

УДК 339.7

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ В США И ПЕРСПЕКТИВЫ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

*Статья посвящается
памяти директора Института Европы РАН,
академика РАН Н.П. Шмелёва*

© 2014 г. **Д.И. Кондратов***
Институт экономики РАН, г. Москва

Автор данной статьи ищет ответ на вопрос, не являются ли дисбалансы в американской экономике предвестником масштабного спада экономики мировой? Проведенный автором анализ подводит его к выводу, что в условиях глобальных дисбалансов и с целью усиления сопротивляемости мировой экономики различным шокам монетарные органы должны продолжать структурные реформы, направленные на повышение гибкости рынков труда, бороться с монополизацией рынков товаров и услуг и стимулировать НИОКР. При этом важным фактором успешности этих реформ является эффективное государственное финансирование.

Ключевые слова: дисбалансы в американской экономике, структурные реформы в сфере международных финансов, государственное финансирование.

Глобальные дисбалансы на американском и европейском рынках вызывают серьезные опасения. Весь мир волнует вопрос, не являются ли эти события началом масштабной экономической рецессии и спада мировой экономики? При этом, по общему мнению, ключевым фактором, определяющим возможность такого сценария, является развитие в экономике США затяжной рецессии, способной оказать негативное воздействие на другие государства. Для оценки перспектив развития мировой экономики в ближайшие годы необходимо проанализировать два фактора: современную ситуацию в экономике США и вероятность наступления рецессии, а также масштабы и механизмы влияния экономической ситуации в США на мировую экономику в целом.

Текущая ситуация в США

В конце 2013 г. в экономике США начала проявляться экономическая нестабильность, о чём свидетельствует заметное ухудшение в последние месяцы большинства ключевых показателей. По данным ОЭСР, темпы роста ВВП в IV квартале 2013 г. сократились до 2,1% в годовом исчислении (в III квартале 2013 г. было 2,8%). Снизился рост и ряда других важнейших макроэкономических показателей, в том числе вложений в основной капитал (главным образом, за счет сокращения инвестиций в жилую недвижимость) и расходов на частное

* КОНДРАТОВ Дмитрий Игоревич – кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Института экономики РАН. E-mail: dmikondratov@yandex.ru

потребление, а также оборота оптовой и розничной торговли. В начале 2014 г. впервые за последнее время было зарегистрировано небольшое сокращение числа новых рабочих мест.

Тревожно выглядят и многие показатели деловой активности, дающие обобщённую оценку перспектив развития ситуации в экономике и отдельных секторах. Так, в конце 2013 г. было отмечено снижение комплексного индекса активности, рассчитываемого Федеральным резервным банком Чикаго на основании 85 экономических показателей. Индекс деловой активности в сфере услуг, публикуемый Институтом управления снабжением, в январе 2014 г. опустился на 12,5 п.п. по сравнению с предыдущим месяцем и составил 41,9 п.п., т.е. почти достиг самого низкого значения с конца 2009 года.

Экономические проблемы в США и возможность рецессии

Перспективы развития экономической ситуации в США являются предметом активного обсуждения. Практически все эксперты солидарны в том, что темпы роста национальной экономики в 2014 г. замедлятся по сравнению со средними показателями предыдущих посткризисных лет (по прогнозу ОЭСР, прирост ВВП в 2014 г. составит 1,5% против 1,7% в 2013 г.). Многие эксперты, однако, считают, что замедлением темпов роста дело не обойдётся и наблюдаемый спад перерастёт в длительную рецессию со снижением ВВП, промышленного производства и других базовых показателей. По подсчётам журнала «Экономист», в начале 2014 г. количество упоминаний слова «рецессия» в газетах «Вашингтон пост» и «Нью-Йорк таймс» находилось на самом высоком уровне начиная с 2007 г., когда американская экономика пережила масштабный кризис в последний раз. Агентство «Рейтерс» высказало предположение, что рецессия в США продлится более одного года и окажется самой глубокой за последние 20 лет.

В качестве основных факторов, способствующих развитию рецессии в экономике США, обычно называются следующие.

- Продолжающийся кризис на рынке недвижимости США. По информации Бюро статистики США, в конце 2013 г. объём нового строительства сократился на 7% по сравнению с декабрём 2012 г. Согласно расчётам, снижение инвестиций в строительство жилья, сопровождающееся уменьшением спроса на строительные и отделочные материалы и рабочую силу, привело к сокращению темпов роста ВВП США почти на 1% годовых, став одной из главных причин замедления этого показателя в IV квартале 2013 года.
- Второй ипотечный кризис, повлёкший за собой значительные потери банков и других финансовых институтов США и способный негативно отразиться на динамике кредитования населения и корпораций. По данным ФРС США, темпы роста кредитования населения в IV квартале 2013 г. снизились до 5,6% в год, т.е. до минимума начиная с 2007 г. К тому же в финансовом секторе США накопилось много «плохих» долгов – не только ипотечных, но и по потребительским ссудам и автокредитам.
- Высокая обременённость населения США долгами в результате кредитного бума 2000-х годов негативно влияет на возможность увеличения объёмов

ёмов потребительского и ипотечного кредитования и на состояние потребительского спроса, от которого в немалой степени зависит рост экономики США.

- Стагнация реальных доходов населения, а также высокий уровень безработицы, достигшей к концу 2013 г., по данным ОЭСР, 6,7% экономически активного населения (или 10,351 млн. человек), что примерно на 2 п.п. выше показателей докризисных лет.

- Ускорение инфляционных процессов в экономике, прежде всего за счёт роста потребительских цен (в 2013 г. индекс потребительских цен увеличился на 1,5%).

- Ещё одной проблемой является удорожание рабочей силы. В условиях, когда на мировых рынках доминируют товары из стран с дешёвой рабочей силой, рассмотренная тенденция ведёт к снижению конкурентоспособности американской экономики, что сокращает возможность США наращивать ВВП за счёт чистого экспорта.

Серьёзным экономическим вызовом для США является старение населения. В 2014 г. к 65-летнему рубежу подошло многочисленное поколение «беби-бумеров», рождённых в конце 1940-х – начале 1950-х годов. Теперь в США число лиц старше 60 лет ежегодно увеличивается более чем на миллион, а всего три года назад их прирост не превышал 600 тысяч в год. С 2020 г. трудоспособное население США начнёт сокращаться и в абсолютном выражении.

В 1970 г. в США на каждого пенсионера приходилось 4–5 человек трудоспособного возраста, в 2013 г. – чуть более трёх. К 2030 г. эта пропорция сократится до 2:1. Если учесть, что в США занято не больше 65% трудоспособного населения (самые многочисленные группы неработающих – студенты и домохозяйки), то на одного пенсионера придётся «полтора» работника. Нынешняя система социальных отчислений не выдержит такого «соотношения сил». Эксперты ОЭСР полагают, что при сохранении нынешней структуры государственных расходов и доходов к 2025 г. госдолг США вырастет до 120% ВВП (сейчас госдолг США = 110% ВВП, что уже создало серьёзные проблемы).

Процесс старения населения и численный рост армии пенсионеров непосредственным образом могут сказаться на состоянии американской экономики, главным критерием успеха которой на протяжении всех послевоенных лет был устойчиво высокий показатель объёмов потребления произведённой продукции. В определённой степени остроту этой проблемы может почувствовать на себе американская промышленность, в том числе такие области, как автомобилестроение, радиоэлектроника, строительная сфера, поскольку именно в этих отраслях доля населения предпенсионного возраста наиболее высока.

Предполагаемый в связи с этим неуверенный экономический рост усугубляется неуклонным, по прогнозам американских экономистов и социологов, падением качества и степени подготовленности свободных рабочих кадров. К 2020 г. количество вакансий, требующих высокой квалификации, может превысить потребность в неквалифицированном труде. В докладах ФРС США и ОЭСР подчёркивается, что США вплотную подошли к точке насыщения рынка труда неквалифицированными кадрами. Выход на пенсию квалифицированных специалистов из поколения «беби-бума» может негативно сказаться на темпах

экономического роста и конкурентоспособности американских компаний на мировых рынках и внутри самих США.

Указанные факторы в совокупности оказывают негативное воздействие на уровень внутреннего потребительского спроса и инвестиций, формирующих соответственно 70% и 15% национального ВВП, и ведут к снижению темпов его роста.

Традиционными инструментами, используемыми государством для стимулирования внутреннего спроса и предотвращения рецессии, являются увеличение правительственных расходов и поддержание процентных ставок на низком уровне для повышения доступности кредитов. Именно эти меры были предприняты в начале 2014 г. в США, когда Сенат Конгресса одобрил программу предоставления государственной помощи и налоговых льгот физическим и юридическим лицам стоимостью 167 млрд. долл. (более 1% к ВВП), а ФРС США оставила ставку рефинансирования на уровне 0,125% годовых.

Многие обозреватели, однако, отмечают, что возможности властей США по дальнейшему использованию указанных инструментов в современных условиях весьма ограничены. Во-первых, наращивание и без того огромного бюджетного дефицита США, размер которого по итогам 2013 г. достиг более 1,096 трлн. долл., а в 2014 г. с учётом упомянутой выше программы составит 1,2 трлн. долл., способно привести к серьёзной дестабилизации государственных финансов. Во-вторых, усиление инфляционных процессов в экономике США может не позволить ФРС проводить политику низких процентных ставок, поскольку это создаёт предпосылки для ускорения всеобщего удорожания. Для сравнения, в 2001 г., когда для выхода из кризиса, вызванного крахом рынка акций ИТ-компаний и терактом 11 сентября, снижение ставки рефинансирования и увеличение госрасходов были использованы успешно, федеральный бюджет был профицитным, а уровень инфляции минимальным.

Таким образом, об угрозе наступления рецессии в США в 2014–2015 гг. говорит действительно многое – ухудшение ряда базовых макроэкономических показателей, прежде всего темпов роста ВВП, наличие серьёзных проблем в экономике, препятствующих её устойчивому развитию, а также ограниченные значительным бюджетным дефицитом возможности государства по стимулированию экономического роста.

Перспективы глобального экономического роста в условиях экономической нестабильности

По мере углубления экономической нестабильности в США в мире всё более нарастает беспокойство относительно возможных глобальных последствий. Основания для этого имеются самые серьёзные. Американская экономика является крупнейшей в мире (доля США в мировом ВВП, рассчитанная по паритету покупательной способности валют, составляет около 20%), и от её состояния во многом зависит вся глобальная конъюнктура. Анализ экономических циклов показывает, что спады в мировом хозяйстве, как правило, следуют за рецессией в США. Исключение составляет лишь валютно-финансовый кризис 1997–1998 гг., серьёзно потрясший развивающиеся страны, включая Россию. В то же время последний американский кризис 2007–2009 гг. привёл к за-

Таблица 1

**Влияние рецессий в экономике США
на темпы экономического роста во всём мире, %**

Страны/регионы	1974 г.	1980 г.	1982 г.	1991 г.	2001 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
США	-0,5	-0,2	-1,9	-0,1	0,9	1,8	-0,3	-2,8
Латинская Америка	-3,2	6,4	-0,7	3,6	0,5	5,1	3,6	-1,7
Ближний Восток и Северная Африка	1,2	-2,6	9,0	6,8	2,6	5,7	4,1	3,3
Страны — экспортёры нефти	—	—	—	—	2,9	6,7	5,7	1,3
Быстрорастущие страны Азии	—	—	—	—	0,2	6,5	2,3	-1,3
Мир в целом	1,4	1,3	0,0	1,5	2,0	5,0	2,5	-1,0

Составлено по данным ОЭСР (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>).

медлению темпов роста производства на 1–3 п.п. во всём мире, затронув как промышленно развитые страны, так и развивающиеся (табл. 1).

Современные экономические проблемы в США и еврозоне уже начинают негативно сказываться на состоянии мирового хозяйства. Как отмечают сотрудники ОЭСР, дестабилизация мировых финансовых рынков, вызванная долговыми проблемами стран зоны евро и неопределённостью относительно перспектив развития экономики США, уже привела к замедлению глобального экономического роста в начале 2014 г. В большей степени от нестабильности в США сегодня страдают промышленно развитые страны, чья степень торговой и финансовой интеграции с США наиболее высока. В частности, по данным ОЭСР, в 2013 г. заметно снизились темпы роста ВВП Германии, Франции и Швеции. Одновременно ОЭСР констатирует снижение сводных индексов деловой активности в государствах ЕС и в Японии, что также свидетельствует об ослаблении экономической конъюнктуры в этих странах.

Перспективы реформирования современной архитектуры международных финансово-экономических отношений

Проблемы суверенных долгов, торговых и платёжных дисбалансов, ценовых пузырей на финансовых и сырьевых рынках относятся к числу наиболее серьёзных экономических вызовов, с которыми миру придётся столкнуться в наступившем десятилетии. Обострение любой из этих проблем способно нарушить хрупкое равновесие, установившееся сегодня в глобальной экономике, и повернуть процесс её восстановления вспять.

Очевидно, что данные проблемы, равно как и другие хронические болезни современной цивилизации — бедность, ухудшение состояния окружающей среды, рост нелегальной экономики, истощение природных ресурсов — носят структурный характер. Их корни кроются в системных диспропорциях сложившейся мировой финансово-экономической системы, характеризующейся, в частности, огромным экономическим неравенством государств, гипертрофированными масштабами мирового финансового рынка, значительно превосходя-

щими потребности реального сектора, ограниченностью возможностей существующих институтов глобального управления, не позволяющих им давать адекватные ответы на сложнейшие вызовы нового времени. В этой связи необходимым условием обеспечения уверенного и сбалансированного развития мировой экономики выступают преодоление указанных диспропорций и формирование более безопасной и надежной архитектуры международных финансово-экономических отношений [2].

Необходимость построения более стабильного и предсказуемого экономического миропорядка на основе налаживания продуктивного взаимодействия государств декларируется сегодня на самом высоком политическом уровне, включая «Большую двадцатку» крупнейших стран мира. Уже в материалах первого антикризисного саммита «Двадцатки», состоявшегося в ноябре 2008 г. в Вашингтоне, была заявлена амбициозная программа совместных действий по укреплению регулирования финансово-банковской деятельности и реформированию системы международных финансовых организаций. В документах последующих саммитов были намечены масштабные планы сотрудничества по таким ключевым направлениям, как снижение бюджетных дефицитов, сокращение чрезмерных торговых и платёжных дисбалансов, обеспечение устойчивости курсов основных мировых валют, недопущение высокой волатильности цен на сырьё, проведение структурных реформ в ведущих странах в целях повышения уровня мирового спроса и создания новых рабочих мест.

Оценивая результаты сотрудничества ведущих государств в последние два года, следует отметить, что, пожалуй, наибольшим успехом стало превращение «Двадцатки» крупнейших индустриальных стран в постоянно действующий экономический форум, располагающий широкими возможностями и полномочиями по координации глобальной экономики. О значительном потенциале данного форума как главной мировой площадки для обсуждения и принятия стратегических решений по ключевым вопросам современного развития свидетельствуют результаты его работы в наиболее острый период недавнего кризиса, когда участникам «Двадцатки» удалось в наиболее сжатые сроки выработать единую позицию по противостоянию приближающейся экономической катастрофе и согласовать беспрецедентные по масштабам пакеты мер бюджетного и денежно-кредитного стимулирования национальных хозяйств, позволившие не допустить затяжной глобальной депрессии.

Наряду с этим в 2011–2013 гг. страны «Двадцатки» сумели заметно продвинуться в осуществлении глобальной реформы регулирования финансовых рынков. Кроме того, был принят ряд важных шагов по укреплению системы международных финансовых организаций, который позволил ощутимо повысить эффективность и легитимность их деятельности.

Вместе с тем, существенного прогресса по другим важнейшим направлениям модернизации глобальной финансово-экономической системы в минувшие три года достигнуто не было. Более того, как отмечают эксперты, в 2013 г. на фоне ведущих развивающихся стран и экономической стагнации развитых государств наметилось ослабление их взаимодействия, что выразилось, в частности, в обострении ситуации на мировом валютном рынке и возникновении угрозы начала валютных войн.

Осуществление более энергичных и последовательных шагов по устранению диспропорций в мировом хозяйстве сдерживается в первую очередь значительными расхождениями в интересах крупнейших государств. Очевидно, что нахождение их оптимального баланса и выработка взаимоприемлемых решений потребуют длительного переговорного процесса в рамках «Двадцатки» и других международных форумов. Ожидать быстрых договорённостей в столь сложной для регулирования сфере, как финансовые рынки, было бы крайне оптимистично. Тем не менее чётко выраженная готовность ведущих стран к совместным действиям в целях обеспечения устойчивого экономического роста дает веские основания рассчитывать на то, что такие договорённости в итоге будут достигнуты и многие ранее казавшиеся непреодолимыми проблемы современного мироустройства окажутся снятыми.

Глобальная реформа системы регулирования финансовых рынков

Реформа системы регулирования финансового сектора, ставшего «виновником» двух последних глобальных кризисов, выступает одним из главных направлений модернизации мировой финансово-экономической архитектуры, намеченной в ходе Вашингтонского саммита «Группы 20» в 2008 г. К ним относятся усиление регулирования капитала и уровня ликвидности банков, разработка регулятивных норм для крупных финансовых институтов, формирование единых глобальных стандартов бухгалтерской отчётности, развитие макропруденциального регулирования в финансовом секторе, упорядочивание рынка деривативов, перестройка деятельности рейтинговых агентств, пересмотр практики вознаграждения в финансовых учреждениях.

Наиболее существенно за последние два года удалось продвинуться в совершенствовании правил регулирования банковской деятельности. Главным итогом проделанной работы на сегодняшний день стало утверждение на саммите «Группы 20» в Сеуле (ноябрь 2010 г.) новой редакции соглашения о капитале банков (так называемого «Базеля III»), подготовленного Базельским комитетом по банковскому надзору. Основные новации «Базеля III» заключаются в следующем:

- усиливаются требования к банковскому капиталу первого уровня, который должны будут составлять только обыкновенные акции и нераспределённая прибыль;
- коэффициент достаточности капитала первого уровня повышается с 4 до 6% совокупных активов, взвешенных по степени риска, при этом уровень достаточности акционерного капитала увеличивается с 2 до 4,5%;
- для обеспечения устойчивости банков при возникновении новых кризисов вводится требование о формировании ими из обыкновенных акций резервного буферного капитала в размере 2,5% активов, взвешенных по степени риска;
- ужесточаются требования к порядку расчёта достаточности капитала банков, инвестирующих в сложные финансовые продукты, в том числе в производные облигации;
- вводится ограничение по соотношению собственных и заёмных средств (предварительно на уровне 3%), а также усиливаются требования к ликвидности банков.

Переход стран на «Базель III» будет осуществляться поэтапно с 2013 по 2019 г. По оценкам аналитиков, внедрение его норм в национальную практику регулирования станет мощным стимулом к корректировке бизнес-моделей банков, в частности к снижению ими объёмов рискованных торговых операций со сложноструктурированными финансовыми инструментами и ограничению использования заёмного капитала. Всё это, как ожидается, позволит заметно повысить финансовую устойчивость и ликвидность кредитных институтов.

Ещё одним приоритетным направлением глобальной реформы финансовых рынков выступает разработка специальных норм регулирования и контроля за операциями системно значимых финансовых институтов (СЗФИ), в первую очередь крупнейших транснациональных банков и страховых компаний. Как показало банкротство инвестиционного банка «Леман бразерс» (*Lehman Brothers*), спровоцировавшее осенью 2008 г. резкое обострение мирового кризиса, проблемы СЗФИ, занимающих лидирующие позиции на международных и национальных рынках капитала, способны представлять серьёзную угрозу для глобальной стабильности. Это определяет необходимость формирования для СЗФИ особого, более строго регулятивного и надзорного режима, который позволял бы снижать системные риски, возникающие для мировых финансов в связи с их деятельностью.

Первым шагом к усилению контроля за СЗФИ стало учреждение в 2009–2010 гг. международных коллегий для надзора за операциями более чем 20 ведущих глобальных финансово-банковских и страховых групп. В состав коллегий вошли представители надзорных органов тех стран, где эти группы наиболее активно работают.

Наряду с этим в соответствии с решениями саммитов «Двадцатки» в Торонто и Сеуле Советом по финансовой стабильности при участии Банковского комитета по банковскому надзору (БКБН), МВФ и других международных организаций в настоящее время ведётся подготовка предложений по формированию комплексной системы регулирования СЗФИ, которая обеспечила бы, в частности:

- достаточный уровень финансовой устойчивости СЗФИ за счёт применения к ним повышенных требований к достаточности капитала и ликвидности, введения ограничений на выполнение ими отдельных видов операций, более жёсткого надзора за их деятельностью;
- возможность быстрой и безопасной ликвидации СЗФИ без угрозы дестабилизации финансовой системы и существенных потерь у их клиентов;
- надёжную базовую инфраструктуру финансового рынка, уменьшающую риск возникновения на нём цепной реакции в случае банкротства отдельных СЗФИ.

По большинству других заявленных в документах «Двадцатки» направлений реформы финансовых рынков к настоящему моменту также достигнут заметный прогресс (табл. 2). Так, к концу 2014 г. должна быть в основном завершена конвергенция двух наиболее широко используемых в международной практике систем стандартов финансовой отчётности – *IFRS* и *GAAP* – и формирования их единого свода, что позволит заметно повысить транспарентность глобальных рынков капитала и существенно облегчить деятельность на них инвесторов. Ещё одним важным шагом к построению более прозрачных и упорядоченных фи-

нансовых рынков стало принятое «Двадцаткой» решение о переводе к концу 2014 г. всех операций со стандартными внебиржевыми деривативами на организованные площадки. Следует также отметить разработку международных норм, касающихся принципов макропруденциального регулирования.

«Пузыри» и макропруденциальный надзор. В ходе 2007–2009 гг. сложился консенсус относительно необходимости макропруденциального подхода к финансовому регулированию. Кризис показал, что одного лишь микропруденциального регулирования недостаточно для обеспечения стабильности финансовой системы в целом, так как рациональное поведение отдельных субъектов не всегда приводит к адекватному результату на уровне системы в целом, а гармонизация правил поведения может вызвать стадное поведение экономических субъектов, что также нарушает функционирование рынков [9].

По существу, макропруденциальный надзор имеет превентивный характер, так как его целью является недопущение кризиса. Известно, что макропруденциальный надзор (в отличие от микропруденциального) должен касаться финансовой системы в целом, а не отдельных банков и финансовых учреждений. Он часто ассоциируется с предотвращением системных рисков. В этом случае речь идёт о двух взаимосвязанных, но не идентичных концепциях.

Если системный риск связан с внутренней динамикой финансовой системы, то макропруденциальный надзор касается взаимодействия финансовой системы с реальной экономикой. Возникновение системного риска может поразить финансовую систему, но при этом не затронуть реальную экономику. И наоборот, может возникнуть ситуация, когда финансовая система временно находится в хорошем состоянии, не создавая системных проблем, и в то же время в реальной экономике могут складываться долгосрочные негативные тенденции. Типичным примером такого положения служит рост объёма кредитов, не создающий краткосрочных трудностей, но со временем становящийся весьма опасным. В целом «хорошее здоровье» финансовой системы является необходимым (хотя и недостаточным) условием для достижения целей макропруденциального надзора. Финансовая стабильность – отсутствие чрезмерной волатильности – не является самоцелью, она полезна только тогда, когда способствует достижению наилучших макроэкономических показателей. Волатильность может быть результатом изменения фундаментальных показателей, а изменение цен активов может позволить финансовой системе «поглотить» внешние экономические шоки [1; 5].

В нынешних условиях задачей макропруденциального надзора становится недопущение «пузырей», которые могут возникать не только в финансовой сфере, но и в реальной экономике, например, в результате «шоков производительности». Однако «пузыри» такого типа могут развиваться лишь в определённых финансовых условиях. Недопущение «пузырей» имеет свою цену и создаёт ряд вызовов. Главный из них связан с анализом «пузырей», которые трудно обнаружить. Циклы взлёта и падения цен активов могут быть точно описаны только *a posteriori*. Более того, циклы в развитии деятельности, как правило, нерегулярны, что затрудняет определение разрывов в ценах активов, которые заранее трудно предсказать. Именно поэтому механизмы «раннего предупреждения тревоги» не могут функционировать адекватно.

Но хотя возникновение «пузырей» предугадать трудно, ясно, что финансовые кризисы время от времени повторяются, а экономика постоянно подвержена риску нового кризиса. В этих условиях важно понять, каковы особенности финансовых систем, способствующие формированию «пузырей», создающих угрозу экономическому благосостоянию. Сегодня уже немало известно о проциклическом характере развития финансовой системы. В последние годы системы бухгалтерского учёта и пруденциального надзора во многом способствовали усилению этой проциклическости. В условиях, когда активы оцениваются по их рыночной стоимости, изменение цен активов вызывает увеличение потребностей банков и других финансовых учреждений в собственном капитале, что, в свою очередь, приводит к росту спроса на дополнительные активы и к дальнейшему повышению их цен. Всё это в конечном счете приводит к формированию «пузыря».

Поскольку главная проблема надзора заключается не в том, чтобы констатировать наличие сформировавшегося «пузыря», а в том, чтобы отследить начало его формирования, необходимо систематически и внимательно анализировать существенные и продолжительные разрывы в уровнях цен активов по сравнению с прошлыми тенденциями, динамикой величины премий за риск и объёмов кредитов. При этом нужно исходить из предположения, что «пузырь» уже формируется [3; 4].

«Пузыри» финансируются главным образом за счёт кредитов, что позволяет инвесторам перекладывать большую часть рисков на заёмщиков, оставляя за собой большую часть прибыли. Подобную асимметрию крайне трудно устранить. В этих условиях возможны два подхода к макропруденциальному надзору, которые, однако, не исключают друг друга. Первый подход, основанный на действующих правилах, предполагает действие автоматических стабилизаторов, ограничивающих поведение банков и финансовых учреждений без учёта их особого положения. Пример такого подхода – контрциклические требования к размеру собственного капитала. Стабилизаторы должны прямо воздействовать на решения о принятии рисков и на уровень вознаграждения за принятый риск. Второй подход (так называемый дискреционный, т.е. зависящий от решения органа надзора) состоит во вмешательстве органов макропруденциального надзора «сверху вниз», чтобы временно ужесточить требования к финансовому учреждению и устранить опасные диспропорции (сегодня этот подход к надзору «в чистом виде» маловероятен).

Финансовые циклы являются результатом изменений «аппетита» в отношении рисков, которые невозможно заранее предусмотреть. Фактически одной из главных целей макропруденциального надзора является регулирование (не в юридическом, а в экономическом плане) глобального уровня «аппетита к риску» в рамках финансовой системы. Это неизбежно предполагает некоторую степень вмешательства органов надзора, т.е. объединение двух названных выше подходов к надзору.

Наиболее важным инструментом в современном арсенале средств регулирования являются требования в отношении объёма собственного капитала банков и финансовых учреждений. Эти требования выполняют двойную функцию: они действуют как механизм, с одной стороны, обеспечивающий

гарантии безопасности банков и их акционеров, а с другой – мешающий акционерам брать на себя слишком высокие риски. В последнее время становится всё труднее сочетать эти две цели из-за растущей сложности финансовой системы. Кроме того, требования в отношении собственного капитала не всегда соблюдаются. Дело в том, что, когда рынки находятся на подъёме и акционеры получают высокие дивиденды, банки легко привлекают необходимые им капиталы. Однако в периоды замедления роста рынки капиталов иссякают. В этих условиях введение контрциклических требований к собственному капиталу было бы полезно, хотя до сих пор взаимодействие между эволюцией финансовых рынков и кредитом изучено недостаточно. Иными словами, пока не ясны ответы на вопросы, каким образом капиталы «питают» финансовую систему, как они покидают её в различные фазы экономического цикла и какое влияние оказывает это на объём кредитов.

Становится всё более ясно, что для того, чтобы макропруденциальный надзор эффективно препятствовал возникновению диспропорций и «пузырей», он должен одновременно воздействовать как на отдельные банки и финансовые учреждения, так и на финансовую систему в целом. Это требует более внимательного изучения связей между нормами бухгалтерского учёта и прибылью, связанной с принятием дополнительных рисков. Сегодня в общей сумме прибыли банков и других финансовых учреждений невозможно выделить ту часть, которая связана с принятием дополнительных рисков. Возможное решение состоит в том, чтобы органы регулирования требовали от банков и других финансовых учреждений оценки рисков, в том числе ликвидного риска, поскольку даже весьма приблизительные оценки рисков лучше, чем их полное отсутствие.

Взаимодополняемость и взаимодействие микро- и макропруденциального подходов к регулированию наилучшим образом достигаются тогда, когда организация регулирования осуществляется «под крышей» центрального банка, который обладает информацией о состоянии финансового сектора и о взаимодействии между сферой финансов и реальной экономикой. Кроме того, при этом облегчается обмен информацией между органом банковского надзора и центральным банком.

Одна из важных задач реформы регулирования заключается в борьбе с проциклическостью, суть которой состоит в том, что в периоды подъёма банки берут на себя чрезмерно высокие риски и тем самым увеличивают свои балансы, а во время спада значительно снижают объём кредитования. Создание контрциклического механизма направлено на то, чтобы переломить эту тенденцию путем накопления резервов или увеличения капитала в верхней точке цикла, которые могут использоваться во время спада. Разработкой соответствующих правил и занимается Базельский комитет [8].

Кризис показал необходимость надзора и регулирования финансовых институтов, деятельность которых имеет системное значение, т.е. может дестабилизировать финансовую систему в целом. Пока не существует точного определения учреждения, имеющего системный характер, хотя при таком определении могут использоваться такие критерии, как взаимодействие с остальными участниками системы, размер, роль в стране происхождения и на мировой арене, место, занимаемое в финансовой инфраструктуре «своей» страны, ве-

Таблица 2

**Ключевые направления глобальной реформы регулирования
финансовых рынков, достигнутые к началу 2014 г.**

Направление	Основные достигнутые результаты
Формирование единого международного свода стандартов бухучета	Работа по конвергенции систем стандартов финансовой отчетности IFRS и GAAP должна быть в основном завершена к концу 2014 г.
Внедрение макропруденциального регулирования и надзора в финансовом секторе	Подготовлены рекомендации для национальных регуляторов по использованию принципов макропруденциального, в том числе контрциклического регулирования деятельности финансовых институтов, а также управления системными рисками, связанными с появлением ценовых пузырей. В США и ряде стран «Группы 20» созданы новые органы, макропруденциального надзора за финансовыми рынками.
Упорядочение и повышение транспарентности рынков деривативов	На саммите «Группы 20» в Лос-Кабосе (2012 г.), принято решение о том, чтобы начиная с 2014 г. операции с внебиржевыми деривативами проводились через биржи или электронные системы торгов, а клиринг осуществляется через центральных контрагентов. Информация по заключенным контрактам должна представляться в централизованные базы, доступ к которым будут иметь надзорные органы.
Усиление регулирования деятельности хедж-фондов	Разработаны рекомендации по надзору за хедж-фондами, призванные решить проблему связанных с ними системных рисков. Приняты нормы, ужесточающие требования к раскрытию информации о проводимых хедж-фондами финансовых операциях.
Усиление регулирования международных рейтинговых агентств	Разработан Свод правил для рейтинговых агентств, направленный на повышение достоверности рейтингов. Нормы Свода уже интегрированы в законодательство США, ЕС, Японии и других стран.
Реформа системы вознаграждения в финансовых организациях	На саммите «Группы 20» в Торонто одобрены подготовленные СФС принципы и стандарты компенсационных выплат в финансовых институтах, направленные на снижение уровня принимаемых этими институтами рисков.
Усиление налогообложения финансовых институтов	Предложения о введении на глобальном уровне специального налога на финансовые институты в ходе саммита «Группы 20» в Торонто были отклонены.

*Составлено по данным Совета по финансовой стабильности
(<http://www.financialstabilityboard.org/>).*

личина коэффициента левериджа. Сегодня рассматриваются следующие меры по регулированию системных учреждений [8]:

- установление норм капитала и ликвидности в зависимости от системного характера учреждения;
- создание системы страхования, чтобы гарантировать системным учреждениям доступ к ликвидности и/или к источникам дополнительного капитала;
- введение дифференцированного надзора на основе «Базеля II»;
- разделение между розничной и инвестиционной деятельностью банков.

Другим аспектом регулирования системных институтов является разработка подхода к ним в кризисный период. Для снятия напряжения следует упростить процедуры изменения структуры системных институтов и ввести меры, направленные на стимулирование уменьшения их размеров.

МВФ, Банк международных расчётов и Совет по финансовой стабильности совместно разработали проект регулирования системных институтов, который предусматривает использование трёх критериев для их определения: размер, уровень заменяемости и уровень взаимосвязи. Совет по финансовой стабильности занялся проектом регулирования банков, «слишком больших, чтобы потерпеть неудачу» (*too-big-to-fail*), цель которого – систематизация возможных подходов к таким банкам и учреждениям, а также обсуждение издержек и выгод каждого из подходов. Работа по проекту организована по трём направлениям: уменьшение вероятности и влияния дефолта; усиление способности противостоять трудностям; укрепление финансовой инфраструктуры и рынков, в том числе за счёт повышения прозрачности внебиржевых рынков.

Главные направления реформы в сфере регулирования глобального финансового рынка и уже достигнутые результаты сведены в таблицу 2.

Реформирование международных финансовых организаций (МФО)

В настоящее время в мире существует около сотни МФО, созданных государствами в целях регулирования валютно-кредитных и финансовых отношений на глобальном и региональном уровнях. Центральное место среди них принадлежит двум институтам, учреждённым на Бреттон-Вудской конференции 1944 г.: МВФ, кредитующий страны, которые сталкиваются с дефицитом платежного баланса и другими финансовыми проблемами, и МБРР – головная организация Всемирного банка, осуществляющая финансирование развивающихся государств.

Недавний кризис отчётливо высветил недостаточную эффективность сложившейся системы МФО, не сумевшей предотвратить кризис или замедлить его развитие. Так, роль МВФ в начальной, наиболее острой фазе кризиса фактически свелась к выделению кредитов нескольким странам, оказавшимся в особенно тяжёлом положении, а также мониторингу кризисной ситуации. Занять более активную позицию этому фонду помешал объективный дефицит авторитета, полномочий и финансовых ресурсов. В этой связи уже в ходе первого антикризисного саммита «Группы 20» была выдвинута инициатива о проведении коренной модернизации МВФ и других ключевых МФО, которая позволила бы им более эффективно выполнять свои функции по обеспечению глобальной экономической стабильности и содействия развитию.

Реформа МФО проводится по двум основным направлениям. В 2009–2013 гг. была заметно укреплена ресурсная база крупнейших организаций, с тем чтобы они могли полнее удовлетворять резко возросший в период кризиса спрос со стороны стран-членов на внешнее финансирование, в том числе экстренного характера. Так, объём средств, находящихся в распоряжении МВФ, был увеличен примерно до 1 трлн. долл. за счёт предоставления ему участвующими

государствами новых займов в размере порядка 750 млрд. долл. (в том числе Россия – около 13 млрд. долл.). Это позволило Фонду значительно нарастить объём кредитования стран-членов, доведя его в 2013 фин. г. до 110 млрд. долл. Кроме того, к 2015 г. планируется удвоить капитал (сумму квот) Фонда, размер которого составит в итоге около 755 млрд. долл. На 85%, или 350 млрд. долл., был увеличен капитал МБРР и других крупнейших региональных банков, что, как ожидается, позволит им в новом десятилетии нарастить ежегодный объём финансирования развивающихся стран почти в 2 раза.

Ещё одной задачей модернизации МФО выступает усиление позиций развивающихся государств и повышение за счёт этого эффективности и легитимности их работы. Исторически сложившаяся система распределения долей участия (квот) и голосов в капитале МВФ, МБРР и ряда других МФО, обеспечивавшая доминирование в них развитых стран, давно перестала соответствовать изменившейся расстановке сил в мировой экономике, что подрывает доверие к этим институтам. Так, общая доля голосов государств БРИКС в МВФ в 2013 г. составляла 10,71%, почти в 2,5 раза уступая их вкладу в глобальный ВВП – 25,6%. В этой связи в ближайшие три года планируется перераспределить свыше 6% квот и связанных с ними голосов в Фонде в пользу стран с формирующимся рынком, прежде всего стран БРИКС, которые должны войти в число 10 крупнейших акционеров МВФ. Подобная реформа уже проведена в 2009–2013 гг. в МБРР и МВФ, в результате чего доля голосов развивающихся стран в этих организациях выросла соответственно до 47,2% и до 39,5%.

Увеличение квот развивающихся стран в капитале ведущих МФО позволит им активнее участвовать в управлении этими организациями, а также использовать их как площадки для обсуждения наиболее острых проблем глобальной экономики и финансов. Все это в конечном счёте будет способствовать формированию более справедливого и устойчивого многополярного устройства мировой финансово-экономической системы [7].

Меры правительств по поддержке финансового сектора (на примере зоны евро)

12 октября 2012 г. на чрезвычайном саммите стран зоны евро в Париже был принят согласованный план действий, направленный на то, чтобы дополнить краткосрочные меры ЕЦБ по рефинансированию банков, действующих на межбанковском рынке, и поддержать банки, испытывающие трудности. Согласованный план предусматривал осуществление ряда мер. К числу главных относятся:

1. **Гарантия по банковским вкладам населения.** В докризисный период в ЕС гарантировался возврат вкладов на сумму в 20 тыс. евро. В октябре 2012 г. она была повышена до 50 тыс. евро, и предполагается, что к концу 2014 г. она составит 100 тыс. евро. В США суммарная гарантия была повышена до 250 тыс. долл., но в январе 2014 г. она должна быть снижена до 100 тыс. долларов.

2. **Гарантии по банковскому долгу.** Государство гарантирует эмиссию банковских облигаций. В некоторых странах зоны евро суммы таких гарантий достигают значительных размеров, тогда как в других странах (например, в

Италии) эта мера практически не использовалась. В США гарантии банковским облигациям предоставляются в рамках Программы гарантирования долга (*Debt Guarantee Program*).

3. **Увеличение собственных капиталов банков.** В условиях долгового кризиса снижение рейтинговых оценок банков и общее обесценение активов привели к значительному снижению стоимости собственных капиталов банков. Это заставило государственные органы многих стран предпринять меры по рекапитализации банков, т.е. по увеличению их собственных капиталов. В США меры по увеличению собственных капиталов банков более распространены, чем в зоне евро: в США они составили на конец июня 2013 г. 2,6% ВВП, тогда как в зоне евро – 1,3% ВВП. Наиболее высокими расходы на рекапитализацию банков оказались в Великобритании – около 5,1% ВВП.

4. **Меры по поддержке банковских активов.** Большую роль сыграли государства в избавлении банков от так называемых токсичных активов, которые отягощали банковские балансы.

В США создана программа по государственно-частному партнерству в приобретении токсичных активов (*Public-Private Investment Program – PPIP*), причём участие в этой программе добровольное. Отметим, что в США проблемные активы оцениваются на аукционах, а в Германии и Ирландии – экспертами.

5. **Отказ от гарантирования банковских вкладов.** В некоторых странах ЕС установлена неограниченная гарантия банковских вкладов населения; при этом не указана дата отмены таких гарантий.

6. **Отказ от гарантирования банковских облигаций.** В последнее время банки стран зоны евро все чаще отказываются от эмиссии облигаций, гарантированных государством, предпочитая выпуск негарантированных облигаций. Вместе с тем пока ещё рано делать окончательный вывод о том, что финансовый рынок начал играть определяющую роль в финансировании банков.

7. **Отказ от мер по увеличению собственных капиталов банков.** Как правило, отказ государства от рекапитализации банков может осуществляться в двух формах. Во-первых, когда государство уступает свою долю участия в капитале частным инвесторам. Примером служит уступка швейцарского правительства своей доли участия в капитале банка ЮБС (*UBS*) институциональным инвесторам. Во-вторых, банк может «погасить» государству его долю. Так поступают банки Франции и Великобритании.

Несомненно, из нынешнего кризиса следует извлечь уроки. Во-первых, несмотря на то что процессы координации в ЕС развивались в целом достаточно эффективно, ещё остались возможности для улучшения координации государственной политики, направленной на решение проблем платежеспособности трансграничных финансовых институтов. Во-вторых, следовало бы усилить единство в области подходов к антикризисному управлению. В-третьих, необходимо регламентировать поведение банков, приводящее к повышению морального риска, связанного с мерами государственной поддержки финансового сектора [6].

Заключение

Итак, очевидно, что главная цель монетарных органов в условиях глобальных дисбалансов должна заключаться в усилении сопротивляемости мировой экономики различным шокам, а значит, следует продолжать структурные реформы, реализуемые правительствами, особенно направленные на повышение гибкости рынков труда, бороться с монополизацией рынков товаров и услуг и стимулировать НИОКР. При этом эффективное государственное финансирование является одним из факторов успешности этих реформ.

Список литературы

1. Глава ФРС: ошиблись – исправимся
(<http://www.interfax.ru/business/txt.asp?id=113192>).
2. *Bernanke B.* Clearinghouses, financial stability, and financial reform
(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110404a.htm>).
3. *Bernanke B.* Dodd-Frank Implementation: Monitoring Systemic Risk and Promoting Financial Stability
(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20110512a.htm>).
4. *Bernanke B.* Implementing a Macroprudential Approach to Supervision and Regulation (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110505a.htm>).
5. *Bernanke B.* Semiannual monetary policy report to the Congress. Before the Committee on financial services. U.S. House of Representatives. Washington, D.C. 24.02.2010
(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100224a.htm>).
6. *Halmai P., Vasary V.* Growth crisis in the EU – challenges and prospects // *Intereconomics*. Hamburg, 2010. Vol. 45. No. 5. P. 329-336.
7. *Kroszner R.S., Strahan Ph.E.* Financial regulatory reform: Challenges ahead // *American economic revue*. Nashville, 2011. Vol. 101. No. 3. P. 242-246.
8. *L'avenir de la regulation* // *Documents et débats*. Paris, 2010. No. 3
(http://www.banque-france.fr/fr/doc_debat/numero_3/pdf).
9. *Landau J.-P.* Bulles et Surveillance Macroprudentielle
(<http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/2009/disc20090128.pdf>).