованы их категории. Показатель качества модели (R^2) колеблется в диапазоне от 0,16 до 0,25.

Поскольку целью регрессионного анализа было сравнить Россию с другими странами, то при оценке влияния *страновой принадлежности* в качестве контрольной группы было выбрано проживание респондента в России. Благодаря этому, коэффициенты, характеризующие влияние различных стран, показывают, как на ценностях человека сказывается его проживание в той или иной стране по сравнению с проживанием в России.

Из таблицы видно, что различия между Россией и остальными странами (или категориями стран) статистически значимо сказываются на индивидуальных значениях респондентов по обоим ценностным осям. Большинство регрессионных коэффициентов, указывающих на влияние страны проживания, статистически значимы. Это означает, что *описанные выше ценностные отличия России от других стран после «выравнивания» социально-демографического состава сопоставляемых стран не исчезают, то есть они не сводятся к различиям в составе населения.*

При анализе «неочищенного» влияния на средние показатели стран по ценностным осям (см. рис. 4) у жителей России не было

²⁶ В качестве контрольных переменных в регрессии включены также пол, возраст, характеристики родительской семьи. Все эти характеристики могут влиять на ценности респондента, но обратное влияние на них со стороны ценностей невозможно, то есть это экзогенные переменные. Есть еще группа параметров — уровень образования респондента, тип поселения (городское/сельское), в котором он проживает, характеристика его профессионально-должностного положения, — от которых может зависеть выраженность ценностей. Но по отношению к ним (пусть и с меньшей вероятностью) и сами ценности могут выступать в роли причин, поэтому на данном этапе мы не включили эти параметры в регрессионный анализ.

Коэффициенты регрессионных уравнений
*(зависимые переменные — индивидуальные значения респондентов
по двум ценностным факторам, N = 57 501)*

	Вариант I — отдельные страны		Вариант II — категории стран	
	«Открытость изменениям— Сохранение»	«Забота о людях и природе— Само- утверждение»	«Открытость изменениям— Сохранение»	«Забота о людях и природе— Само- утверждение»
	$R^2 = 0,25$	$R^2 = 0,22$	$R^2 = 0,22$	$R^2 = 0,16$

Страна проживания (Россия — контрольная группа)

Австрия	-0,417**	-0,894**		
Бельгия	-0,144**	-1,017**		
Болгария	0,033	-0,387**		
Швейцария	-0,254**	-1,346**		
Кипр	0,133**	-0,584**		
Чехия	-0,251**	-0,355**		
Германия	-0,193**	-1,149**		
Дания	-0,399**	-1,213**		
Эстония	-0,164**	-0,760**		
Испания	0,396**	-1,037**		
Финляндия	-0,061*	-1,126**		
Франция	-0,162**	-1,512**		
Великобритания	-0,128**	-0,956**		
Греция	-0,124**	-0,395**		
Хорватия	0,030	-0,441**		
Венгрия	-0,204**	-0,633**		
Ирландия	0,016	-0,784**		
Израиль	-0,193**	-0,398**		
Исландия	-0,337**	-1,320**		
Люксембург	-0,018	-1,043**		
Латвия	-0,415**	-0,107**		
Нидерланды	-0,383**	-0,989**		
Норвегия	-0,145**	-0,775**		
Польша	0,144**	-0,343**		
Португалия	-0,302**	-0,450**		
Румыния	-0,235**	0,160**		
Швеция	-0,360**	-1,175**		
Словения	-0,212**	-0,697**		
Словакия	0,068*	-0,134**		
Турция	-0,107**	-0,103**		
Украина	0,037	-0,038		

Укрупненные категории (Россия — контрольная группа)

Постсоциалистические страны Центральной и Восточной Европы			-0,113**	-0,305**
Средиземноморские страны			-0,045*	-0,487**
Западноевропейские страны			-0,196**	-1,069**
Скандинавские страны			-0,244**	-1,095**
Пол респондента (жен. — 1, муж. — 0)	0,275**	-0,173**	0,270**	-0,167**

	Вариант I — отдельные страны		Вариант II — категории стран	
	«Открытость изменениям— Сохранение»	«Забота о людях и природе— Само- утверждение»	«Открытость изменениям— Сохранение»	«Забота о людях и природе— Само- утверждение»
	$R^2 = 0,25$	$R^2 = 0,22$	$R^2 = 0,22$	$R^2 = 0,16$

Возраст респондента (14–20 лет — контрольная группа)

21–25 лет	0,108**	–0,030	0,121**	–0,037*
26–30 лет	0,301**	–0,022	0,325**	–0,038*
31–35 лет	0,453**	0,001	0,471**	–0,015
36–40 лет	0,527**	0,005	0,539**	–0,019
41–45 лет	0,630**	–0,006	0,635**	–0,025
46–50 лет	0,699**	–0,037*	0,707**	–0,057*
51–55 лет	0,834**	–0,037*	0,838**	–0,058*
56–60 лет	0,908**	–0,005	0,921**	–0,031
61–65 лет	1,029**	0,016	1,035**	–0,017
66–70 лет	1,164**	0,061*	1,168**	0,028
71 год и старше	1,338**	0,186**	1,348**	0,125**

Характеристики родительской семьи

Когда респонденту было 14 лет, отец отсутствовал	0,004	–0,071**	–0,010	–0,090**
Когда респонденту было 14 лет, мать отсутствовала	0,020	–0,004	0,014	–0,003
Хотя бы один из родителей имеет высшее образование	–0,192**	–0,126**	–0,206**	–0,102**
Когда респонденту было 14 лет, хотя бы один из родителей имел подчиненных	–0,085**	–0,107**	–0,080**	–0,129**
Хотя бы один из родителей иммигрант	0,041**	0,052**	0,011	0,029*
Константа	0,631**	–0,782**	0,626**	–0,798**

* Коэффициент значим при $p < 0,05$; ** коэффициент значим при $p < 0,001$.

статистически значимых различий с жителями тех или иных стран в 16 случаях, а по результатам регрессионного анализа (при данном наборе независимых переменных) подобных случаев только 6. Таким образом, при контроле возраста, пола и характеристик родительской семьи *значимых отличий российских ценностей от ценностей других европейцев стало не меньше, а, наоборот, больше*. На рисунке 8 приведены страновые регрессионные коэффициенты, содержащиеся в таблице и свидетельствующие о величине и значимости «очищенных» ценностных отличий России от других стран. Примечательно, что и по регрессионным коэффициентам межстрановой разброс европейских стран по оси «Открытость—Сохранение» меньше, чем по оси «Забота—Самоутверждение».

Значимые коэффициенты регрессии свидетельствуют о том, что Россия характеризуется *более сильной выраженностью ориентации на «Сохранение» и более слабой выраженностью «Открытости»* по сравнению с большинством стран (сейчас таких стран 22, а по

«неочищенным» сравнениям их было 13). Незначимые отличия по этому параметру, судя по регрессии, остались у России только с 5 странами — в «неочищенных» сравнениях их было 13. А в сравнении еще с 4 странами (Польшей, Словакией, Кипром и Испанией) Россия характеризуется меньшей ориентацией на «Сохранение», как и при «неочищенных» сравнениях (до «очистки» в эту группу входила Болгария).

Итак, различия в составе населения между Россией и другими странами *смягчают* свойственную ей более сильную ориентацию на ценности «Сохранения», которая обнаруживается у россиян при контроле этих отличий с помощью регрессионного анализа.

Наиболее известное из российских отличий — более молодое население²⁷. Поэтому когда возраст не контролируется, общероссийская средняя «сдвигается» в сторону характерной для молодежи большей «Открытости изменениям», уменьшая ценностную дистанцию между Россией и другими европейскими странами. Различия между результатами «очищенных» и «неочищенных» сравнений наиболее заметны применительно к фактору «Открытость—Сохранение» именно потому, что он наиболее тесно связан с возрастом респондентов.

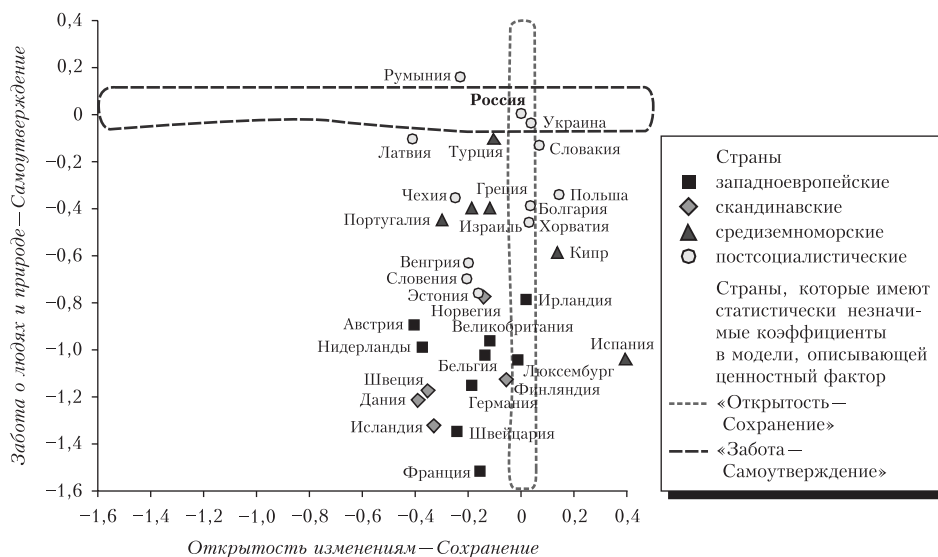
Сравнительная молодость страны (как и молодость отдельного человека) — это такая особенность, которая, к сожалению, со временем проходит. И поэтому «чистые» различия между Россией и другими странами по оси «Открытость изменениям—Сохранение» показывают, что если не будут приняты специальные меры, направленные на развитие ценностей «Открытости», то со временем общероссийские средние значения будут сдвигаться в сторону ценностей «Сохранения». (Соответственно положение России на карте, представленной на рисунке 4, будет по горизонтальной координате постепенно приближаться к ее положению на карте, представленной на рисунке 8.)

В отношении ценностной оси «Забота о людях и природе—Самоутверждение» контроль социально-демографических переменных, осуществленный с помощью регрессионного анализа, мало изменил картину, выявленную при сопоставлении страновых средних: регрессионные коэффициенты указывают на то, что по сравнению почти со всеми странами Россия характеризуется более высокими значениями по этой оси, то есть более сильной выраженностью «Самоутверждения» и более слабой выраженностью «Заботы» (сейчас таких стран 30, по «неочищенным» сравнениям их было 27).

Обращение ко второму варианту регрессий, где фигурируют не отдельные страны, а их категории, позволяет представить своеобразие России более компактно (см. табл.). По итогам этих сравнений *россияне во всех случаях оказываются более привержены ценностям «Сохранения» и «Самоутверждения»*. Население России статистически значимо отличается по своим базовым ценностям от жителей всех четырех страновых групп, но регрессионные коэффициенты для разных страновых групп неодинаковы. По «Сохранению» россияне наиболее сильно опережают жителей скандинавских и западноевро-

²⁷ Население России 2006: Четырнадцатый ежегодный демографический доклад / Отв. ред. А. Г. Вишневецкий. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2008. С. 51—58.

**Регрессионные коэффициенты, характеризующие
«очищенные» отличия России от других европейских стран
по ценностным факторам «Открытость изменениям—Сохранение»
и «Забота о людях и природе—Самоутверждение»**



Примечание. Регрессионные коэффициенты взяты из таблицы.

Рис. 8

пейских стран, а самыми близкими к россиянам по этому ценностному параметру оказываются представители средиземноморских стран (хотя и их россияне значимо опережают). По «Самоутверждению» россияне наиболее сильно опережают скандинавов и западноевропейцев, заметно меньше — население средиземноморских стран, а наиболее близки к россиянам жители центрально- и восточноевропейских постсоциалистических стран (хотя даже по сравнению с ними россияне сильнее ориентированы на ценности «Самоутверждения»). Обратим внимание, что регрессионные уравнения с участием страновых категорий подтверждают высказанные в начале статьи предположения, что Россия окажется ближе по своим ценностям к постсоциалистическим и средиземноморским странам, с которыми она близка по новейшему историческому опыту и/или уровню экономического развития.

Объединение в одном анализе *страновых и социально-демографических переменных* позволило также сделать вывод о соотношении влияния этих групп переменных на базовые ценности. Как видно из приведенных в таблице показателей R^2 , суммарная сила влияния всех включенных в регрессию независимых переменных на оба ценностных фактора не слишком различается. Но *соотношение* влияния разных причин резко различается в зависимости от того, о каком ценностном факторе идет речь²⁸.

²⁸ Поскольку все независимые переменные, включенные в регрессии, выражены в одних и тех же бинарных шкалах, то на основе этих регрессий можно не только оценивать значимость влияний и их знаки, но и сравнивать влияния по силе.

Применительно к положению на ценностной оси «Открытость изменениям—Сохранение» самой сильной детерминантой оказывается возраст респондентов, а их страновая принадлежность (к России либо к какой-то другой стране) влияет в меньшей степени. Средний коэффициент влияния возраста на показатель «Открытость изменениям—Сохранение» равен 0,73, коэффициент влияния пола равен 0,27, а средний по абсолютной величине коэффициент страновых влияний равен 0,20. Положение на ценностной оси «Забота о людях и природе—Самоутверждение» зависит от страновой принадлежности респондента заметно сильнее, чем от возраста (а также пола и характеристик родительской семьи). Средний (по абсолютной величине) коэффициент при показателях возраста составляет 0,04, коэффициент при показателе пола равен -0,17, а средняя (по модулю) величина коэффициента регрессии при страновых показателях — 0,72. Таким образом, если опираться на имеющиеся в нашем распоряжении независимые переменные, то для предсказания ценностной ориентации индивида по параметру «Открытость—Сохранение» важнее знать его возраст, а для предсказания его ориентации по параметру «Забота о людях и природе—Самоутверждение» важнее знать, в какой стране он живет.

Эта закономерность наглядно подтверждается, когда мы меняем в рассматриваемых моделях набор предикторов. Если в модели для «Открытости изменениям—Сохранения» в качестве предикторов оставить только показатели возраста, то показатель R^2 , оценивающий величину предсказываемой дисперсии, равняется 0,22, а если оставить только страновые показатели, то величина R^2 заметно снижается и равняется только 0,10. В модели для «Заботы—Самоутверждения» обратное соотношение: если оставить в качестве предикторов только возраст, то R^2 очень низкий (0,02), а когда работают только страновые предикторы, то показатель R^2 , наоборот, высокий (0,22).

Завершая анализ регрессионных уравнений, кратко опишем статистически значимые зависимости между социально-демографическими характеристиками и базовыми ценностями. Регрессионные коэффициенты показывают, что у женщин сильнее, чем у мужчин, выражены ценности «Сохранения» и «Заботы о людях и природе». Значимо влияние характеристик родительской семьи: отсутствие отца в подростковом возрасте повышает значимость для человека «Заботы о людях и природе»; наличие у родителей респондента высшего образования влияет на величину обоих ценностных индексов, повышая значимость «Открытости изменениям» и «Заботы». Точно так же влияет и руководящий статус родителей в период социализации респондента, а наличие родителей-иммигрантов повышает значимость противоположных по смыслу ценностей — «Сохранения» и «Самоутверждения».

Специально остановимся на влиянии возраста. В отношении «Открытости—Сохранения» это влияние, как уже говорилось, очень сильное и однонаправленное: каждая возрастная группа старше 20 лет характеризуется большей приверженностью ценностям «Сохранения» по сравнению с самой младшей группой 14—20-летних. Величины регрессионных коэффициентов с возрастом неуклонно растут, то есть имеет место линейная зависимость между возрастом респондента и значением данного ценностного фактора. Сложнее обстоит дело с влиянием возраста на выраженность «Заботы—Самоутверждения». Как уже говорилось, это влияние очень невелико, но все же некоторые коэффициенты статистически значимы. Они указывают на то, что в возрасте 46—55 лет растет (по сравнению с молодежью) привер-

женность ценностям «Заботы» (в ущерб «Самоутверждению»), а у самых пожилых респондентов (от 66 лет и старше) происходит сдвиг в противоположную сторону — к ценностям «Самоутверждения». Фактически это означает, что имеет место пусть выраженная слабо, но криволинейная зависимость, при которой европейцы 46–55 лет отличаются большей приверженностью ценностям «Заботы», по сравнению как с самыми молодыми, так и самыми старыми жителями Европы. Причины и механизмы этой зависимости требуют специального изучения. Заметим, что подобные ценностные различия вполне согласуются с общим институциональным устройством современной жизни, где на зрелые возрастные группы возлагается большая ответственность за общественное благо, нежели на молодежь и людей преклонного возраста.

Итак, регрессионный анализ подтвердил влияние страновой принадлежности человека на его ценности, которое сохраняется — или даже усиливается — и после того, как контролируется влияние социально-демографического состава страны. Задача дальнейшей работы в данном направлении — выяснить, какие характеристики стран влияют на рассматриваемые ценности.

Имеющиеся исследования, в частности работы Инглхarta и его коллег²⁹, показывают, что одной из ключевых детерминант ценностей на страновом уровне является уровень экономического развития. Продолжая эту линию анализа, мы сопоставили страновые средние по двум ценностным факторам с уровнем ВНД на душу населения³⁰.

Как видно из рисунков 9 и 10, средние страновые значения ценностей «Открытости изменениям—Сохранения» и уровень среднедушевого ВНД связаны слабо (коэффициент корреляции равен $-0,29$, $R^2 = 0,09$), а выраженность ценностей «Самоутверждения» (в ущерб ценностям «Заботы о людях и природе») с ростом уровня ВНД явно снижается (коэффициент корреляции равен $-0,81$, $R^2 = 0,65$). Последнее вполне согласуется с выводами Инглхarta о детерминации материалистических и постматериалистических ценностей и, конечно, с идеями А. Маслоу³¹ об усилении потребностей более высоких уровней по мере насыщения «физиологических» потребностей и потребностей безопасности³².

Рисунок 10 наглядно подтверждает приведенный в начале статьи тезис «Россия — нормальная страна». Здесь видно, что точка, характеризующая выраженность у среднего россиянина ценностей «Заботы—Самоутверждения», лежит на линии тренда, характерного

²⁹ Inglehart R., Baker W. E. Modernization, Cultural Change, and the Persistence of Traditional Values.

³⁰ Уровень ВНД на душу населения измерен по методу Атласа, использованы данные Всемирного банка за 2008 г. (World Development Indicators Database. data.worldbank.org/indicator/NY.GNP.PCAP.CD).

³¹ Maslow A. H. Motivation and Personality. 2nd ed. N. Y.: Harper & Row, 1970.

³² Различие в связях двух ценностных факторов с ВНД согласуется с описанными выше различиями в их детерминации: выраженность ценностного фактора «Открытость—Сохранение» сравнительно мало зависит от страны проживания, поэтому она мало зависит от конкретных свойств стран, где живут респонденты (если только эти свойства не связаны с возрастом, сильно влияющим на значение данного фактора).

для всего множества европейских стран, и указывает, что эти ценности в среднем выражены у россиян примерно в той же степени, что и у жителей других стран с близким уровнем среднедушевого ВВП.

**Взаимосвязь уровня ВВП и средних страновых значений
ценностного фактора «Открытость изменениям—Сохранение»**

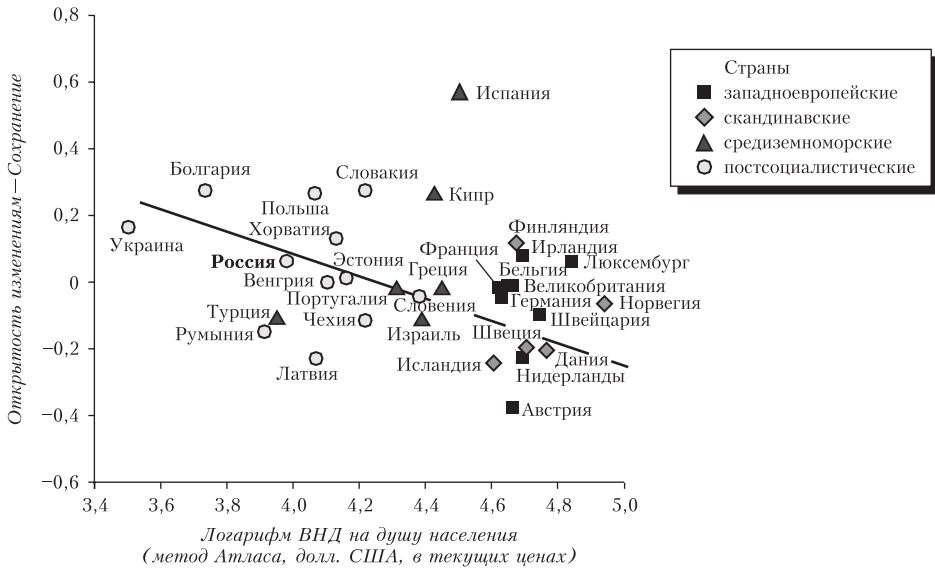


Рис. 9

**Взаимосвязь уровня ВВП и средних страновых значений
ценностного фактора «Забота о людях и природе—Самоутверждение»**

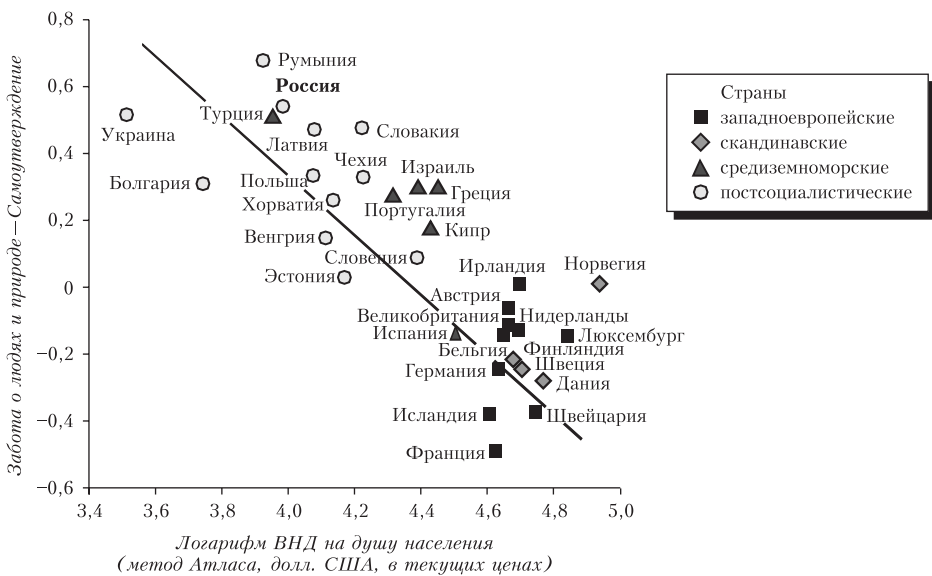


Рис. 10

Но данный вывод не означает отказа от иных, не связанных с ВНД способов повлиять на российские ценности в сторону повышения значимости «Заботы о людях и природе». Даже если считать, что направление связей указано верно и уровень производимого страной богатства действительно причина, а ценности — следствие, то все равно экономическая детерминация не стопроцентна (коэффициент R^2 , напомним, равняется 0,65). Это оставляет достаточно простора для активных действий социальных субъектов: лидеров, готовых утверждать альтруистические ценности личным примером, государственных чиновников, в чьих руках находятся рычаги управления школой, средств массовой информации, представителей гражданского общества и др.

Не повторяя сделанные выше выводы, заметим в заключение: тот факт, что у россиян слабее, чем у большинства европейцев, выражены надличные ценности заботы, толерантности, равенства и, наоборот, сильнее, чем у большинства европейцев, проявляется ориентация на конкурентные ценности личного успеха, власти и богатства, характерные для «игры с нулевой суммой», подтверждает обоснованность звучащей сегодня в нашей стране моральной критики в адрес массовых ценностей и нравов.

Тревожным фактом можно считать и сравнительно низкую приверженность россиян ценностям «Открытости изменениям» и, наоборот, сильную ориентацию на «Сохранение», что особенно четко проявляется при устранении влияния возрастных различий между странами. Это серьезный культурный барьер на пути развития инновационной экономики и общественного развития в целом³³.

В дополнение к ценностным изменениям, которые происходят в результате улучшения общих условий жизни людей, нужны целенаправленные усилия ответственных представителей элиты и просто обеспокоенных граждан, направленные на формирование в российском обществе ценностей открытости и заботы.

³³ Харрисон Л. Кто процветает? Как культурные ценности способствуют успеху в экономике и политике. М.: Фонд «Либеральная миссия»; Новое издательство, 2008; Ясин Е. Г., Снеговая М. В. Тектонические сдвиги в мировой экономике. Что скажет фактор культуры. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2009.

Н. МАКАШЕВА,
доктор экономических наук,
профессор ГУ—ВШЭ,
завотделом экономической теории ИНИОН РАН

ПОМОГАЕТ ЛИ ДЖ. М. КЕЙНС ИССЛЕДОВАТЬ РОССИЙСКУЮ ЭКОНОМИКУ?

(О книге В. Е. Маневича «Кейнсианская теория
и российская экономика»*)

Новое издание книги известного российского экономиста значительно переработано по сравнению с опубликованным в 2008 г. Первое издание заметили специалисты¹, поскольку эта работа представляет собой редкий случай, когда анализ экономики (в данном случае российской) непосредственно опирается на положения экономической теории (в данном случае кейнсианской). Это обстоятельство делает книгу необычной во многих отношениях, в том числе и с точки зрения предметной области. С одной стороны, она содержит подробное и далеко не часто встречающееся у нас квалифицированное изложение кейнсианской теории (лучше сказать, одного из направлений кейнсианства), что позволяет отнести исследование к области истории экономической мысли. Вместе с тем в книге предложен анализ экономики России через призму адаптированной к российским реалиям кейнсианской теории и даны оценки проводимой политики. С этой точки зрения, исследование можно считать прикладным и макроэкономическим. Однако обе «составляющие» книги скрепляет подход автора к анализу российской экономики и проводимой в прошлом десятилетии экономической политики.

В книге можно условно выделить две основные части: главы 1—3, посвященные тому, что можно назвать кейнсианской статикой, и главы 3—6, посвященные теории экономической динамики, главным образом проблематике экономического роста, а также q -теории и модели портфельного равновесия Дж. Тобина. В последней, седьмой, главе автор анализирует наиболее известные попытки привнести в экономическую теорию элементы неравновесного анализа.

Сквозной для всей работы стала тема адекватности положений кейнсианской теории российским реалиям (с. 16). Соответствие теории и реальности — сложная проблема. Нам представляется, что теория Дж. М. Кейнса возникла в результате размышлений над особенностями экономики «нового

* Маневич В. Е. Кейнсианская теория и российская экономика. М.: КомКнига, 2010. — 224 с.

¹ См., например: Дзарасов Р. С. Глубокий взгляд на проблемы российской экономики // Проблемы прогнозирования. 2009. № 4. С.154—157.

мира» или, говоря словами Й. Шумпетера, стремления переложить новое видение реальности на язык экономической теории². Отсюда очевидно, что прямое сопоставление некоторых положений Кейнса с реальностью — процедура весьма спорная и затруднительная. Здесь неизбежно вспоминается известный спор между Кейнсом и Я. Тинбергеном по вопросу о методе и значении эконометрики и статистики в экономике³. Можно вспомнить и Ф. Хайека, который определенно не признавал за статистикой роль судьи теории⁴ и в данном споре оказался бы, как ни странно, на стороне Кейнса.

Нет ничего удивительного в том, что многие из кейнсианских предпосылок не «жизненны», особенно когда теория соотносится с российской экономикой, весьма отличающейся от экономики, которую исследовал не только Кейнс, но и его последователи. Однако сказанное совершенно не умаляет значения попыток автора модифицировать некоторые предпосылки Кейнса, которые, по его мнению, препятствуют анализу современной российской экономики.

Хотелось бы сделать еще одно предварительное замечание общего, можно сказать, историко-методологического характера. Линия кейнсианства, которую обсуждает автор, сложилась в 1940—1950-е годы. Речь идет о кейнсианской теории роста, основы которой заложили Р. Харрод (один из главных героев книги) и Е. Домар. К этому направлению автор относит и М. Калецкого, поскольку справедливо считает неправомерным обходить проблему распределения⁵, когда речь идет об экономическом росте, а также Э. Хансена и Дж. Тобина, которые интересны автору прежде всего развитием теории денег в контексте теории роста и связанными с этим сюжетами. Заметим, что эта линия развития теории Кейнса не единственная, и сам автор в конце книги при обсуждении проблем неравновесия обращается к иным интерпретациям теории Кейнса.

С методологической точки зрения книга В. Маневича интересна тем, что, оставаясь на кейнсианских позициях и демонстрируя возможности кейнсианской теории, автор стремится продемонстрировать возможности неоклассики как микроосновы кейнсианства. Но если неортодоксальные кейнсианцы для правильного понимания макроэкономики Кейнса считали необходимым создать новую микротеорию, то Маневич ставит задачу правильно понять неоклассический инструментарий и подтвердить его значимость для макроэкономического анализа. Не случайно он начинает анализ с вопроса о том, имеет ли маршаллианский инструментарий кривых цен спроса и предложения отношение к кейнсианскому случаю. И дает на него положительный ответ в *главе 1*, название которой совпадает с названием главы 3 «Общей теории занятости, процента и денег» Кейнса — «Принцип эффективного спроса».

Эта очень важная, как очевидно уже из названия, глава написана Кейнсом не вполне четко, и то, что сделал Маневич, мы рассматриваем как долгожданное и убедительное разъяснение понятия «эффективный спрос». В главе 1 представлена логика рассуждений Кейнса (автор считает, что в этом вопросе Кейнс следовал дорогой, проложенной А. Маршаллом) и объяснено,

² Schumpeter J. Ten Great Economists from Marx to Keynes. L.: Routledge, 1997. P. 268.

³ См. подборку статей на эту тему в: Вопросы экономики. 2007. № 4.

⁴ См., например: Hayek F. Monetary Theory and the Trade Cycles / Transl. from German by N. Kaldor, H. M. Croome. L.: Cape, 1933. Lecture 1.

⁵ Хотя Кейнс прямо не занимался проблемой распределения, он вполне осознавал значение распределения, прежде всего, доходов в связи с проблематикой эффективного спроса (см., например, гл. 24 «Общей теории...»).

как эффективный спрос формируется в точке пересечения функций цен совокупного спроса и совокупного предложения. Кроме того, рассмотрен вопрос о влиянии на вид и положение соответствующих функций типа отдачи (убывающей или возрастающей) и цен факторов производства. Заметим, что последнее обстоятельство важно не столько для концепции Кейнса, сколько для последующих попыток сделать ее динамической.

Для Кейнса было важно, чтобы функция совокупного предложения не только соответствовала убывающей предельной производительности, но и оставалась «на месте» при изменении выпуска и цен факторов. Кейнс полагал, что в краткосрочном периоде подобное условие выполняется. Маневича это не вполне устраивает, и он вслед за Хансеном допускает возможность изменения издержек при изменении выпуска. Так, он пишет, что «в экономике, в которой постоянно осуществляются значительные инвестиции, такое допущение вряд ли можно признать жизненным даже для короткого отрезка времени. Кроме того, принимаемая Кейнсом предпосылка о *данном* объеме оборудования молчаливо включает в себя качественно другую предпосылку о том, что данный объем оборудования полностью загружен при любом уровне занятости труда» (с. 23).

Автор, разумеется, прав, утверждая, что в экономике со значительными инновациями нельзя говорить о неизменности издержек. Однако применительно к такой экономике вообще непросто говорить о динамике издержек, поскольку часто сам продукт изменяется. Предпосылка о заданном объеме оборудования, как нам представляется, очень важна для определения временного горизонта теории Кейнса: краткосрочная перспектива задается тем, что инвестиции не влияют на объем наличного оборудования, а следовательно, его загрузка изменяется при увеличении выпуска, отсюда и возможность изменения издержек. У Кейнса инвестиции — это прежде всего финансовые потоки. Разумеется, данная предпосылка нереалистична, но такова мера упрощения, которую принимает Кейнс, решая определенную задачу. Хансен, в соответствии с задачей исследовать цикл, не только рассматривал динамику издержек по мере изменения выпуска, но и обращался в связи с этим к различным режимам конкуренции.

В отличие от автора, мы не уверены, что, говоря о предельной эффективности капитала, Кейнс имел в виду некую явно выраженную функцию от объема инвестиций. Конечно, предельная эффективность капитала зависит от объема инвестиций и функционирующего капитала, и это обстоятельство ясно понимал Кейнс, но какую конкретно форму этой зависимости он имел в виду — сказать трудно. У Кейнса предельная эффективность капитала — величина экзогенная, зависящая от *ожиданий* инвесторов относительно *будущих* доходов (хотя в п. 1 гл. 11 он признавал существование связи между предельной эффективностью и объемом инвестиций).

Маневич предлагает рассчитывать предельную эффективность как отношение дисконтированного дохода к стоимости (заметим, у Кейнса — особым образом определенной восстановительной стоимости) капитального имущества (с. 38), опуская, как нам кажется, ключевые для Кейнса слова: «*ожиданий*» и «*будущих*». Как можно понять не только из данного параграфа, но и работы в целом, автор считает, что слишком большое внимание к психологии делового мира отвлекает от анализа объективных факторов, определяющих изменение нормы прибыли и связанных с динамикой как издержек, так и агрегированного спроса (с. 41). И с этим до некоторой степени можно согласиться, однако вряд ли подобный «скос» был случаен, учитывая цели, которые перед собой ставил Кейнс, и обстоятельства написания его работы.

Что касается кривой инвестиционного спроса как функции от объема инвестиций и инвестиционной функции как зависимости от процента, то отождествление этих функций, в котором автор упрекает «литературу», возможно, связано именно с тем, что в каких-то работах не учитывалась принципиальная роль ожиданий. Подобно тому, как эффективный спрос — это совокупность точек пересечения кривых цен спроса и предложения, инвестиционную функцию можно рассматривать как совокупность точек пересечения кривых инвестиционного спроса (предельной эффективности капитала, которую Кейнс считает величиной экзогенной) и ставки процента (с точки зрения Кейнса, зависящей не от объема инвестиций, а от переменных рынка денег).

Значительный по объему пункт 5 главы 1 посвящен российской экономике и ее характеристикам в кейнсианских терминах (функциям цены совокупного предложения и спроса, склонности к потреблению, показателям рентабельности по отраслям относительно процентных ставок). И здесь автор, конечно, выходит за рамки упрощений, которые принимал Кейнс: признается, что цены факторов и динамика издержек имеют значение, что естественно, когда стоит задача не просто указать на увеличение агрегированного спроса как средство преодоления безработицы, а найти эффективный способ воздействия на выпуск и занятость.

Выводы, к которым приходит автор, можно кратко сформулировать следующим образом: структура производства и издержек в различных отраслях российской экономики таковы, что нефтегазовый сектор, по существу, не зависит от динамики цен в других отраслях и не лимитирован внутренним спросом, поэтому с точки зрения внутреннего спроса высокие цены на энергоносители нельзя считать благом. Сложившаяся система распределения добавленной стоимости, которая в России обусловлена высокой степенью монополизации (в исследовании этого вопроса автор опирается на Калецкого), прежде всего, добывающих отраслей, предопределяет низкий уровень как потребления (отсюда низкий мультипликатор), так и инвестиционной активности. Автор делает следующий вывод: «Низкий уровень инвестиционной активности... очевидно, связан не с циклическим падением предельной эффективности капитала, а с системой распределения добавленной стоимости между отраслями. ...При сохранении этой системы распределения проблема недостаточного инвестиционного спроса... вряд ли может быть решена даже в результате активизации государственных инвестиций. К тому же потенциальные источники для массированных государственных инвестиций парализуются профицитом федерального бюджета» (с. 52).

Для более полного анализа влияния различных компонент агрегированного спроса на выпуск и занятость автор предлагает обратиться к системе мультипликаторов для каждой из этих компонент или даже для их составляющих. В этом случае значения мультипликаторов будут приближаться к коэффициентам полных затрат межотраслевого баланса (здесь автор обращается к работам В. Леонтьева). Идея о том, что воздействие любой компоненты совокупного спроса на выпуск зависит от того, как изменение этой компоненты влияет на остальные компоненты, совершенно правильная, хотя и значительно усложняет анализ. Как мы помним, Кейнс предполагал в краткосрочном периоде независимость двух наиболее крупных компонент агрегированного спроса — потребления и инвестиций, конечно, тем самым упрощая задачу поиска макроэкономического равновесия.

Глава 2 («Теория денег») заметно меньше по объему, чем в предыдущем издании, что, как нам кажется, не вполне оправданно, если принимать во внимание важность денег у Кейнса и значение денежной (финансовой) сферы

в современной экономике. Глава содержит очень краткое и, можно сказать, «примиренческое» изложение теории денег Кейнса: теорию предпочтения ликвидности автор легко объединяет с портфельным подходом, тем самым отходя от Кейнса, претендовавшего на создание *новой* теории денег и процента, но делая шаг в сторону Тобина.

Обсуждение теории денег начинается не с пояснения представлений Кейнса о деньгах, а с вопроса о возможности инфляции в модели Кейнса. Как известно, в «Общей теории...» этот вопрос не был важным, хотя Кейнс допускал возможность роста цен до наступления полной занятости. При этом Кейнс полагал, что изменение количества денег (через воздействие на процент) может привести к изменению не только занятости, но и ставки заработной платы (в большей или меньшей пропорции к росту цен на товары) (п. 3–4 гл. 21 «Общей теории...»). Что касается *подлинной инфляции*, то Кейнс определял ее как ситуацию, когда издержки изменяются пропорционально изменению эффективного спроса. Разумеется, предположение Кейнса о том, что до достижения полной занятости подлинная инфляция невозможна, не очень реалистично. Однако таково определение Кейнса.

Что касается знаменитого уравнения денег Кейнса (п. 2 гл. 15 «Общей теории...»):

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r),$$

то нельзя согласиться с утверждением автора, что M_1 — предложение денег для транзакций, а M_2 — предложение денег на рынке ценных бумаг (с. 82). В действительности M_1 и M_2 обозначают *спрос* на деньги, что с очевидностью следует как из существующего перевода, так и из оригинала «Общей теории...». И то, каким будет спрос на деньги для различных целей, то есть как будут распределяться кассовые остатки для удовлетворения различных мотивов, решают экономические агенты, а не правительство. Но это не исключает, что на характер взаимосвязи между M , Y и r влияет то, каким путем происходит увеличение M .

Далее, знаменитое утверждение Кейнса о том, что регулирование объема частных инвестиций не безопасно оставлять в частных руках (п. 2 гл. 22. «Общей теории...»), сделано в ходе обсуждения не столько проблем, связанных с процентной ставкой (то есть в контексте теории денег), сколько в связи с обсуждением предельной эффективности капитала. Следуя в русле рассуждений Хансена, автор несколько меняет акценты, расставленные Кейнсом. Во всяком случае, обсуждая теорию денег и процента, он не уделяет должного внимания спекулятивному мотиву и соответственно не касается очень важного (с точки зрения взаимосвязи между процентом и спросом на деньги) фактора — ожиданий инвесторов относительно возможных изменений процентной ставки.

Следуя за Хансеном в критике количественной теории денег, автор выходит за временные рамки теории Кейнса и затрагивает вопрос о долгосрочной динамике денежной массы. Он утверждает, что количество денег растет опережающими темпами по сравнению с ростом дохода (скорость обращения снижается) и что это свидетельствует о повышении предпочтения ликвидности, а также что последнее связано с динамикой ставки процента; кроме того, он показывает, что существует устойчивая связь между ставкой процента и массой денег (с. 86–87). Позиция Маневича представляется неким отзвуком спора почти полувековой давности между Тобином⁶, с одной сторо-

⁶ Тобин Дж. Денежная интерпретация истории // Тобин Дж. Денежная политика и экономический рост. М.: Либроком, 2010. С. 239–267.

ны, и М. Фридменом и А. Шварц⁷ — с другой. При этом автор не вдается в детали этого спора и не поясняет, на каких эмпирических данных строили свои выводы участники спора, насколько их соображения сохраняют свою значимость сегодня и т. д. Все это делает не очень убедительным соотнесение результатов эмпирических данных с теоретическими положениями Кейнса. Но с выводом, который в этом параграфе делает автор, о том, что эффективность стимулирующих мероприятий зависит от эластичности функций спроса на деньги и инвестиций по проценту и что эта эластичность зависит от уровня процентной ставки (мы бы добавили: уровня ставки с учетом ее ожидаемого значения), нельзя не согласиться.

Глава 3 («Сбережения и инвестиции. Сочетание финансовой и денежной политики») начинается с обсуждения очень важного для понимания теории Кейнса соотношения микро- и макроуровней анализа применительно к проблеме сбережений и инвестиций и их равенства. (Заметим, что тема микро и макро, хотя и в несколько иной интерпретации, вновь возникнет в последней главе книги.) Показательно, что, обсуждая вопрос о соотношении инвестиций и сбережений, автор делает несколько важных напоминаний. Во-первых, у Кейнса осуществленные (фактические) инвестиции и сбережения всегда равны, во-вторых, расхождения между запланированными сбережениями и инвестициями устраняются в результате изменения объема выпуска, в-третьих, в условиях неполной занятости расширение кредита и дополнительный выпуск денег вызывают вполне реальные сбережения, наконец, в-четвертых, величина этих сбережений определена объемом инвестиций. Последнее особенно существенно в свете теории роста, в которой его траекторию, по существу, определяют сбережения.

Далее в п. 2 этой главы автор обращается к знаменитой модели $IS-LM$ и напоминает о стремлении Дж. Хикса примирить кейнсианскую и классическую трактовки процента и предложить более общий подход к проценту, то есть соединить «реальный» процент классиков и «денежный» процент Кейнса. Суть в том, что в состоянии равновесия процент, уравнивающий сбережения и инвестиции при данном уровне дохода («инвестиционная норма процента»), и денежный процент, выравнивающий спрос на деньги и заданное предложение денег, должны быть равны. Автор приводит графическую иллюстрацию, воспроизводящую график Хикса (с. 94), и добавляет, что крутой отрезок кривой LM (там, где она почти параллельна оси процента) может характеризовать не только ситуацию полной, но и неполной занятости, и из этого делает вывод о соотношении денежной и финансовой политики. «Денежная рестрикция, отображаемая графически крутым наклоном кривой LM , может иметь место и в условиях депрессии, как это было в России в 1992—1998 гг. В этом случае денежная рестрикция может подавить всякую попытку выйти из депрессии, а ставка процента может повышаться даже в условиях спада инвестиций» (с. 95).

Дело в том, что угол наклона LM отражает не денежные рестрикции, а эластичность спроса на деньги по проценту, которая, вообще говоря, напрямую не связана с существованием или отсутствием безработицы. Денежные рестрикции (изменение объема денежной массы) определяют положение этой кривой. Ситуация, когда доход неэластичен по проценту, конечно, возможна, и тогда, действительно, политика стимулирования инвестиций методами финансовой политики оказывается неэффективной, поскольку в этом случае кривая IS , сдвигаясь вверх, будет пересекать кривую LM на одном и том же

⁷ Фридман М., Шварц А. Монетарная история Соединенных Штатов 1867—1960 гг. К.: Ваклер, 2007.

уровне дохода. Но мы возвращаемся к вопросу: почему в условиях депрессии доход неэластичен по проценту?

Однако гораздо интереснее случай, к которому обращается автор, предполагая, что предложение денег не фиксировано. Естественно, что в этом случае вид кривой LM меняется, причем в зависимости от того, каким образом задается функция предложения денег. Столь же очевидно, что если при неизменной функции спроса на деньги их предложение изменяется в зависимости от дохода, теоретически можно получить модифицированную кривую LM , параллельную или даже поднимающуюся относительно оси дохода (с. 86). Очевидно, что тогда точка пересечения этой новой LM с IS может соответствовать большему уровню дохода. Но заметим, что это произойдет только в том случае, если IS останется на месте и/или ее форма не изменится (к анализу этой кривой автор обращается в следующем параграфе). Очевидно, в данном случае Маневич приходит к довольно известному утверждению: чтобы по мере увеличения дохода (как реального, так и денежного) избежать давления на процентную ставку, следует увеличивать предложение денег. И это вполне соответствует позиции Кейнса.

Не вызывает возражений вывод автора о том, что «активная финансовая политика должна быть поддержана активной денежной политикой» (с. 96). Он продолжает обсуждать различные варианты кривых IS и LM и обращается к интерпретации Кейнса, предложенной Хансеном, — интерпретации, с которой он не вполне согласен. «Наши разногласия с Хансеном, — пишет Маневич, — в этом пункте кратко можно сформулировать следующим образом. Инвестиционная функция не тождественна со шкалой предельной эффективности капитала, поскольку эластичность инвестиций по проценту резко снижается в области низких значений ставки процента и в принципе может стать нулевой... В области низких значений процента дальнейшее снижение ставки процента, если оно вообще достижимо, ведет к расширению спроса на деньги (к росту предпочтения ликвидности), но не к расширению инвестиций...

Напротив, шкала предельной эффективности, описывающая зависимость инвестиций не от ставки процента, а от приемлемой для инвесторов эффективности дополнительных вложений капитала, высокоэластична в области низких значений предельной эффективности, следовательно, имеет форму плавно понижающейся кривой» (с. 98—99).

Нам представляется, что приведенное утверждение нуждается в определенном уточнении. Прежде всего, необходимо напомнить, что Кейнс в п. 1 гл. 11 «Общей теории...» под инвестиционным спросом понимал зависимость между предельной эффективностью капитала и объемом инвестиций: «Понятно, что действительная величина текущих инвестиций будет стремиться расти до тех пор, пока не останется больше никаких видов капитального имущества, предельная эффективность которых превышала бы текущую норму процента. Другими словами, величина инвестиций стремится к той точке на графике инвестиционного спроса, где предельная эффективность совокупного капитала равна рыночной ставке процента»⁸. Из приведенной цитаты ясно, что, во-первых, у Кейнса инвестиционная функция и шкала предельной эффективности капитала (или функция инвестиционного спроса) не тождественны. А во-вторых, что инвестиционная функция определяется точками пересечения функции инвестиционного спроса (по терминологии

⁸ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное. М.: ЭКСМО, 2007. С. 148.

Маневича — шкалы предельной эффективности) и прямой, отражающей величину процента. И наконец, что нетождественность этих функций не связана напрямую с эластичностью инвестиций по проценту при разных уровнях последнего. В частности, из того, что в области низких значений процента последний оказывается низкоэластичным по массе денег, не следует, что инвестиционная функция неэластична по проценту. Вместе с тем то обстоятельство, что точки пересечения IS и LM могут находиться на разных отрезках этих кривых, характеризующихся различной степенью эластичности соответствующих функций, очень важно для оценки эффективного сочетания кредитно-денежных и фискальных инструментов при решении проблем занятости и инфляции.

Автор солидарен с Хансеном, когда полагает, что кредитно-денежная политика не может быть основным инструментом борьбы с инфляцией, а должна дополнять финансовую политику. Он исходит из того, что осуществление мер финансовой политики влияет на состояние кредитно-денежной сферы, а также что кредитно-денежные рестрикции оказываются значимыми лишь при чрезвычайно низком уровне дохода и выпуска. Именно такая ситуация, как пишет Маневич, и была характерна для России в начале 1990-х годов.

Рассматривая вопрос о связи внутреннего и внешнего равновесия, автор обращается к работам Р. Манделла. Для него модель Манделла представляет интерес, прежде всего, в свете анализа (с позиций кейнсианства) российской экономики, специфическим образом интегрированной в мировое хозяйство.

Специфика российской экономики, по мнению Маневича (уточним: экономики докризисного периода), заключается в том, что в терминах модели Манделла она находится (находилась) в точке, где уровень бюджетных расходов слишком мал, а ставка процента слишком высока, чтобы соответствовать цели поддержания занятости.

Параграфы 1—5 главы 4 посвящены подробному изложению варианта теории экономического роста Харрода, который представлен в его работе 1973 г.⁹ Эта работа интересна Маневичу вниманием к проблемам внешней торговли и движения капитала, но более всего тем, что в ней обсуждаются вопросы эффективности кредитно-денежной и финансовой политики.

Нет ничего неожиданного, что автор касается важного для кейнсианства вопроса о том, в какой мере статическая теория Кейнса «протодинамическая». Он достаточно подробно обсуждает не только собственно модель Харрода, но и ее проекцию на российскую экономику. Опираясь на собственные расчеты, автор приходит к выводу, что фактический темп роста российской экономики (по крайней мере, до кризиса) был меньше оптимального, а последний — меньше обеспеченного. Подобная ситуация представляла собой достаточно редкий случай гармонии целей, позволявший мерами финансового и кредитно-денежного стимулирования добиваться повышения темпов роста без опасения инфляции, вызванной избыточным спросом (с. 116). Однако высокий уровень монополизма создает опасность инфляции издержек, борьба с которой требует особых мер воздействия, в том числе политики доходов, регулирования цен и т. д.

Не ставя под сомнение предложенный вывод и тем более расчеты, заметим, что при оценке гарантированного темпа автор исходил из того, что желаемые сбережения равны фактическим внутренним, скорректированным на величину сальдо движения капитала. Нам представляется, что различия

⁹ *Harrod R. Economic Dynamics*. L.: MacMillan; N. Y.: St Martin's Press, 1973 (рус. пер.: Харрод Р. Теория экономической динамики. М.: ЦЭМИ РАН, 2008).

между фактическими и желаемыми сбережениями не могут быть сведены к этой величине, хотя последняя, безусловно, влияет на объем сбережений.

Создание теории экономического роста не решило в полной мере проблему построения кейнсианской теории экономической динамики хотя бы потому, что в нее не были интегрированы деньги. Хотя важность кредитно-денежной политики в обеспечении устойчивого роста признавалась, механизм ее влияния оставался за рамками рассмотрения. Устранить этот пробел была призвана модель Тобина, изложению которой Маневич посвящает *главы 5 и 6*.

В модели Тобина предпринята попытка соединить теорию денег Кейнса и теорию роста Харрода. Вопрос, который особенно интересен Маневичу и на который пытался ответить Тобин, состоял в том, как должно изменяться предложение денег (размер дефицита), чтобы обеспечить равенство желаемых сбережений и желаемых инвестиций и тем самым приблизить траекторию гарантированного роста к траектории оптимального (естественного) роста. Этим определялась динамическая роль денежной политики.

Модель Тобина мы предпочли бы назвать моделью общего денежного равновесия, хотя Маневич называет ее монетарной динамической моделью. Выбор экзогенных переменных позволяет решить соответствующую систему уравнений и обозначить переменные, находящиеся под контролем денежных властей. Так, наличие активов с фиксированной нормой доходности позволяет, изменяя их предложение, влиять на рыночную цену и норму доходности других активов. Здесь и открывается окно возможностей для денежной политики.

Мы согласны с Маневичем, что в российских условиях 1990-х годов, когда большую роль играли степень расширения государственного долга и инфляция, нельзя было ожидать «правильной» реакции рынка на увеличение предложения государственных обязательств. Но если это обстоятельство, наряду с другими, затрудняло проведение целенаправленной денежной политики в 1990-е годы, то трудности прошедшего десятилетия были связаны с иными факторами. Как отмечает автор, зависимость денежного предложения от поступления иностранной валюты и профицит бюджета привели к тому, что обычные рычаги кредитно-денежной политики оказались малоэффективными (с. 161).

В настоящее время ситуация изменилась. Правительство выступает как активный заемщик на рынке капитала. Однако, как считает автор, для эффективного воздействия на рынок капитала (через ставку процента и, как следствие, приемлемую доходность инвестиций) правительство должно действовать не только как заемщик, но и как кредитор через соответствующие посреднические финансовые институты.

Завершающая работу *глава 7* посвящена обсуждению элементов неравновесного анализа у Маршалла, Хикса, Д. Патинкина, А. Лейонхуфвуда, Р. Бэрроу и Г. Гроссмана. Очевидно, что глава выходит за рамки кейнсианской традиции уже потому, что среди представленных авторов к кейнсианцам мы бы отнесли только Лейонхуфвуда. Но, по-видимому, автору важнее понять, как происходило «нащупывание» динамики, нежели оставаться в рамках кейнсианства. Речь идет об экономистах, которые пытались уйти от модели «совершенной экономики» и сталкивались с вопросом о характеристиках неравновесных процессов. Единого ответа на этот вопрос не было. Точкой отсчета для всех была модель Вальраса, но варианты предлагались разные. Можно сказать, что «совершенство» уникально, а несовершенство — разнообразно.

Одним из наиболее обсуждаемых вопросов в рамках проблемы «динамизации» теории, который поставил еще Маршалл, был вопрос об относительной скорости реакции цен и количеств. Действительно, чтобы описать реакцию

системы на внешнее возмущение, при этом не отказываясь от модели равновесия, естественно задаться вопросом, какая характеристика состояния рынка изменяется быстрее — цена или количество. Маневич считает, что при правильном понимании Маршалла сама постановка этого вопроса едва ли правомерна. Он полагает, что у Маршалла процесс возвращения к равновесию предполагал изменение обеих переменных, а идея восстановления равновесия только за счет изменения цен является следствием приверженности Вальраса абстракции «меновой экономики», тогда как у Маршалла «производство присутствует с самого начала» (с. 201). Действительно, Вальрас обращается к модели с производством после рассмотрения модели обмена, но в модели с производством количества товаров, как и цены, изменяются в ответ на изменение экзогенных переменных, например цен факторов, потому с этим упреком в адрес Вальраса вряд ли можно согласиться. Чего действительно не допускал Вальрас, так это сделок по неравновесным ценам (отсюда образ аукциониста или предпосылка о возможности перезаключения контрактов до момента окончательных расчетов).

В заключение вернемся к тому, о чем говорилось в самом начале, а именно о необычном жанре этой книги. Нельзя сказать, что соединение кейнсианского подхода с российской экономикой во всех аспектах оказалось совершенно убедительным и полностью реализованным. Проблема здесь не только и даже не столько в особенностях отечественной экономической системы, сколько в принципиальной сложности «наложения» развитой теории на реальность. Безусловно, понимая это, автор, во-первых, предложил многомерную картину кейнсианства и, что особенно интересно и несколько неожиданно, попытался отчасти «вернуть» его к неоклассическим истокам, сделав работу в определенном смысле дискуссионной; во-вторых, использовал интересный и оригинальный статистический материал, касающийся характеристики отечественной экономики, и тем самым сделал смелый шаг от высокой теории к суровой реальности.

*А. ЧАЛЕНКО,
кандидат технических наук,
старший научный сотрудник Института
экономико-правовых исследований НАН Украины*

СКРЫТЫЕ РЕЗЕРВЫ МЕТОДА В. ЛЕОНТЬЕВА «ЗАТРАТЫ—ВЫПУСК»

В основе метода «затраты—выпуск» лежит межотраслевой баланс, представляющий собой таблицу коэффициентов, которые отражают пропорции производства и обмена товарами и продуктами между отраслями в хозяйственной системе. В 1925 г. В. Леонтьев опубликовал статью о балансе народного хозяйства СССР за 1923—1924 гг. с уникальной таблицей межотраслевых связей. Это положило начало новому научному направлению межотраслевого анализа¹.

Особенность данного метода заключалась в применении законов сохранения к экономическим потокам, связывающим секторы в хозяйственной системе. С этой целью в 1949 г. Леонтьев предложил матрицу отраслей (шахматную таблицу), где строки и столбцы представляли отрасли, а элементы матрицы, сформированные на пересечении соответствующих строк и столбцов, — межотраслевые коэффициенты, показывающие долю затрат одной отрасли в выпуске другой. Используя математический аппарат линейного программирования, он рассчитал систему межотраслевых коэффициентов, которая однозначно определяла потоки в экономике страны за анализируемый период.

Так впервые был разработан важнейший инструмент статистического отображения хозяйственной деятельности, который позже вошел в обязательную процедуру анализа СНС. В 1948 г. Леонтьев создал Гарвардский центр экономических исследований, который стал ведущим в мире по развитию метода «затраты—выпуск»². В центре были проведены расчеты по данным экономик развитых стран и выполнены прогнозы мирового экономического развития до 2000 г. Эта работа была удостоена Нобелевской премии по экономике за 1973 г. «за развитие метода „затраты—выпуск“ и его применение к важным экономическим проблемам»³.

Рассмотрим более детально суть метода Леонтьева. Межотраслевые коэффициенты устанавливают связь между производством и потреблением

¹ Гранберг А. Василий Леонтьев и его вклад в мировую экономическую науку. www.institutiones.com/personalities/71-2008-06-12-11-10-29.html.

² Парадоксы Леонтьева. www.poisknews.ru/2006/11/28/print:page,1,paradoksy_leonteva.html.

³ Василий Васильевич Леонтьев — справочник «Биография великих ученых». www.freecopy.su/ERUDITE/395.shtml.

ресурсов (продуктов) отраслями в экономической системе. Однако на его величину влияют не только затраты и выпуск, но и частные уровни рентабельности институциональных единиц, транзакционные издержки обмена и распределения. Отсюда следует, что межотраслевые коэффициенты носят интегральный характер, включают неопределенности формирования элементов. Именно поэтому метод «затраты—выпуск» используется исключительно на макроуровне и для сопоставления экономик разных стран. Действительно, при межстрановых сопоставлениях мы «сокращаем» транзакционные издержки и получаем чистые пропорции межотраслевого обмена сравниваемых экономик.

Отметим, что изначально состав отраслей был определен Леонтьевым без учета институционального деления экономики, которое было проведено значительно позже, при создании СНС. Поэтому в состав производящих отраслей попали государственное регулирование, финансовые услуги, торговля, образование, услуги населению, то есть оказались смешаны реальный товарный выпуск и услуги нематериального характера. Это также внесло значительные искажения в модель «затраты—выпуск». В результате традиционное применение метода «затраты—выпуск» к экономике в целом оказалось недостаточно эффективным из-за большого числа неопределенностей, которые невозможно учесть.

Мы попытались развить метод Леонтьева, найти новые возможности его применения в современных условиях. Для этого в качестве базового объекта принят государственный бюджет, а в качестве агрегатов затрат и выпуска рассмотрены его расходные и доходные статьи. Это позволяет заменить «неустойчивые» рыночные параметры модели на «более устойчивые» фискальные показатели. В качестве затрат бюджета выступают государственные услуги и трансферты (расходные статьи), в качестве выпуска — налоги, рентные платежи, лицензирование, пошлины и др. (доходные статьи).

Рассмотрим затраты бюджетизируемой территории. Как известно, численность населения данной территории изменяется достаточно медленно, монотонно и легко прогнозируется. Следовательно, можно достаточно точно определить необходимый объем государственных расходов и услуг по обеспечению жизнедеятельности населения. Это: охрана правопорядка; государственное управление; медицинское обслуживание (количество больниц); образование (количество школ, институтов, дошкольных учреждений); выплата пенсий и пособий; предприятия бытового обслуживания; предприятия общественного питания; предприятия коммунального сектора; транспорт; охрана окружающей среды; трансферты отраслям экономики и др. По приведенному перечню существуют нормативы (например, на 1000 человек населения). В результате затратные (расходные) статьи бюджета преимущественно неэластичны, четко определены и зафиксированы.

Выпускные (доходные) статьи бюджета также достаточно определены. Из года в год на заданной территории прогнозируемо собираются налоги и платежи, пошлины, в том числе: налог на прибыль предприятий; подоходный налог с юридических и физических лиц; налог на добавленную стоимость; пенсионный сбор; рентные платежи; различные сборы и пошлины; штрафы и другие платежи. Таким образом, мы имеем неэластичные доходы бюджета, которые мало изменяются в равновесной экономике.

Построив межотраслевой баланс для статей доходов и расходов бюджета, получим бюджетную матрицу, которую можно использовать в процессах прогнозирования и государственного фискального регулирования экономики. Ее преимущество состоит в максимальной определенности, фиксированно-

сти статей бюджета, возможности реально прогнозировать развитие экономической территории. Данный подход к бюджетному процессу позволяет создавать модели экономического роста, адекватно отражающие хозяйственные процессы в системе. Пример такой бюджетной матрицы представлен на рисунке 1.

На приведенной схеме доходы бюджета по статьям отображаются строками бюджета, расходы — столбцами. Бюджетные (межотраслевые, по Леонтьеву) коэффициенты указывают на пропорцию их распределения, например, коэффициент b_{41} определяет часть налогов по статье 4,

которая переходит в трансферт по статье 1. Коэффициенты формируются исходя из реальных фиксированных потребностей региона и реального их обеспечения. В результате бюджетные средства рационально распределяются между статьями доходов и расходов через систему коэффициентов, обоснованных объективными статьями бюджета.

Существующая практика бюджетирования опирается на модель, по которой доходы сначала собирают в бюджет, а затем распределяют по статьям расходов с учетом принятых пропорций, лоббирования интересов определенных политических групп. Это искажает и ухудшает бюджетный процесс, приводит к потерям, что сказывается на эффективности государственного управления в системе. Предлагаемый метод бюджетирования исключает такое «ручное» управление бюджетом, что позволяет существенно улучшить фискальную политику государства. При этом процесс бюджетирования переходит из политической, законодательной плоскости в чисто техническую, исполнительную.

Дополнительные синергетические преимущества применения бюджетной матрицы состоят в возможности группировать потоки доходов и расходов по их свойствам, что обеспечивается коэффициентами бюджетной матрицы. В результате формируются замкнутые контуры, имеющие различную скорость обращения, в которых преобразование статей доходов бюджета в статьи расходов строго определено и осуществляется наиболее эффективно. Например, выплата зарплат работникам бюджетной сферы из сумм подоходного налога в текущем месяце приведет к экономии расходов бюджета (потоки доходов и расходов замыкаются в контуре, что позволяет экономить значительные средства). Учитывая, что в указанном контуре происходит 12 оборотов за год, получаем прирост бюджета за счет скорости обращения в данном контуре. Если же из средств подоходного налога финансируется какой-либо бюджетный долгострой, то эффект возврата в бюджетном периоде и соответствующий прирост бюджета отсутствуют. В результате получаем своеобразный инструмент его «подкачки» за счет повышения оборачиваемости расходов.

Рассмотрим модель потоков в экономической системе, построенную на основе предлагаемого принципа (см. рис. 2). Она включает бюджетную матрицу и экономику территории (страны, региона), структурированную на институциональные секторы бюджетирования: внутренних, многооборотных, инновационных и трансфертных процессов. Указанным институциональным секторам соответствуют контуры, включающие потоки доходов (Д) и расходов (Р), связанные через коэффициенты бюджетной матрицы.

**Бюджетная матрица
коэффициентов**

		ТРАНСФЕРТЫ						
НАЛОГИ	b_{11}	b_{12}	b_{13}	b_{14}	b_{15}	b_{16}	b_{17}	
	b_{21}	b_{22}	b_{23}	b_{24}	b_{25}	b_{26}	b_{27}	
	b_{31}	b_{32}	b_{33}	b_{34}	b_{35}	b_{36}	b_{37}	
	b_{41}	b_{42}	b_{43}	b_{44}	b_{45}	b_{46}	b_{47}	
	b_{51}	b_{52}	b_{53}	b_{54}	b_{55}	b_{56}	b_{57}	
	b_{61}	b_{62}	b_{63}	b_{64}	b_{65}	b_{66}	b_{67}	
	b_{71}	b_{72}	b_{73}	b_{74}	b_{75}	b_{76}	b_{77}	

Рис. 1

Модель потоков в экономической системе

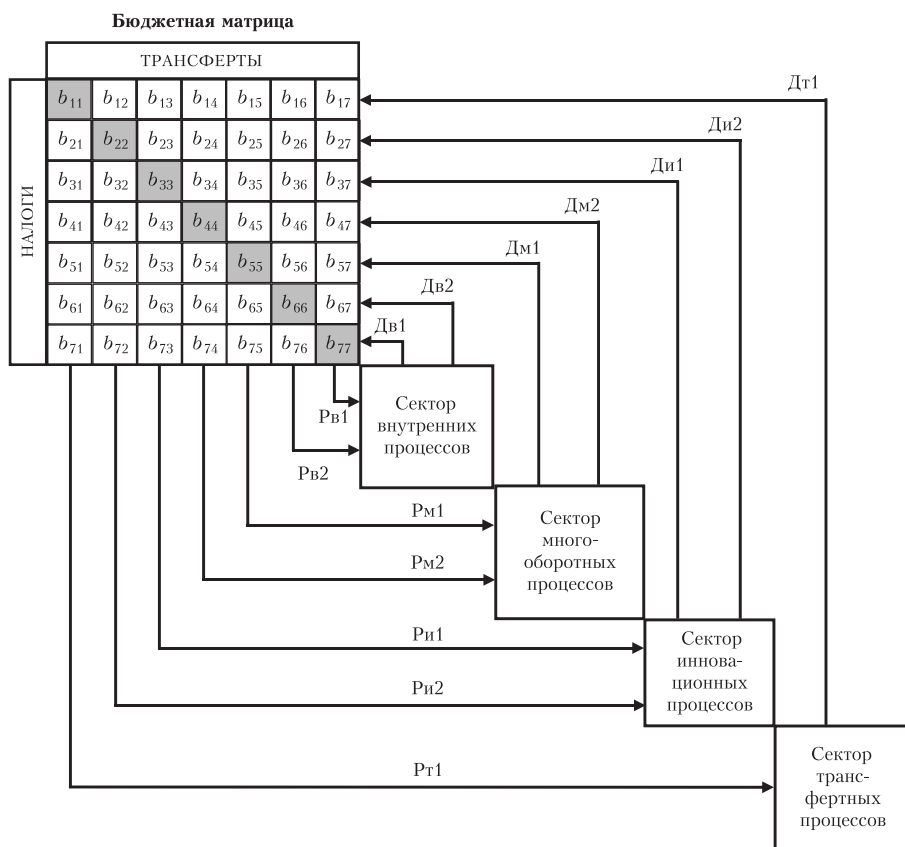


Рис. 2

В контуре *внутренних* процессов потоки доходов $Дв1$, $Дв2$ через коэффициенты b_{77} , b_{66} переходят в потоки расходов $Рв1$, $Рв2$, которые поступают в тот же институциональный сектор внутренних процессов. Благодаря многократным оборотам в контуре указанные потоки увеличивают реальный объем бюджета.

В контуре *многооборотных* процессов бюджетные средства инвестируются в проекты краткосрочной реализации, которые уже в текущем бюджетном периоде дают доходы в бюджет. Потоки $Рм1$, $Рм2$ через коэффициенты b_{44} , b_{55} обеспечивают прирост потоков $Дм1$, $Дм2$. Таким образом, повышение скорости оборота средств данного контура тоже приводит к увеличению «подкачки» реального бюджета. Например, поддержка малого бизнеса из бюджетных средств позволяет получить быструю отдачу $Дм1$, $Дм2$ уже в текущем бюджетном периоде. Эта отдача растет за счет ускорения оборачиваемости средств в данном контуре.

Контур *инновационных* процессов имеет наивысший коэффициент превращения затрат в выпуск. Поэтому преобразование потоков $Ди1$, $Ди2$ через коэффициенты b_{22} , b_{33} в потоки $Ри1$, $Ри2$ — даже если время обращения контура больше бюджетного периода — будет давать прирост бюджета. В этом случае целесообразно финансировать из его средств ряд инновационных проектов, разнесенных во времени, чтобы внедренный инновационный проект увеличивал доходы бюджета, используемые для текущего инновационного проекта.

Контур *трансфертов* предусматривает бюджетную поддержку естественных монополий, системные воздействия на субъектов хозяйственной деятельности, реализацию долговременных проектов. В данном контуре поток D_{t1} через коэффициент b_{11} преобразуется в поток P_{t1} , который не вызывает «подкачки», но при этом сам контур остается важным стабилизирующим элементом системы.

Мы показали, как благодаря организации бюджетных контуров доходы преобразуются в расходы через коэффициенты преимущественно главной диагонали матрицы. Однако и другие ее коэффициенты могут вносить существенный вклад в этот процесс.

В данном случае мы имеем дело с межконтурным перетоком средств бюджета через сформированные при помощи коэффициентов матрицы дополнительные потоки — «мосты». Такой «мост» представляет собой поток, связывающий два контура, что допускает различные комбинации взаимодействия доходов и расходов бюджета. Коэффициенты матрицы, не лежащие на главной диагонали, позволяют мобилизовать бюджетные средства на выполнение приоритетных задач социально-экономического развития. Например, увеличивая коэффициенты одного из столбцов матрицы за счет перераспределения коэффициентов в строках, получаем прирост трансфертов. В результате мы автоматически инвестируем бюджетные средства в заданном направлении.

Проведенные расчеты на базе предлагаемой модели с использованием статистических данных бюджета Украины подтвердили возможность увеличить реальный бюджет до 13,4% при неизменной системе налогообложения⁴. Следовательно, предлагаемая модель бюджетного регулирования, основанная на использовании метода «затраты—выпуск», свидетельствует о его скрытых резервах.

Практические преимущества предлагаемой модели состоят в том, что ее можно применять для экономических систем разных уровней: отдельного предприятия, районного, городского, регионального, общегосударственного и межгосударственного. При этом консолидация бюджетов производится по известным правилам преобразования матриц. Кроме того, можно уточнить базовую модель Леонтьева «затраты—выпуск» в части отдельных институциональных секторов.

Выявленный эффект «подкачки» бюджета за счет объединения потоков доходов и расходов в соответствующие контуры, даже при неизменной системе налогообложения, позволяет сократить дефицит государственного бюджета. Учитывая, что бюджет — это компромисс между желаемым и возможным и допускает определенный выбор направлений расходов, на стадии его формирования следует закладывать данный эффект и отдавать предпочтение расходам, которые смогут обеспечить рост доходов уже в текущем бюджетном периоде.

⁴ Чаленко А. Новый подход к бюджетному регулированию экономики Украины // Бизнесинформ. 2006. № 12. С. 12—16.

ОБ ИТОГАХ VI ПЕРМСКОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО ФОРУМА «НОВАЯ ЭКОНОМИКА И КУЛЬТУРНАЯ ПОЛИТИКА»

17–18 сентября 2010 г. состоялся шестой Пермский экономический форум «Новая экономика и культурная политика». На форуме с докладами выступили представители бизнеса, научных организаций, учебных заведений, средств массовой информации и органов государственной власти. Идею форума можно сформулировать так: у России нет выбора — нужно двигаться вперед, иначе мы безнадежно отстанем.

О. Чиркунов (*губернатор Пермского края*) обозначил цели и задачи форума как поиск рецепта создания нового успешного постиндустриального общества. Ингредиенты вроде бы известны: университеты, инновации, новые технологии. Но какими должны быть последовательность и пропорции? Понятно одно: в основе всего — интеллектуальный, креативный человек. Чем выше концентрация таких людей в одной точке, тем больше шансов на успех. В Пермском крае эти задачи уже начали решать: два пермских университета получили статус национальных исследовательских.

Е. Ясин (*научный руководитель Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»*) обратил внимание собравшихся на то, что сегодня у России есть уникальная возможность, которую нельзя упустить. Стране необходимы серьезные институциональные реформы, которые позволят поднять деловую и гражданскую активность населения, изменить систему ценностей и преодолеть культурный барьер. Этот барьер отделяет нас от стран, в которых производительность в три-четыре раза выше, чем в России.

По мнению **Д. Дондурея** (*главного редактора журнала «Искусство кино»*,

члена Совета по культуре и искусству при Президенте РФ), в России не принято обращать внимание на содержательные составляющие экономического развития, связанные с мировоззрением занятых в хозяйственной деятельности людей. Работающие здесь нормы морали (запреты), поведенческие образцы (паттерны, нравы), состав и иерархии ценностей, массовые стереотипы определяют модели представлений и действий, обусловленные национальным характером. В анализе реальной экономики они либо переводятся на периферию профессиональных интересов, либо вообще табуируются. Культура у нас не рассматривается в широком понимании — как смыслообразующая и тем более регулирующая все виды общественной практики система.

Я. Кузьминов (*ректор НИУ «Высшая школа экономики»*) сравнил деятельность российских университетов в первом и втором десятилетиях XXI в. и сделал заключение, что молодые россияне рассматривают высшее образование как важнейшую инвестицию. Они вкладывают время, деньги, усилия, надеясь капитализировать свои способности и энергию. Так появляется массовый спрос, обеспечивающий России лидирующее положение в мире по охвату высшим образованием. Однако сегодня российская система вузов представляет собой «заповедник индустриальной идеологии» с узкоспециализированной отраслевой направленностью, плановыми механизмами координации, устаревшим содержанием и формой обучения. Какими должны стать российские университеты и система высшего образования в ближайшие десятилетия? Чему они должны обучать студентов, чтобы экономика действительно стала конкурентоспособной, чтобы индивидуальные инвестиции всерьез окупались? Эти и другие вопросы предстоит решать общими усилиями всем, кто желает процветания страны.

Б. Мильграм (*министр культуры, молодежной политики и массовых коммуникаций Пермского края*) представил

«Концепцию культурной политики Пермского края». Культура как система, создающая смыслы и ценности, всегда была пространством самоопределения человека. Сегодня происходит становление новой ценностной, коммуникативной и инструментальной среды, в которой потребление культурных продуктов и услуг отступает на второй план, а на первый выходит создание возможностей для творческого самовыражения и самореализации каждого человека. Это политический и макроэкономический процесс, описываемый современными теоретиками как становление креативной (творческой) экономики. Пермский край приобрел заслуженную репутацию региона новаторских инициатив в области управления. Разработка концепции культурной политики края под названием «Пермский проект» — один из важнейших шагов в этом направлении.

И. Стародубовская (*руководитель направления Института экономической политики имени Егора Гайдара*) проанализировала посткризисную ситуацию. Модернизация подразумевает создание условий для роста нового и одновременно спокойного отмирания того, что не жизнеспособно. Распространенная сегодня политика ручного обеспечения роста новых секторов при доминировании и поддержке традиционных отраслей представляется не очень эффективной. Кризис не выполнил функцию расчистки местности для новой модернизации ни в регионах, ни по стране в целом, ни в мире. Поэтому вопрос, что будет дальше, актуален не только для отдельного региона, не только для России, но и для всего мира.

Л. Любимов (*заместитель научного руководителя НИУ «Высшая школа экономики»*) считает, что вопросы культуры, междивизиационных отношений, кризиса идентичностей, изменения состава культурных мегаобществ, болезней ценностных систем стали центральными после окончания холодной войны. Определить, «кто мы» и «с кем мы», оказалось важнейшей задачей едва ли не для каждого народа на нашей планете. Мир, ранее политически сцепленный в первый, второй и третий миры стратегическими, идеологическими и экономическими мотивами, ощутил, что важнейшим мотивом стал цивилизационно-культурный. И это привело к перестройке всех сцепок и к массовым идентификационным ревизиям.

В рамках форума работали двенадцать секций, на которых обсуждались различные аспекты модернизации России. Модератор секции «Медиа будущего» **В. Гатов** (*Гильдия издателей периодической печати*) обобщил идеи участников дискуссии и отметил, что сегодня медиа стали актуальным способом доставки обществу сообщений, и прежде всего культурных. При этом СМИ могут оказывать как позитивное, так и разрушительное воздействие на страны, их политику и культуру в любом ее понимании. По мнению участников, сегодня особенно актуален вопрос активного участия СМИ в выработке культурной политики страны.

Модератор секции «Инвестиции в культуру» известный предприниматель **А. Мамут** отметил, что если к инвестициям в культуру подойти шире, чем просто к поиску источников финансирования для социокультурных проектов, то инвестирование в культуру должно стать главным приоритетом государства. Модернизация синонимична новым людям. Инвестиции в новых людей — это и есть модернизация. Инвестиции в культуру — это инвестиции в человека.

Участники секции «Культурная политика Европы» обсуждали, как город, в частности Пермь, может стать европейской культурной столицей и не потерять свою идентичность. Модератор секции **М. Гартман** (Германия) уверен, что если Пермь хочет стать центром высокой культуры, то необходимо использовать энергию общества, вовлекать как можно больше людей в проекты культурных изменений.

По мнению участников секции «Культура и гражданское общество: тотальная синергия», которой руководил **Л. Якобсон** (*первый проректор НИУ «Высшая школа экономики»*), с одной стороны, в Перми реально сформировано гражданское общество, существует диалог внутри общества. Но с другой стороны, очевидно, что общественность города недовольна своей недостаточной вовлеченностью в реализацию местной культурной политики. Для развития региона необходимо активное участие самих жителей, иначе велик риск потерять все достигнутые позитивные результаты.

Дискуссия в секции «Религиозные течения в России и модернизация», под руководством **Л. Харрисона** (*Институт*

культурных изменений Школы Флетчера, США), несмотря на разные взгляды участников, прошла достаточно мирно. Участники пришли к общему мнению, что в России православие играет недостаточную роль в процессах модернизации.

Участники секции «Образование для модернизации» обсуждали прикладные аспекты и пути совершенствования российских вузов. По словам ведущего секции **А. Панова** (газета «Ведомости»), если страна куда-то хочет двигаться, ей необходимо современное образование. Одним из очевидных показателей эффективности образования являются выпускники университетов, конкурентные в любых странах. Сегодня российская система вузовского образования очень далека от лучших университетов мира. Но нам следует равняться именно на лучшее. Сначала сравниваемся, потом обгоним.

На секции «Наука и инновационная инфраструктура вузов», которой руководил **И. Пономарев** (депутат Госдумы РФ), эксперты обсуждали проблемы управления инновационной деятельностью в университетах, системный подход к формированию инновационной инфраструктуры университетов, а также роль и участие органов государственной власти в этом процессе. Эксперты высказали мнение, что критерии приоритетов в науке и образовании должны формироваться с учетом экономической ситуации в регионе. Образование должно быть интересным, а наука — полезной бизнесу и государству.

По мнению Пономарева, у России свой путь: что-то позаимствуем у зарубежных коллег, что-то придумаем сами, наделав кучу ошибок. Но каждый подобный форум означает шаг вперед в углублении понимания, куда двигаться дальше.

Подводя итоги форума, Олег Чиркунов отметил, что главная задача власти — создать в регионе площадку для инноваций, такое пространство, чтобы люди захотели здесь жить и работать.

Пермский экономический форум принес два практических результата: госкорпорация «Роснано» и пермская компания «Новомет» представили крупнейший проект в нефтяной отрасли с объемом инвестиций 18,5 млрд руб. и ОАО «Вымпел-Коммуникации» заключило соглашение о социально-экономическом сотрудничестве с правительством Пермского края и администрацией города Перми. Летом 2010 г. в Перми началось строительство Центра поддержки клиентов (ЦПК) «Билайн», проживающих в Уральском и Сибирском регионах. Общий объем инвестиций составит около 1 млрд руб., будет создано 1130 новых рабочих мест.

В рамках программы форума в Государственной художественной галерее Перми прошел благотворительный аукцион, где были представлены работы крупнейших российских художников. На аукционе было продано 15 арт-объектов на общую сумму более 600 тыс. руб. Все средства, вырученные на аукционе, направлены на реализацию программ эстетического воспитания в детских домах.

Высказанные на Пермском экономическом форуме идеи культурной революции нашли продолжение на фестивале театра и кино «Текстура». В жюри фестиваля вошли участники форума актер Вениамин Смехов и телеведущий Александр Любимов.

*А. Тюрина,
руководитель Представительства
Пермского края при Правительстве
Российской Федерации*