

# ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И УСЛОВИЯ ФОРМИРОВАНИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО СОВОКУПНОГО СПРОСА

**Сергей ДУБИНИН**

доктор экономических наук, профессор,  
член Совета директоров  
ЗАО «ВТБ Капитал»

Оικονομία • Πολιτικά

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ • ΠΟΛΙΤΙΚΑ

Т е о р и я

**В**ыход мировой экономики из затяжной глубокой рецессии 2007—2009 годов происходит вяло, без значительного ускорения экономического роста. В экономике США и других развитых стран не наблюдается быстрого послекризисного восстановления, которое происходило ранее на подобных этапах возобновления роста.

Политиков США в первую очередь беспокоит сохранение высокого уровня безработицы в стране. При этом отсутствие роста занятости не является структурной проблемой качества или количества рабочей силы. Всему виной недостаток совокупного спроса — утверждает Кристина Ромер, председатель Комитета экономических советников при президенте США. Объясняя сохранение безработицы на уровне 9,7% рабочей силы, она сказала, что «значительный рост долгосрочной безработицы вызван столь же долгосрочным коллапсом совокупного спроса»<sup>1</sup>.

Действительно, совокупный спрос частного сектора в этих странах стагнирует. При этом доля сбережений в располагаемом доходе домохозяйств, которая неуклонно снижалась в период с 2000 года и составляла накануне кризиса около 2% в большинстве развитых экономик, начала увеличиваться в период кризиса. Частный сектор (домохозяйства и корпорации) ограничил использование кредита и затраты на потребление.

Государственный спрос, напротив, наращивается благодаря увеличению дефицитов бюджетов всех

<sup>1</sup> Wall Street Journal. 2010. April 17; The Washington Post. 2010. April 19.

уровней власти, а также государственной задолженности. Но это разрастающееся долговое бремя, в свою очередь, является ограничителем роста экономики. Сниженные практически до нулевого уровня учетные ставки центральных банков не оставили правительствам и центральным банкам пространства для дальнейшего маневра.

Проблема государственного регулирования экономики сегодня заключается не в выборе между кейнсианской или монетаристской версиями, а в том, что оба подхода оказались недостаточно эффективными — как накануне кризиса 2007—2009 годов, так и в ходе его преодоления. Одной из важнейших причин современных сложностей в формировании достаточного уровня совокупного спроса стала глобализация экономических процессов, которая модифицировала условия применения инструментов этого регулирования.

Поднимая вопросы современного совокупного спроса и экономического роста, мы неизбежно обращаемся к оценкам движения финансовых потоков, создающих условия его формирования. Кризис вызвал глубокое изменение направления и интенсивности движения финансовых потоков в глобальной финансовой системе, а именно эта структура определяет параметры совокупного спроса и в развитых странах, и в странах с развивающимися рынками.

## 1. Вызовы глобальной финансовой системы

Глобальные финансовые рынки имеют собственную институциональную и техническую инфраструктуру. Юридическая система использует в первую очередь британское право. Национальные финансовые системы, включающие государственные бюджеты, рынки ценных бумаг, банки и другие финансовые учреждения в течение последних трех десятилетий превратились в звенья глобальной финансовой системы. Но условия и технологии подключения национальных систем к глобальной зависят от степени «зрелости» национальных институтов, от их способности эффективно формировать национальные сбережения и мобилизовать средства для инвестиций. Международное движение финансовых (денежных) потоков зависит от «силы притяжения» национальных финансовых систем, выражающейся в оценке сочетания рисков и доходности инвестиций на местных финансовых рынках, то есть — от формирующейся на этой основе национальной конкурентоспособности.

В результате формирование национального совокупного спроса, потребления (частного и государственного) и инвестиций оказалось как бы оторванным от создания сбережений в национальной экономике — по крайней мере на некоторое время. Экономика США сумела создать такую изоцированную финансовую систему, которая обеспечила приток в данную страну наиболее масштабных финансовых ресурсов в мире. Следовательно, использование глобального финансового рынка для привлечения вложений в долговые обязательства, для получения кредитов частным (корпорации и домохозяйства) и государственным сектором США оказалось важнейшим методом финансирования потребления и инвестиций в этих секторах, несмотря на снижение уровня сбережений вплоть до нулевой отметки.

Национальные сбережения накапливаются, выходят на глобальный рынок и инвестируются в сделки с финансовыми инструментами. Приобретение прав на акционерный капитал или долговых обязательств предприятий реального сектора своей собственной страны — лишь один из вариантов размещения средств в финансовые инструменты, наряду с приобретением любых производных инструментов (деривативов), акций корпоративного сектора или государственных облигаций, эмитируемых в любых других странах.

На специфические черты функционирования глобальной финансовой системы в канун кризиса обратил внимание Филип Стефенс:

«С самого начала этот кризис был как бы полон иронии. Очень важной причиной того, что столь огромные суммы денег отовсюду вливались в систему и создали огромное „водохранилище“ для кредитования американских покупателей домов, по определению не способных когда-либо выплатить эти долги, стал тот факт, что в мире многие растущие нации были готовы поверить Западу на слово... Даже если политики сегодня лучше понимают риски взаимозависимости и уязвимость конкретных институтов и финансовых инструментов, они весьма далеки от достижения консенсуса по поводу того, как совместно разделить ответственность за наведение порядка в глобальном масштабе. Итак, прошло три года. А положение вещей во многом точно такое, каким оно было с самого начала. За исключением того, что большинство из нас стали беднее»<sup>2</sup>.

По данным МВФ, к 2008 году в мире сложилось огромное превышение сбережений над инвестициями. В странах с таким профицитом его масштабы составили более 2000 млрд долл. Страны — экспортеры нефти формируют 813 млрд долл. чистых сбережений. Одновременно ряд стран — импортеров нефти также генерировали такой профицит: Китай — 399 млрд долл., Германия — 279 млрд долл., Япония — 194 млрд долл.<sup>3</sup> Большинство таких стран, за исключением Японии, в предкризисный период имели «двойной профицит» — государственного бюджета и текущего платежного баланса. Профицит текущего счета платежного баланса в период кризиса в тех же самых странах — экспортерах товаров и услуг, в свою очередь, продолжает оставаться положительным и составляет на сегодня в Китае — 4,2% ВВП, в Германии — 5,2%, в Японии — 3,3%<sup>4</sup>.

Экспорт новых индустриальных стран с развивающимися рынками по-прежнему ориентирован на потребление в развитых странах. При этом их платежный баланс положителен. Чтобы избежать повышения курса национальных валют, правительства и центральные банки развивающихся рынков как накануне кризиса, так и сегодня скупают доллары и евро, стерилизуют их в стабилизационных фондах и резервах. Если, подобно Китаю, они сохраняют фиксированный курс своей валюты, ситуация принципиально не меняется. Средства фондов и резервов размещаются в государственных и квазигосударственных обязательствах США и стран еврозоны и на счетах банков этих стран. Таким образом, расширяется частное и государственное потребление в этих развитых странах.

Движение финансовых потоков «снизу вверх по склону», как выразился американский экономист Брэд Сетсер<sup>5</sup>, не прекращалось во время кризиса и продолжается в период выхода из рецессии. Однако не все страны, которые пользовались возможностью расширения внутреннего государственного и частного потребления накануне кризиса за счет размещения на глобальном рынке долговых обязательств, могут и сегодня продолжать это делать. США и, в меньшей степени, Великобритания сохранили эту возможность, а Испания, Греция, Португалия, страны Балтии ее практически утратили.

Таким образом, сформировалось устойчивое разделение стран на группы: (1) с дефицитом текущего платежного баланса; (2) с дефицитом бюджета; (3) с профицитом текущего платежного баланса и (4) с профицитом бюджета.

<sup>2</sup> Financial Times. 2010. July 30.

<sup>3</sup> Financial Times. 2008. December 27.

<sup>4</sup> The Economist. 2010. August 14. P. 74.

<sup>5</sup> РБК: еженедельный деловой журнал. 2009. Январь.

Страны с «двойным дефицитом» до кризиса превратились в основных международных заемщиков, страны с «двойным профицитом» — в кредиторов. Страны с «двойным дефицитом», в первую очередь США и Великобритания, а также Италия, Испания, Австралия, превратились в страны-должники.

Развитие глобального финансового рынка и банковского сектора в результате кризиса разделилось на период «до краха *Lehman Brothers*» и «после краха *Lehman Brothers*». Однако трансформация национальных сбережений в инвестиции сегодня, «после краха *Lehman Brothers*», так же как и вчера, «до краха *Lehman Brothers*», происходит через глобализированный финансовый рынок.

После ноября 2008 года наблюдается процесс структурной перестройки как институтов (банков, инвестиционных фондов, страховых компаний) и правил работы рынков, так и отдельных финансовых инструментов, а также методов государственного регулирования работы финансовых рынков. Отчасти стихийно, отчасти целенаправленно, но система меняется.

Структура глобальной финансовой системы в ходе кризиса значительно изменилась именно в результате переоценки рисков и оценки доверия к государственным и частным финансовым инструментам. В эпоху «после краха *Lehman Brothers*» давнее распределение ролей сохранилось между дефицитными и профицитными экономиками, однако слабые дефицитные экономики, за исключением США, в значительной степени утратили способность привлекать займы по приемлемой цене.

Таким образом, основными причинами дисбалансов и вызовов глобальной финансовой системы являются, во-первых, глубокие различия в конкурентоспособности и эффективности национальных финансовых систем, которые включаются в работу с глобальной системой на весьма разных условиях; во-вторых, тот факт, что техническое и юридическое развитие инфраструктуры глобальных рынков далеко опередило способность субъектов (участников сделок), операторов на этих рынках оценивать риски сделок с теми или иными финансовыми инструментами; в-третьих, дисбалансы, финансовые «пузыри» на глобальных рынках стали возможными постольку, поскольку не существует методов и учреждений глобального (межгосударственного) их регулирования, а национальное регулирование оказалось явно недостаточно эффективным.

## 2. Позиции развивающихся рынков

С 1991 по 2010 год ВВП ведущих развитых стран мира значительно вырос: в США — на 63%, Канаде — на 60%, Великобритании — на 48%, Франции — на 35%, Германии — на 22%, Италии — на 19% и в Японии — на 16%<sup>6</sup>. В тот же период объем операций на мировом финансовом рынке увеличивался опережающими темпами. Так, накануне кризиса 2007—2009 годов объем сделок со сложными структурированными продуктами — деривативами типа CDO и CDS — вырос до размеров, вдвое превышающих объем глобального ВВП, а весь рынок внебиржевых деривативов превышал глобальный ВВП в 9 раз.

В ходе экономического и финансового кризиса 2007—2009 годов не сохранилось «островов стабильности» ни в развитом мире, ни в развивающихся рынках. Развернулась смена структурообразующих точек роста совокупного спроса. Среди стран развивающегося мира отчетливо выделилась группа растущих развивающихся рынков, прежде всего крупнейших из них: Китай, Индия, Бразилия, Индонезия. Они сохранили потенциал относительно высоких темпов роста. Однако структура и объем совокупного спроса стран

<sup>6</sup> Financial Times. 2010. December 4.

растущих рынков не компенсирует недостаток спроса в глобальном масштабе. Ими не создается объем совокупного спроса, способный ускорить темпы экономического роста в мировом хозяйстве в целом.

Хотя кризис носит глобальный характер, расщепление мирового экономического цикла (*decoupling*) стало реальностью. В ходе кризиса и в процессе выхода из него масштабы спада в развивающихся рынках были гораздо меньше, чем в развитых странах. Исключение — Восточная Европа, в том числе Россия.

В 2008 году доля США в глобальном ВВП составляла 26%, Европейского союза — около 30%, КНР — 8%, остальных стран Азии, за исключением Японии — 17%. В период до 2014 года, по оценке Фредерика Ньюмана (экономиста банка HSBC в Гонконге), доля Китая возрастет на 3,5 п.п. — до 11,5%, а остальных стран Азии (без Японии) — до 20,5%<sup>7</sup>.

Кризисное падение объемов мировой торговли (около 12%) оказалось более глубоким, чем снижение мирового ВВП (сокращение на 3%). Особенно глубоким спадом характеризовались экономики стран с высоким уровнем развития финансового сектора. Однако структурное распределение дисбаланса мировой торговли не изменилось, страны-экспортеры сохранили свои позиции относительно импортеров.

«В период с 2000 г. чистая стоимость накопленного кумулятивного дефицита текущего платежного баланса составила около 6 трлн долл. Эта цифра прямо соотносится с величиной объема мировых официальных золотовалютных резервов, составляющих 7,2 трлн долл... Почти целиком мировые официальные золотовалютные резервы сложились в результате внешнеэкономического дефицита США». И лидером в накоплении этих резервов остается КНР с объемом более 2,5 трлн долл.<sup>8</sup>

Однако из этого не следует, что в мировом хозяйстве все осталось «как было», напротив — в мировом хозяйстве произошли не только конъюнктурные, но и структурные сдвиги. Речь идет, во-первых, об изменениях условий экономического роста и формирования сбережений внутри национальных экономик. Во-вторых, о сдвигах в структуре глобального финансового рынка. И наконец, в-третьих, о пересмотре принципов и правил государственного регулирования экономики в новых условиях.

Показательным примером необходимости и неизбежности структурных сдвигов в период замедленного и неустойчивого выхода из кризиса является экономика такого успешного мирового актора, как Китай. Среднегодовые показатели экономического роста в первом десятилетии XXI века составляли в КНР 10%, в Индии — 7,1%, в странах АСЕАН — 5,4%, тогда как в странах Евросоюза — всего лишь 2,2%<sup>9</sup>.

При всем уважении к высоким достижениям китайской экономики у аналитиков нет и не может быть уверенности в том, что высокие темпы экономического роста там сохранятся, тем более нет уверенности, что Китай заменит увеличением импорта сырья и инвестиционных товаров снижение экспортного спроса развитых экономик на эти товары.

Слабая мировая экономическая динамика ставит и перед Китаем задачу поиска новой модели экономического роста, ориентации не только на экспортный, но и на внутренний спрос. По оценке министерства внешней

<sup>7</sup> Financial Times. 2010. January 27.

<sup>8</sup> Hennigan M. Global Economy: US savings rate rises from close to zero in 2007 as housing wealth falls — bad news for Emerging Economies // Finfacts.com. 2008. November 11.

<sup>9</sup> Лихачев А., Макаров И., Савельева А. На хлеб и воду // Россия в глобальной политике. 2010. № 4.



торговли Китая, продажа потребительских товаров на внутреннем рынке КНР в течение 2009 года выросла до 12 530 млрд юаней, что составило более 50% ВВП страны. В 2010 году поставки на внутренний рынок вырастут еще на 2000 млрд юаней и их объем превысит объем поставок на экспорт. Сумма в 14—15 трлн юаней, то есть около 2,9—3,0 трлн долл., примерно равна ВВП такой страны, как Италия.

Большинство аналитиков убеждены: радикальной смены приоритетов во взаимоотношениях Китая с США и другими западными партнерами не произойдет, поскольку обе стороны просто не могут себе этого позволить. Так, Джон Геллер утверждает, что «Америка полагается на Китай в деле финансирования своего торгового дефицита, тогда как Китай нуждается в США как в покупателе своих товаров с тем, чтобы сохранять и поддерживать свой экономический рост, ускоряемый экспортом»<sup>10</sup>.

Видимо, это соответствует реальным интересам обеих стран. В настоящее время доля долларовых активов в составе валютных резервов КНР, которые составляют около 2,5 трлн долл., остается стабильно высокой. В период с ноября 2009 по февраль 2010 года объем гособлигаций США в собственности КНР снизился на 6,5%, в марте—апреле 2010 года он был увеличен на 20,6% и составил в итоге около 900 млрд долл.

Экономика Китая на протяжении многих лет характеризуется высокими показателями накопления сбережений. Вместе с тем национальная финансовая система подвержена административному давлению и ее развитие остается явно недостаточным. Так, например, количество госпредприятий в КНР снизилось с 118 000 в 1995 году до 27 477 в 2005 году. Госсектор производит около 30% ВВП страны. Около 70% займов государственных банков Китая выдается госпредприятиям. Ограниченность выбора вариантов инвестирования привела к одностороннему раздуванию покупок недвижимости, к огромному росту цен на нее. В итоге Госсовет КНР ввел запрет для госпредприятий инвестировать в недвижимость непромышленного назначения.

В мире «до краха *Lehman Brothers*» экономика Китая смогла в полной мере использовать условия экономической жизни, базирующейся на «Вашингтонском консенсусе» — свободе движения товаров, услуг, финансовых потоков. При этом китайское руководство не пошло на введение свободной конвертируемости юаня. Оно продолжает регулировать приток и отток финансовых потоков в экономике Китая административными методами (например, запретом на вывоз дивидендов корпораций). Сохранение нерыночных элементов в финансовой системе КНР создает дополнительные сложности для экономики страны в целом и для конкретных китайских предприятий, поскольку борьба за финансовые ресурсы в мире «после краха *Lehman Brothers*» неизбежно обостряется.

Развивающиеся рынки в состоянии закрепить за собой позиции ведущих игроков глобального финансового рынка путем развития собственной национальной рыночной инфраструктуры — развития новых финансовых центров на основе банковской системы, фондовых бирж, диверсификации рынка долговых ценных бумаг. Примерами такого рода являются проекты развития бизнеса в таких городах, как Шанхай, Дубай, Москва, то есть в финансовых центрах нового поколения.

Для развития такой инфраструктуры совершенно необходимы технические условия — возможности подключения информационных систем потенциального финансового центра к Глобальной сети, огромный ресурс свободных

<sup>10</sup> Financial Times. 2010. August 7.

информационных каналов. Но и этого явно недостаточно. Принципиально важно юридическое обеспечение сделок. Удобное для бизнеса законодательство — основа благоприятного инвестиционного климата, столь же важное условие, как макроэкономическая стабильность и доверие бизнеса к установленным правилам регулирования деловых отношений. Наконец, еще одно принципиальное условие заключается в развитии и многообразии торгуемых финансовых инструментов. Рынки акций, облигаций, сделки репо и производные инструменты — опционы и форварды и многие другие.

Существует ряд примеров, когда сделки на основе инфраструктуры финансового центра осуществляются в основном не в валюте стран, где этот центр локализован. Так, операции в Лондоне, как правило, ведутся по долларovým счетам и счетам в евро. Но свободная конверсия их в фунты стерлингов, несомненно, укрепляет положение данного финансового центра. Хотя и Шанхай, и Дубай развиваются в этом качестве без перехода к полной конвертируемости национальных валют, свободная конвертируемость валюты является необходимым условием активного включения этой современной финансовой системы в глобальные связи мирового финансового рынка. При его соблюдении дальнейшее развитие получит использование национальных валют этих стран в качестве валют финансовых сделок. Потенциально такая валюта, как, например, китайский юань, может стать резервной. Однако целесообразно рассматривать данный вопрос в контексте не политического престижа, а экономической целесообразности.

### 3. «Путь самурая» и угрозы для развитых экономик

Не меньший интерес для сравнительного анализа представляет развитие на протяжении последнего десятилетия экономики Японии. Тот факт, что китайская экономика в 2010 году опередила японскую по объему ВВП в пересчете в доллары США, не снижает значения того, что «путь японского самурая» гораздо ближе к моделям современного постиндустриального развития, чем экономический рост в Китае, где продолжается трансформация полуаграрного общества в индустриальное.

Затянувшаяся стагнация японской экономики и ценовая дефляция воспринимаются в мире как наглядный пример — предостережение, как сценарий, который представляет реальную угрозу для ведущих развитых экономик. По словам Ричарда Коо:

«В 1990 г. все сектора [японской экономики] были близки к сбалансированности. Затем начался кризис. Долгосрочным его последствием стало формирование массивного финансового профицита (*surplus*) в частном секторе Японии. Поскольку сбережения домохозяйств снижались, основным объяснением этого феномена был высокий уровень и доля валовых сбережений корпоративного сектора в ВВП и падение уровня инвестиций, в то время как экономика имела «обратный рост» (*ex growth*). Огромный частный профицит поглощался оттоком капитала из страны и нарастанием фискального дефицита... Альтернативой было бы достижение высокого положительного сальдо текущего баланса. Но это требует более слабого курса валюты. Япония должна бы была следовать той же валютной политике, что и Китай»<sup>11</sup>.

Развитие экономики Японии показало, что переключение частных сбережений с обслуживания частного потребления и инвестиций на финансирование долгосрочных накоплений в виде приобретения обязательств

<sup>11</sup> Financial Times. 2010. January 13.

правительства, государственного долга может затормозить экономический рост. Государственный спрос оказался недостаточен для стимулирования роста, общее снижение спроса породило дефляцию и снизило стимулы для инвестиций. Перспектива пойти по «пути самурая» вполне реальна и для многих других стран.

Высока вероятность того, что экономики развитых стран встанут на «путь самурая», то есть будут существовать в условиях вялого экономического роста, испытывать дефляцию и окажутся мало привлекательными объектами для инвестиций. Вложения в ценные бумаги с твердым процентом будут преобладать над инвестициями в акции.

«Повышенный спрос на государственные облигации (бонды) отражает как ожидания низкой инфляции, так и уверенность со стороны инвесторов, что процентные ставки по предоставляемым центральным банком кредитам сохранятся на крайне низком уровне. [В США] за период с января текущего года снижение доходности (*yield*) по десятилетним бондам Казначейства составило 120 базовых пунктов, из которых три пятых может быть объяснено снижением инфляционных ожиданий на период последующих десяти лет с уровня инфляции 2,3% до уровня 1,6%, что может быть измерено по величине спреда между доходностью бондов с фиксированной ставкой и бондов с доходностью, привязанной к инфляции. Доходность по государственным бумагам во Франции и Германии демонстрируют аналогичное падение оценки инфляции в зоне евро»<sup>12</sup>.

Инвестиционное сообщество настроено сегодня на ожидания долгосрочного периода дефляции. Следовательно, продолжающееся сворачивание кредитования банковским сектором США как частного корпоративного бизнеса, так и домохозяйств является результатом не столько сверхосторожности банков, сколько нежелания американских семей и бизнесменов принимать на себя бремя дополнительной задолженности.

В 2007—2009 годах объем задолженности в экономике США вырос примерно на 2,35 трлн долл., из которых на государственный сектор пришлось более 2 трлн. При этом доля сбережений в располагаемом личном доходе домохозяйств увеличилась с 1,4% в 2005 году до 4,3% в 2009 году<sup>13</sup>.

Вместе с тем необходимо учитывать, что в течение ближайших 5—6 лет будет продолжаться накачка экономик развитых стран ликвидными средствами в целях преодоления стагнации совокупного спроса и стимулирования экономического роста. Политика преодоления дефицитности государственных бюджетов, проводимая сегодня по требованию партнеров по зоне евро правительствами Греции, Испании, Ирландии, должна обеспечить восстановление доверия инвесторов не только к ценным бумагам этих стран, но прежде всего к общей валюте — евро. Страны еврозоны, так же как Великобритания, могут позволить себе ограничения государственного спроса, поскольку такая политика построена на расчете на то, что администрация США продолжит денежную экспансию и накачку спроса на своем рынке, предъявляя спрос на импорт товаров и услуг. Экономика США, где наблюдаются признаки выхода из рецессии, должна сыграть роль локомотива, вытягивающего из кризиса экономики своих партнеров.

Однако большинство экономистов разделяет опасения, что долгосрочные последствия столь продолжительного периода накачки предложения денег не могут не вызвать естественного переполнения рынков ликвидностью. Тот же повышенный спрос на государственные ценные бумаги имеет все признаки

<sup>12</sup> The Economist. 2010. August 21. P. 55.

<sup>13</sup> Global Finance. Household Saving Rates. [www.merrilldatasite.com](http://www.merrilldatasite.com).



очередного финансового пузыря. Аналогичным образом развиваются события и с производными финансовыми инструментами на товарных рынках (*commodity markets derivatives*). Высока вероятность высокой волатильности и снижения котировок подобных финансовых активов. Серия «взрывов» на подобных рынках может окончательно убедить инвесторов в высокой степени риска вложений в активы на слабо регулируемых непредсказуемых глобальных рынках. В результате этого должна смениться модель роста. От задачи недопущения дефляции развитые страны перейдут к ситуации «стагфляции». Медленный экономический рост может сочетаться с раскручиванием спирали инфляции.

Высокая инфляция — наиболее очевидный путь решения проблем суверенной и частной задолженности, а также проблемы «токсичных активов», накопленных институтами финансового сектора, прежде всего банками и страховыми компаниями. Изменение масштаба цен в мировой экономике не требует согласованного решения руководителей на саммите G20. Все будет происходить просто как следствие продолжения практики «количественного смягчения» денежной политики. Именно так действуют сегодня главные эмиссионные центры мира — ФРС США, ЕЦБ, Банк Японии и Банк Англии. Некоторые различия в их подходах к решению задач консолидации выхода из кризиса и возобновления экономического роста, безусловно, существуют, однако их практические действия однородны и являются плодом неизбежных компромиссов.

Развитые страны стоят перед лицом двух угроз. Первая — нестабильность выхода из кризиса, сохранение высокого уровня безработицы. Вторая — возможная финансовая паника и потеря доверия к денежным активам, бегство от некоторых валют, финансовых инструментов, институтов. При выработке политики «консолидации выхода из кризиса» руководителям развитых стран приходится делать трудный выбор между приоритетами — стимулированием экономического роста и занятости и укреплением доверия к национальной денежной единице, а следовательно, к финансовой системе в целом.

Правительства еврозоны и Великобритании считают в контексте текущего дня приоритетной задачей «укрепление доверия» к евро и фунту стерлингов соответственно. Администрация США стоит на позиции стимулирования экономики. Лоуренс Саммерс пишет: «В области макроэкономики для G20 будет правильным сфокусироваться на глобальном спросе и на понимании того, что миру необходимо увеличение глобального спроса... Необходимы государственные активные действия для „спасения рыночной системы от ее собственных эксцессов“»<sup>14</sup>. Доверие к доллару, подтверждаемое стабильностью его курса к другим валютам, не вызывает сомнений. Глава ЕЦБ Жан-Клод Трише возражает ему категорически: «При внимательном рассмотрении мы видим, насколько неудачным был тот свехупрощенный подход, который призывал все индустриальные страны к фискальным стимулам под лозунгами „стимулировать“, „активизировать“, „тратить“ как можно активнее!.. Мы можем разрушить доверие, если взорвем пакт о стабильности и росте [Маастрихтское соглашение]», необходимо «консолидировать выход из кризиса»<sup>15</sup>.

Единой позиции нет и среди экономистов-теоретиков. Странники кейнсианского подхода Роберт Скидельски, Майкл Кеннеди требуют не снижать накачку совокупного спроса с помощью увеличения затрат бюджета: «Дефицит бюджета — это следствие, а не причина депрессивных ожиданий бизнеса. И одновременно дефицитное финансирование — это «естественный

<sup>14</sup> Financial Times. 2008. December 24.

<sup>15</sup> Financial Times. 2010. July 28.

путь» сделать устойчивой активизацию экономики перед лицом коллапса доверия бизнеса». «Дефицит... имеет функцию укреплять уровень совокупных расходов и выпуска продукции в экономике».

Однако долгосрочные последствия такого стимулирования весьма неоднозначны. Как показывают Кеннет Рогофф и Кармен Рейнхардт:

«Страны с высоким уровнем государственного долга, выше 90% ВВП для развитых стран и выше 60% для развивающихся, выходят из кризисов существенно медленнее... [Однако] наше исследование длительной истории финансовых кризисов показывает, что выбор является нелегким, ...вчерашний финансовый кризис может легко превратиться в завтрашний кризис правительственного долга... Проблемы суверенного долга являются типичным следствием после шока международного финансового кризиса»<sup>16</sup>.

Европейские экономисты и политики в большинстве своем признают нарастание бюджетных дефицитов и соответствующего государственного долга наиболее опасным вызовом, грозящим дестабилизировать экономику зоны евро и ЕС в целом. Но данная проблема стоит и перед США, и перед Японией.

В течение 2010—2011 годов ведущим развитым странам предстоит разместить на рынке государственные займы в объеме около 12000 млрд долл. для покрытия их бюджетных потребностей. Это означает увеличение таких размещений примерно на одну треть в два года. По различным оценкам, в течение 5—6 лет государственный долг может достигнуть (в % к ВВП) в Японии — 300%, Великобритании — 200%, Франции, Германии и Италии — 150% и более, а в США превысить 120%.

Будущее покажет, какой выбор приоритетов более точен. Однако руководители всех этих стран не могут позволить себе не реагировать на те и на другие вызовы. Им приходится искать компромисс при выработке реального экономического курса. Отрицать важность этих проблем стабилизации фискальной позиции вряд ли кто-нибудь отважится. В меморандуме встречи в верхах G20 в Торонто 2010 году содержится согласованное положение о том, что «к 2013 году должно быть достигнуто сокращение наполовину объема бюджетных дефицитов (в % к ВВП) и стабилизация отношения госдолга к ВВП к 2016 году».

#### 4. Новые правила игры

Европейские экономики по-прежнему ощущают себя скорее национальными единицами, чем единым целым. Они в большей степени опасаются влияния глобальных экономических процессов на свое относительно некрупное по масштабам хозяйство, им чуждо американское ощущение защищенности и величия. Президент Франции Николя Саркози, говоря о задачах совещаний G20 на высшем уровне, постоянно настаивает на необходимости выработать «глубокие преобразования мировой финансовой системы» и создать «новую мировую финансовую архитектуру... Процветание послевоенной эры основывалось во многом на Бреттон-Вудской системе... Нам нужен новый Бреттон-Вудс... Мы не можем проповедовать свободу торговать и терпеть то, что деньги превращаются в мусор»<sup>17</sup>. Президент Франции намерен посвятить решению данных задач свой срок председательства в группе G20 в 2011 году.

<sup>16</sup> Rogoff K., Reinhart C. Why We Should Expect Low Growth Amid Debt // Financial Times. 2010. January 28.

<sup>17</sup> Financial Times. 2010. January 29.

Глобальная экономика, существовавшая в предкризисную эпоху на основе так называемого Вашингтонского консенсуса, обеспечила более двадцати лет экономического роста. Однако в этот период саморегулирование финансовых рынков привело к накоплению потенциала кризисного взрыва. Эта система не имеет реального центра надзора и регулирования. Кризис резко изменил отношение к необходимости регулирования соответствующих финансовых рынков и учреждений. Кризис финансовых институтов 2007—2008 годов ознаменовал начало глубокой и продолжительной рецессии. Кризис суверенных долгов в странах еврозоны является новым актом драмы на сцене того же глобального финансового театра.

«До краха *Lehman Brothers*» считалось вполне достаточным рыночного саморегулирования и действий различных бизнес-ассоциаций. «После краха *Lehman Brothers*» национальные правительства и центральные банки приступили к созданию новых правил игры. Практические шаги были предприняты национальными правительствами и законодателями ведущих развитых стран, в первую очередь США, в одностороннем порядке. Этот подход явно более реалистичен, чем планы расширения полномочий МВФ или Европейской комиссии. Требования руководителей ФРГ дополнить Маастрихтское соглашение (пакт о монетарной стабильности) столь же жестким соглашением по созданию единых органов регулирования «фискальной позиции» стран — участниц еврозоны вызывает упорное сопротивление остальных партнеров. Нет сомнений, что подобные решения, ограничивающие национальный суверенитет в бюджетной политике, потребуют тяжелых и продолжительных переговоров. Встречные требования потенциальных участников такого соглашения можно предвидеть по поведению восточноевропейских стран — членов ЕС. Они выдвинули перед лицом кризиса план массивного перераспределения бюджетных ресурсов из более богатых стран для поддержки слабых экономик.

Создавать какие-либо совместные органы регулирования глобальных рынков правительства G20 даже не пытались. Повышение роли МВФ и Всемирного банка (МБРР) не предусматривалось. Их низкая эффективность в период кризиса и неспособность принять на себя новые регуляторные функции стали очевидными. Механизм управления в них не гибок и не оперативен. Согласованное в Торонто некоторое перераспределение голосов во Всемирном банке и МВФ в пользу развивающихся стран принципиально ничего не меняет.

Аналогичные недостатки продемонстрировал и механизм ЕС с его требованием консенсуса по всем серьезным вопросам и политизации принимаемых финансовых решений. Практические шаги предпринимаются ведущими государствами скорее в режиме «автономного плавания». При этом упор делается и будет делаться на координацию усилий национальных регуляторов, а не на создание специализированных международных органов регулирования.

Будет ли возможно упорядочить работу этого глобального механизма с помощью средств национального регулирования — большой вопрос. Так, например, в США роль регулятора рынка товарных деривативов предстоит принять на себя Комиссии по торговле товарными фьючерсами. Если на нее будет возложено регулирование рынка сделок с товарными свопами, то «подведомственный» рынок окажется в десятки раз крупнее того, который Комиссия регулирует сегодня. Скорее всего, единственный выход при введении регулирования и реорганизации рынков — упростить систему глобальных финансовых рынков. Предпринятые национальными правитель-

ствами и центральными банками усилия по введению регулирования ведут к фрагментации и разделению глобальных рынков на специализированные финансовые сектора, где будут оперировать специализированные финансовые учреждения.

Кризис укрепил готовность политиков к принятию мер регулирования на соответствующих финансовых рынках и институтах. Прежде всего речь идет о секторе коммерческих и инвестиционных банков. По данным МВФ, потенциальный объем обесценения кредитных активов на пике кризиса увеличился с 1400 млрд долл. до 2200 млрд долл. Величина необслуживаемой частной задолженности перед банками составляла в 2008 году от 13% ВВП в Швеции до 35% в Японии и 40% в США. Однако в течение двух лет в результате массивной государственной помощи удалось не допустить массового банкротства банков. Тем не менее проведенные в 2009—2010 годах стресс-тесты в США и Европейском Союзе показали в основном удовлетворительное состояние банковской системы. Если банки США в 2010 году приступили к выплате средств, ранее полученных от администрации США в качестве кризисной помощи, то власти и банки Великобритании и ЕС не планируют предпринимать такую «денационализацию».

Однако реальных мер по разделению банковских холдингов или по разделению на самостоятельные части крупных банков либо страховых компаний, которые «слишком велики, чтобы разориться» (*too big to fail*), пока не предпринимается. Упор вновь сделан на прозрачность отчетности, корпоративное управление и разделение функций. Увеличены требования достаточности капитала. Одновременно в очередной раз проводится реорганизация надзорных органов.

Хотя кризис еврозоны значительно усилил стремление ведущих стран Европы и США пересмотреть правила регулирования мировых финансовых рынков, встреча в июне 2010 года лидеров G20 не привела к принятию конкретных решений. Коммюнике совещания в верхах G20 в Торонто содержит призыв использовать в банковских системах новые правила оценки и учета достаточности капитала, вырабатываемые Базельским комитетом (Базель-3), а также необходимость «продолжительного переходного периода для того, чтобы национальные органы регулирования имели достаточное время для приспособления соответствующих банков к новым стандартам достаточности капитала». Таким образом, дело свелось к серии рекомендаций по проведению стресс-тестов национальных банковских систем; даже подготовленные ранее Базельским комитетом условия ужесточения пруденциального банковского надзора были отложены на неопределенное время переходного периода.

Поскольку подавляющая часть операций на глобальном финансовом рынке осуществляется в долларах США и во многих случаях с участием финансовых учреждений США, то меры по банковскому регулированию и реорганизации финансовых рынков, принимаемые администрацией США, диктуют новые правила игры фактически для глобального финансового рынка в целом.

Президентом США подписан «The Dodd-Frank Bill» (The Wall Street Bill)<sup>18</sup> — закон, направленный на реформу финансового рынка и банковского сектора. Основное его содержание сводится к следующему:

- ужесточение правил пруденциального надзора за банковскими учреждениями с учетом специфики современной структуры банковских холдингов;

<sup>18</sup> Подробнее см.: [en.wikipedia.org/wiki/Dodd-Frank\\_Wall\\_Street\\_Reform\\_and\\_Consumer\\_Protection\\_Act](http://en.wikipedia.org/wiki/Dodd-Frank_Wall_Street_Reform_and_Consumer_Protection_Act).

- обеспечение достаточности капитала банков с целью создания «достаточного буфера как охранной меры против кризисов в будущем», с возможностью установления индивидуального уровня достаточности капитала для конкретных крупных банков;
- запрет банкам в составе банковских холдингов играть против тех финансовых инструментов, которые размещаются на рынке с участием инвестиционных учреждений, принадлежащих тому же холдингу и выступающих в качестве организаторов размещения;
- запрет на участие за счет собственных средств банков в хедж-фондах и фондах прямых инвестиций в объеме более 3% капитала первого уровня банка и также более 3% капитала хедж-фонда;
- запрет на торговлю деривативами на собственные средства банков на внебиржевом рынке.

В данном законе предусмотрено также введение в будущем налогового сбора (*levy*) с крупных банков в размере 0,15% банковских обязательств. Провозглашена реорганизация системы надзорных органов и органов регулирования финансовых рынков и банковской системы.

Законодательство США вводит финансовую ответственность рейтинговых агентств за введение в заблуждение потребителей услуг, если их оценки (рейтинги) не соответствуют действительности. Аналогично, аудиторские компании будут нести ответственность за качество аудиторских заключений.

В мировой экономике не только сформировались глобальные каналы движения ликвидности в виде глобальных финансовых рынков, но и произошло «привыкание» экономических акторов к наличию и доступности колоссальных объемов ликвидности, которая может быть достаточно оперативно мобилизована («поднята») на этих рынках. Если уподобить глобальное хозяйство супергидроэлектростанции, то и в том и в другом сооружении рук человеческих вырабатываемая мощность напрямую зависит от объема ликвидного носителя, давящего на вращающиеся механизмы и передающего через них свою энергию в сети. Глобальная экономика в течение трех десятилетий была рассчитана на накопление огромных финансовых активов и соответствующих обязательств, а в ходе кризиса это «водохранилище» значительно обмелело. В результате в глобальной финансовой системе более не создается необходимое давление и многие агрегаты нуждаются в дорогостоящем ремонте, без которого формирование совокупного спроса остается недостаточным для ускорения экономического роста.