

---

В.В. Архипова, И.Э. Богатова, О.О. Комолов,  
К.Б. Роуз, М.И. Столбов

РЕФОРМИРОВАНИЕ  
МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ:  
ПОВЕСТКА ДНЯ  
ДЛЯ БОЛЬШОЙ ДВАДЦАТКИ

Москва  
Институт экономики  
2013

**Архипова В.В., Богатова И.Э., Комолов О.О., Роуз К.Б., Столбов М.И.**  
Реформирование мировой финансовой системы: повестка дня для Большой двадцатки /  
Под ред. д.э.н. М.И. Столбова. – М.: Институт экономики РАН, 2013. – 50 с.

ISBN 978-5-9940-0436-4

В докладе обсуждаются актуальные задачи по реформированию мировой финансовой системы, в решении которых активное участие принимает Большая двадцатка. Раскрыты достижения и узкие места в таких областях, как реформа МВФ, финансирование долгосрочных инвестиций и регулирование рынка деривативов. В целом «Большую двадцатку» следует рассматривать как поставщика глобального общественного блага – реформы мировой финансовой системы. При этом возникают проблемы, сходные с предоставлением общественных благ на национальном уровне, – сложность агрегирования предпочтений в мультиагентной системе и проблема «безбилетника». Однако демонтаж этой неформальной организации в условиях сохраняющейся экономической нестабильности будет чреват новым витком рисков.

ISBN 978-5-9940-0436-4

© Институт экономики РАН, 2013  
© коллектив авторов, 2013  
© Валериус В.Е., дизайн, 2007

## ОГЛАВЛЕНИЕ

|  |    |
|--|----|
| ВВЕДЕНИЕ .....   | 4  |
| ГЛАВА I. Реформа МВФ как зеркало изменяющейся<br>расстановки сил в мировой экономике ..... | 6  |
| ГЛАВА II. Концептуальные аспекты финансирования<br>долгосрочных инвестиций .....           | 16 |
| ГЛАВА III. Регулирование мирового рынка деривативов .....                                  | 28 |
| ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....   | 39 |
| Приложение .....   | 42 |
| Литература .....   | 48 |

## ВВЕДЕНИЕ

В 2013 г. исполняется 5 лет деятельности Большой двадцатки (G20) по реформированию мировой финансовой системы после глобального кризиса 2008–2009 гг. Примечательно, что эта «пятилетка» завершается председательством России в этой неформальной организации. Опыт ее функционирования за истекший период позволяет подвести некоторые итоги и проанализировать ряд насущных проблем, подлежащих решению.

В настоящем докладе рассматриваются 3 вопроса — реформа Международного валютного фонда (МВФ), источники финансирования и формы осуществления долгосрочных инвестиций после глобального финансового кризиса, а также посткризисная трансформация мирового рынка деривативов. Перечисленные пункты не исчерпывают повестку дня G20. Вместе с тем, они удачно иллюстрируют как сложности принятия коллективных решений в институтах глобального экономического управления (реформа МВФ), так и конкретные проблемы, которые такие институты, взаимодействуя между собой и с национальными государствами, призваны решить в посткризисный период (увеличение временного горизонта инвестиционных процессов и разработка адекватного регулирования оборота деривативов). Тем самым в исследовании реализуется движение от общих к частным проблемам.

Перечисленные вопросы анализируются с использованием элементов теории общественного выбора, поскольку они в

значительной мере имеют политико-экономическое измерение. Оценка эффективности G20 при таком подходе выглядит далеко не однозначной. Дилемма «эффективность—легитимность» для этой неформальной организации еще не получила адекватного разрешения. Поэтому по каждому из заявленных вопросов обсуждаются преимущества и недостатки (риски) ее регулирующего воздействия, в том числе с учетом экономических интересов России.

Авторы доклада: аспирант ИЭ РАН В.В. Архипова (гл. III), аспирант МШЭ МГУ им. М.В. Ломоносова, м.н.с. ИЭ РАН И.Э. Богатова (гл. II), м.н.с. ИЭ РАН О.О. Комолов (гл. II), м.н.с. ИЭ РАН К.Б. Роуз (гл. I), доцент кафедры прикладной экономики МГИМО (У) МИД России, зав. сектором ИЭ РАН, д.э.н. М.И. Столбов (гл. I и II, Введение, Заключение).

## РЕФОРМА МВФ КАК ЗЕРКАЛО ИЗМЕНЯЮЩЕЙСЯ РАССТАНОВКИ СИЛ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ

Международный валютный фонд сегодня находится в процессе реформирования. Основные направления реформ включают пересмотр квот стран-членов, антикризисные программы кредитования и структуру управления фондом. Эти реформы проводятся, чтобы сделать деятельность МВФ более адекватной вызовам глобальной финансовой стабильности, одновременно являясь шагом на пути к созданию новой мировой финансовой архитектуры.

Несмотря на возросшую на рубеже веков степень недоверия и критики, МВФ сыграл существенную роль в процессе выхода из глобального финансового кризиса. 2 апреля 2009 г. состоялся саммит G20 в Лондоне, на котором был принят План действий по выходу из кризиса<sup>1</sup>. Апрельский саммит G20 2009 г. подтвердил роль фонда как главного международного поставщика краткосрочной ликвидности<sup>2</sup>. В частности, одной из наиболее серьезных мер стало решение о значительном увеличении ресурсов МВФ — до 750 млрд долл. США, поддержка новых ассигнований СПЗ (специальных прав заимствования, SDR) в размере 250 млрд долл. США.

В рамках борьбы с глобальным кризисом МВФ предпринял следующие действия<sup>3</sup>.

1. План действий по выходу из глобального финансового кризиса // Лондон. 2009. 2 апреля. (<http://archive.kremlin.ru/text/docs/2009/04/214938.shtml>).
2. Lütz S., Kranke M. The European rescue of the Washington Consensus? EU and IMF lending to Central and Eastern European countries // Review of International Political Economy 2013. No. 1. P. 1. (<http://dx.doi.org/10.1080/09692290.2012.747104>)
3. IMF's Response to the Global Economic Crisis // IMF. 2012. September 10 (<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/changing.htm>).

## Активизация антикризисного кредитования

С момента начала кризиса фонд предоставил более 300 млрд долл. в виде займов странам-членам, а также усилил свой потенциал кредитования и утвердил пересмотр принципов выдачи кредитов<sup>4</sup>.

Отмечая важность расширения кредитного потенциала МВФ, следует указать на неоднозначную оценку экспертами его эффективности для стран-реципиентов. В частности, величина кредитных линий зависит от отношений страны с МВФ (ее квоты, численности и квалификации персонала), а также от ее политических связей со странами, оказывающими определяющее влияние на принятие решений в МВФ, – США, Великобританией, Германией и Францией<sup>5</sup>. Сомнителен и эффект от получаемых ресурсов. Отмечается, что кредитные программы МВФ усугубляют проблему морального риска, увеличивая вероятность суверенных дефолтов на 1,5–2 п.п.<sup>6</sup>

В эмпирической литературе имеются также противоположные свидетельства о роли кредитов МВФ – буферов для банковских<sup>7</sup> и валютных<sup>8</sup> кризисов. Эти положительные для фонда выводы корреспондируют с его антикризисными инициативами.

*Кредитные линии для сильных игроков.* «Гибкая кредитная линия» (Flexible Credit Line)<sup>9</sup> является инструментом предотвращения кризисов, обеспечивающим опережающий доступ к большим объемам ресурсов МВФ.

- 
4. To Help Countries Face Crisis, IMF Revamps its Lending // IMF Survey online. 2009. March 24 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/NEW032409A.htm>).
  5. Barro R., Lee J.–W. IMF Programs: Who is Chosen and What are the Effects? // Journal of Monetary Economics. Vol. 52(7), October 2005. P. 1245–1269.
  6. Jorra M. The Effect of IMF Lending on the Probability of Sovereign Debt Crises // Journal of International Money and Finance. Vol. 31(4), 2012. P. 709–725.
  7. Papi L. et. al. IMF Lending and Banking Crises // Money and Finance Research Group Working Paper 80, University of Ancona, Italy, February 2013.
  8. Dreher A., Walter S. Does the IMF Help or Hurt? The Effect of IMF Programs on the Likelihood and Outcome of Currency Crises // World Development. Vol. 38(1), January 2010. P. 1–18.
  9. IMF implements major lending policy improvements // IMF. 2009. March 24 (<http://www.imf.org/external/np/pdr/fac/2009/032409.htm>).

*Доступ к ликвидности на гибких условиях.* Предупредительная линия ликвидности (Precautionary and Liquidity Line)<sup>10</sup> предназначена для удовлетворения потребности в ликвидности стран, характеризующихся приемлемым уровнем устойчивости, но имеющим некоторые диспропорции и узкие места в развитии.

*Пересмотренные условия кредитования МВФ.* Критерии структурной эффективности<sup>11</sup> были упразднены для всех кредитов МВФ.

*Акцент на социальную защиту.* МВФ помогает правительствам сохранить и даже увеличить расходы на социальные нужды, в том числе расходы на социальную защиту<sup>12</sup>.

### **Помощь беднейшим странам мира**

Программы МВФ стали более гибкими и приспособленными к индивидуальным потребностям стран с низким доходом в результате смягчения так называемых критериев обусловленности выделяемого финансирования (conditionality), что позволяет странам сохранять уровень социальных расходов. В рамках данного направления реформы следует выделить увеличение ресурсов, доступных для кредитования, повышение уровня гибкости при принятии решений по кредитам МВФ<sup>13</sup>, а также создание Трастового фонда по облегчению бремени задолженности для стран, подвергшихся катастрофам (PCDR).

### **Создание механизмов защиты от кризисов**

В апреле 2010 г. Исполнительный совет принял предложение о расширенных и более гибких Новых соглашениях о займах (New Arrangements to Borrow, NAB). Ресурсы NAB были увеличены до 367,5 млрд СПЗ, с добавлением 13 новых стран-участниц и институтов, в том числе нескольких стран с формирующимися рынками,

- 
10. The IMF's Precautionary and Liquidity Line (PLL). // IMF. 2012. April 10 (<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pll.htm>).
  11. New Rules of Engagement for IMF Loans by Camilla Andersen. // IMF. 2009. April 13 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/POL041309A.htm>).
  12. The IMF's Role in Helping Protect the Most Vulnerable in the Global Crisis. // IMF. 2012. March 14 (<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/protect.htm>).
  13. IMF's Response to the Global Economic Crisis. // IMF. 2012. April 18 (<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/changing.htm>).



которые внесли значительный вклад в это расширение. 15 ноября 2011 г. Национальный банк Польши присоединился к НАВ в качестве нового участника, в результате чего объем НАВ достиг в общей сложности около 370 млрд СПЗ (около 570 млрд долл.), а число новых участников достигло 14.

В 2009–2010 гг. МВФ также подписал ряд двусторонних соглашений о предоставлении кредита и покупке СПЗ на общую сумму около 180 млрд СПЗ. Суммы, занятые в рамках этих соглашений участниками НАВ, были включены в НАВ.

В декабре 2011 г. ЕС обязался обеспечить дополнительные ресурсы МВФ в размере 150 млрд евро<sup>14</sup>. Исполнительный совет МВФ обсудил достаточность ресурсов Фонда по состоянию на январь 2012 года, рассмотрев перспективу их потенциального увеличения посредством новых двусторонних заимствований<sup>15</sup>.

*14-й общий пересмотр квот*, результаты которого были утверждены в декабре 2010 г.<sup>16</sup>, удваивает ресурсы МВФ до 476,8 млрд СПЗ (около 737 млрд долл.). Также планируется сокращение объемов НАВ с 370 млрд СПЗ до 182 млрд СПЗ, которое будет полностью выполнено, когда участники оплатят увеличение своих квот, как предусмотрено 14-м общим пересмотром.

### **Повышение компетентности анализа и политических консультаций МВФ**

Анализ рисков подвергся усовершенствованиям, в том числе посредством учета эффектов межстранового заражения кризисом<sup>17</sup>, и разработок в области систем индикаторов раннего предупреждения (early warning systems). Исследования по этим вопросам проводятся совместно с Советом по финансовой стабильности (Financial Stability Board) и Банком международных расчетов в Базеле.

- 
14. EU to Channel €200 bln to IMF to Strengthen Global Safety Net. // IMF. 2011. December 9 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/NEW120911A.htm>).
  15. Statement by IMF Managing Director Christine Lagarde Following Executive Board Discussion on the Adequacy of Fund Resources. Press Release No. 12/13. // IMF. 2012. January 17 (<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2012/pr1213.htm>).
  16. IMF Board of Governors Approves Major Quota and Governance Reforms. Press Release No. 10/477. // IMF. 2010. December 16 (<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10477.htm>).
  17. IMF Connects Dots in Spillover Analysis of Major Economies. // IMF. 2011. September 2 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/CAR090211B.htm>).

## Реформа управления МВФ

15 декабря 2010 г. Совет управляющих одобрил широко-масштабную реформу управления в рамках 14-го Общего пересмотра квот<sup>18</sup>. В пакет реформ входит удвоение квот<sup>19</sup>, что ведет к более чем 6%-ному перераспределению квот в пользу динамично развивающихся рынков и развивающихся стран. Согласно изменениям, 54 государства-члена увеличивают свои квоты, например Китай, Южная Корея, Индия, Бразилия и Мексика<sup>20</sup>. Остальные 135 членов, в том числе страны с низким доходом, получили усиление веса их голоса в результате увеличения базовых голосов, которые остаются фиксированными в виде процента от общего числа голосов. Реформа также предусматривает переход к полностью избираемому Исполнительному совету.

*Пересмотр формулы для расчета квот стран — членов МВФ*

Когда страна присоединяется к МВФ, ей присваивается начальная квота в том же порядке, что и квоты действующих членов, которые производны от размера и характеристик экономики. МВФ использует специальную формулу<sup>21</sup> для расчета квот, чтобы определить относительную позицию той или иной страны в структуре фонда.

Пять формул, использовавшихся в период с 8-го по 11-й Общий пересмотр квот (включая ныне действующую формулу «Scheme M7» 11-го Пересмотра), таковы:<sup>22</sup>

Bretton Woods:

$$Q1 = (0,01Y + 0,025R + 0,05P + 0,2276VC) (1 + C/Y);$$

Scheme III:

$$Q2 = (0,0065Y + 0,0205125R + 0,078P + 0,4052VC) (1 + C/Y);$$

Scheme IV:

$$Q3 = (0,0045Y + 0,03896768R + 0,07P + 0,76976VC) (1 + C/Y);$$

18. IMF Board Approves Far-Reaching Governance Reforms. // IMF. 2010. November 5 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/NEW110510B.htm>); IMF Board of Governors Approves Major Quota and Governance Reforms. Press Release No. 10/477. // IMF. 2010. December 16 (<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10477.htm>)

19. IMF Quotas. // IMF. 2012. March 30 (<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/quotas.htm>)

20. Directors Back Reforms to Overhaul IMF Quotas and Voice. // IMF. 2008. March 28 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/NEW032808A.htm>)

21. IMF Quotas // IMF. 2012. August 24 (<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/quotas.htm>)

22. Quotas – Updated Calculations and Data Adjustments. // IMF. 2007. July 11 (<http://www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/071107.pdf>)

Scheme M4:

$$Q4 = 0,005Y + 0,042280464R + 0,044 (P + C) + 0,8352VC;$$

Scheme M7:

$$Q5 = 0,0045Y + 0,05281008R + 0,039 (P + C) + 1,0432VC^{23}.$$

После пересмотра формула для расчета квот будет учитывать следующие показатели: ВВП (составляет 50% квоты), открытость (30%), экономическая изменчивость (15%) и объем международных резервов (5%). ВВП измеряется как сочетание ВВП по рыночным обменным курсам (составляет 60% в оценке ВВП) и ВВП по паритету покупательной способности (40%). Формула также будет включать в себя «коэффициент сжатия» 0,95, который сокращает дисперсию в исчислении квот стран-членов.

Предлагаемая новая формула такова:

$$CQS = (0,5Y+0,3O+0,15V+0,05R)^{k24}.$$

Для того чтобы предложенная поправка по реформе Исполнительного совета вступила в силу, необходима ее ратификация 60% стран – членов МВФ (113 стран из 188), располагающими 85% голосов в фонде. По состоянию на 13 марта 2013 г., 135 стран-членов, имеющих лишь 71,27% голосов в МВФ, одобрили поправку<sup>25</sup>.

Для того чтобы перераспределение квот согласно 14 Общему пересмотру квот вступило в силу, необходимо вступление в силу вышеупомянутой поправки по реформе Исполнительного

- 
23. Q1, Q2, Q3, Q4, и Q5 = Вычисляемая по каждой формуле квота; Y = ВВП по текущим рыночным ценам за последний год; R = среднегодовой показатель золотовалютных резервов, объем СПЗ и резервная позиция в МВФ за последний год; P = среднегодовая величина текущих платежей (товары, услуги, доходы и трансферты) за период последних пяти лет; C = среднегодовая величина текущих поступлений (товары, услуги, доходы и трансферты) за период последних пяти лет; VC = изменчивость текущих платежей, определяемая как стандартное отклонение от централизованного пятилетнего скользящего среднего показателя за период последних 13 лет.
24. Отдельные буквенные обозначения (см. сноску 25), а также O = среднегодовая величина текущих платежей и поступлений (товары, услуги, доходы и трансферты) за период последних пяти лет; V = изменчивость текущих поступлений, определяемая как стандартное отклонение от централизованного трехгодного скользящего среднего показателя за период последних 13 лет; k = коэффициент сжатия 0,95. Применяется к несжатому расчету квот, которые затем пересчитываются в сумме 100.
25. Acceptances of the Proposed Amendment of the Articles of Agreement on Reform of the Executive Board and Consents to 2010 Quota Increase. // IMF. 2013. March 13 (<http://www.imf.org/external/np/sec/misc/consents.htm>).

совета, а также одобрение пересмотра квот не менее чем 70% голосов по существующим квотам. По состоянию на 13 марта 2013 г. 148 стран-членов, имеющих 77,42% голосов, пересмотр квот одобрили<sup>26</sup>.

Примечательно, что США на момент подготовки доклада не одобрили ни реформу Исполнительного совета, ни пересмотр квот. В результате, пересмотр квот, хотя и набрал больше необходимых 70% голосов, не может вступить в силу до ратификации США реформы Исполнительного совета. В экспертном сообществе это промедление связывают с внутривнутриполитической ситуацией в США – выраженным противостоянием президента Б. Обамы и Конгресса по экономическим вопросам.

Нижеприведенная таблица обобщает предполагаемое перераспределение квот стран – членов МВФ согласно 14 Общему пересмотру квот в случае его ратификации Конгрессом США.

Так, в случае вступления в силу предлагаемых изменений, совокупная 31,3%-ная квота ЕС сокращается на 1,9 п.п. и составляет меньше 30%, дающих право вето по стратегическим и операционным вопросам. Таким образом, в случае успеха идущих внутри ЕС переговоров о едином представительстве в МВФ роль и значимость ЕС в фонде не сможет превзойти влияние США, которые даже после реформы сохранят право вето в виде 16,5%-ной квоты. Намеченное на 1 июля 2013 г. вступление Хорватии в ЕС<sup>27</sup> не сможет изменить ситуацию, поскольку квота этой страны в МВФ составляет лишь 0,17%<sup>28</sup>.

Существует несколько сценариев развития взаимоотношения ключевых игроков мировой экономики и международных отношений в рамках МВФ:

1) ЕС превращает свою виртуальную совокупную квоту (после пересмотра – 29,4%, с учетом Хорватии – 29,57%) в реальное влияние в МВФ, путем достижения договоренности о едином представительстве в фонде. В этом случае страны ядра мир-системы не

26. Ibid.

27. Barnier, M. Croatia: welcome to the single market! // Europa. 2013. March, 01 ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-13-179\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-13-179_en.htm)).

28. Acceptances of the Proposed Amendment of the Articles of Agreement on Reform of the Executive Board and Consents to 2010 Quota Increase // IMF. 2013. March 13 (<http://www.imf.org/external/np/sec/misc/consents.htm>).

**Предполагаемые объемы квот (в т.ч. при голосовании в МВФ)**

| Показатели  | Исчисляемый размер квоты | Доля мирового ВВП* | Квота                       |             |              | Голосов по квоте            |             |              |
|---|--------------------------|--------------------|-----------------------------|-------------|--------------|-----------------------------|-------------|--------------|
|   |                          |                    | До Сингапурского пересмотра | Сейчас      | Предлагается | До Сингапурского пересмотра | Сейчас      | Предлагается |
| <b>Развитые экономики</b>                                   | <b>58,2</b>              | <b>60,0</b>        | <b>61,5</b>                 | <b>60,5</b> | <b>57,7</b>  | <b>60,6</b>                 | <b>57,9</b> | <b>55,3</b>  |
| <i>Крупнейшие развитые экономики, в т.ч.</i>                | 42,9                     | 48,0               | 46,0                        | 45,3        | 43,4         | 45,1                        | 43,0        | 41,2         |
| США   | 17,0                     | 21,6               | 17,4                        | 17,7        | 17,4         | 17,0                        | 16,7        | 16,5         |
| Прочие  | 25,9                     | 26,4               | 28,6                        | 27,7        | 26,0         | 28,1                        | 26,3        | 24,7         |
| Прочие развитые экономики                                   | 15,3                     | 11,9               | 15,6                        | 15,1        | 14,3         | 15,4                        | 14,9        | 14,1         |
| <i>Справочно: Европейский союз</i>                          | 31,3                     | 27,8               | 32,9                        | 31,9        | 30,2         | 32,5                        | 30,9        | 29,4         |
| <b>Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны</b> | <b>41,8</b>              | <b>40,0</b>        | <b>38,4</b>                 | <b>39,5</b> | <b>42,3</b>  | <b>39,4</b>                 | <b>42,1</b> | <b>44,7</b>  |
| <i>Развивающиеся страны, в т.ч.</i>                         | 34,1                     | 33,2               | 30,9                        | 32,4        | 35,1         | 31,7                        | 34,5        | 37,0         |
| Африка  | 3,1                      | 2,9                | 5,5                         | 4,9         | 4,4          | 6,0                         | 6,2         | 5,6          |
| Азия  | 17,7                     | 17,3               | 10,3                        | 12,6        | 16,1         | 10,4                        | 12,8        | 16,1         |
| Ближний Восток, Мальта и Турция                             | 6,2                      | 5,2                | 7,6                         | 7,2         | 6,7          | 7,6                         | 7,3         | 6,8          |
| <i>Переходные экономики</i>                                 | 7,7                      | 6,8                | 7,6                         | 7,1         | 7,2          | 7,7                         | 7,6         | 7,7          |
| Всего   | 100,0                    | 100,0              | 100,0                       | 100,0       | 100,0        | 100,0                       | 100,0       | 100,0        |

\* Сочетание ВВП по обменным курсам (вес 60%) и паритету покупательной способности (вес 40%).

Источник: Voting and Quota Share Shifts ([http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pdfs/pr10418\\_table.pdf](http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pdfs/pr10418_table.pdf)).

только сохраняют, но и значительно укрепляют свое влияние в МВФ. Совокупная квота США, Японии и ЕС составит около 50%, что дает право вето по всем решениям МВФ. Китай и развивающиеся страны, несмотря на увеличение своих квот, не достигают роста своего влияния;

2) страны ЕС не договариваются о консолидированном представительстве в МВФ, а из-за увеличения квоты Китая некоторые из европейских стран утрачивают прежнее влияние в МВФ. В результате, коллективное лидерство развитых стран в фонде находится под угрозой распада, в то время как страны БРИК достигают совокупной квоты в 15%, что гипотетически делает их влияние равным влиянию США. Однако распад существующей архитектуры представительства интересов в МВФ чреват фатальной для Фонда

потерей эффективности, в то время как новая архитектура не сложится в короткий промежуток времени (страны БРИК не смогут быстро договориться между собой). В результате, индивидуальное влияние США, возможно, не уменьшится, но влияние возглавляемого ими коллективного лидерства будет подорвано. Соответственно, МВФ потеряет свою международную значимость.

Оба сценария свидетельствуют о наличии серьезных противоречий по реформированию такого института глобального экономического управления, как МВФ. Тем самым на сохраняющуюся в мировой экономике нестабильность наслаивается неопределенность относительно будущего распределения влияния в глобальных регуляторах. В таком контексте реализация первого из обозначенных сценариев выглядит более вероятной.

Эмпирические расчеты индексов влияния Банцофа и Пенроуза также свидетельствуют, что результаты 14 Общего пересмотра квот складываются в пользу прежних лидеров. Анализируя расхождение между долей голосов (voting weight) и фактическим влиянием (voting power) в Совете управляющих и в Исполнительном совете МВФ после изменений 2006, 2008 и 2012 годов, Д. и Р. Литч выявляют рост влияния США, а также некоторых малых европейских стран (Бельгии и Нидерландов)<sup>29</sup>. Значение ЕС в целом действительно возрастает, но только при условии перехода на единую квоту<sup>30</sup>.

Экспертами также фиксируется некоторый рост влияния развивающихся стран, но его масштабы весьма скромны. Из стран БРИК незначительное повышение влияния характерно для Китая, Индии и Бразилии, тогда как для России характерна обратная тенденция. Таким образом, рост влияния крупнейших развивающихся экономик и стран с формирующимся рынком в МВФ остается скорее привлекательным лозунгом, нежели реальным фактом<sup>31</sup>.

29. Leech D., Leech R. A New Analysis of A Priori Voting Power in the IMF: Recent Quota Reforms Give Little Cause for Celebration // Warwick Economic Research Paper № 1001, September 2012.

30. Brander P., Grech H. EU Representation at IMF – A Voting Power Analysis // Monetary Policy and Economy, 2009.

31. Аналогичные выводы сделаны в работах отечественных исследователей. См., например, Aleskerov F., Kalyagin V., Pogorelskiy K. Power Distribution Analysis in the International Monetary Fund // Automation and Remote Control. Vol. 69(11), 2008., Pogorelskiy K. Implications of the Quota and Voice Reform of the IMF: the Aspect of Power // HSE Working Paper WP/07/2010.

В случае России наиболее перспективным вариантом поведения в отношении реформы МВФ является тесное сотрудничество с ЕС. Сотрудничество должно осуществляться на уровне отношений Россия—ЕС, двусторонние же отношения России с индивидуальными странами — членами ЕС в отношении МВФ будут бесплодны. Поскольку в случае вступления в силу 14 Общего пересмотра квот Европейский союз ввиду сократившейся до 29,4% квоты лишается возможности пользоваться правом операционного вето в фонде, ЕС может быть выгодно блокироваться с Россией, располагающей квотой в 2,39%, по операционным и стратегическим вопросам.

## КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Финансирование долгосрочных инвестиций рассматривается странами G20 в качестве неперемennого условия для возобновления устойчивого экономического роста. Однако под влиянием мирового финансового кризиса в последние несколько лет объемы таких инвестиций значительно сократились, особенно в развитых странах. Претерпели изменения их формы и источники привлечения.

Необходимость проработки данного вопроса кроется в проблеме недостаточного финансирования долгосрочных проектов, которая исходит из двух аспектов:

1) функционирования финансовых рынков в посткризисный период и наличия недостаточного количества инвесторов с долгосрочным горизонтом вложений;

2) создания стимулов для финансовых учреждений, препятствующих перекосу в сторону краткосрочных вложений.

Основная задача заключается в том, чтобы увеличить обеспеченность ресурсами долгосрочных инвестиций посредством адаптации или изменения базовых условий и регулирования финансовых рынков<sup>32</sup>.

Исследования и разработка рекомендаций происходит совместно с большой группой крупных международных организаций (Всемирный банк, МВФ, ОЭСР, Совет финансовой стабильности, ООН и др).

---

32. Possible follow up to the Green paper on long term finance in 2012 – Providing long-term finance through actions to ensure the effectiveness of financial institutions, markets and instruments, November 2012// [http://ec.europa.eu/governance/impact/planned\\_ia/docs/2013\\_market\\_018\\_long\\_term\\_finance\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/governance/impact/planned_ia/docs/2013_market_018_long_term_finance_en.pdf)



За основу взяты следующие направления:

- продвижение проектов в рамках государственно-частного партнерства;
- разработка мер по поддержке инвестиций в малый и средний бизнес, а также в недавно созданные компании;
- рекомендации по изменению законодательства, которые бы направили капиталопотоки в сторону долгосрочных инвестиций;
- выработка мер, направленных на обеспечение необходимого уровня капитализации банков;
- анализ соотношения источников финансирования инвестиций (институциональные инвесторы, фондовые рынки, государственные гарантии);
- разработка рекомендаций по увеличению инвестиционных возможностей многосторонних банков развития.

Показатели инвестиционной активности в условиях мирового финансового кризиса сильно различались в развитых и развивающихся странах. Страны-лидеры G20 испытали резкое падение (в среднем на 15%) объемов инвестиций, которое сменилось медленным восстановлением. Соотношение инвестиций к ВВП в целом остается на уровне на 2,5 п.п. ниже, чем в докризисные времена. Одновременно развивающиеся страны (в основном за счет Китая) получили прирост инвестиционных потоков (с существенными различиями в зависимости от региона). Большая часть посткризисных инвестиций были связаны с контрциклическим налогово-бюджетным стимулированием, возможности использования которого сейчас значительно сократились<sup>33</sup>.

Финансовый кризис оказал негативное влияние на состояние банковского сектора — основного источника долгосрочных капиталовложений. Количество сделок с участием европейских банков резко сократилось, начиная с 2008 г. Банковские кредиты стали менее доступными для корпоративных заемщиков, не имеющих высоких инвестиционных рейтингов. 90% долгосрочных банковских кредитов в кризисный и посткризисный период получили заемщи-

---

33. Long-Term Investment Financing for Growth and Development // Prepared for consideration by G20 Finance Ministers and Central Bank Governors at their meeting in Mexico City, November 4-5, 2012 <http://www.g20.org/load/781245667>.

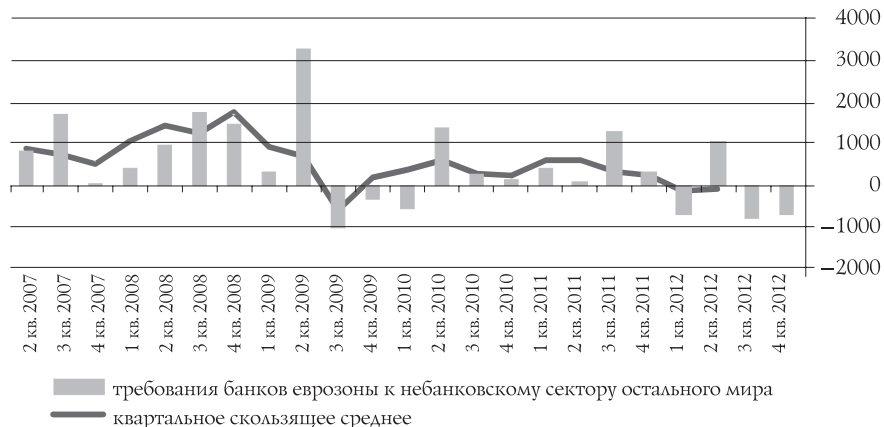
ки с кредитным рейтингом инвестиционного класса. В докризисный период этот показатель составлял 75%. Лишь в 2012 г. доля заемщиков более низкого класса стала постепенно возрастать.

В соответствии с любым практически осуществимым сценарием частный капитал останется главным источником долгосрочных инвестиций (на настоящий момент он составляет 90% от всего инвестиционного потока в развивающиеся страны). Сюда входят долгосрочный капитал от прямых иностранных инвестиций, самофинансирование, коммерческие банки, фондовые рынки, инвестиционные фонды.

G20 выделяет следующие факторы, оказывающие влияние на ресурсное обеспечение долгосрочных инвестиций<sup>34</sup>.

### 1. Снижение роли европейских банков как долгосрочных кредиторов

До начала мирового финансового кризиса европейские банки активно выдавали ссуды зарубежным компаниям. Кризис направил это движение вспять, затронув и сектор долгосрочного кредитования (рис. 1).



Источник: рассчитано по данным Базельского банка международных расчетов.

Рис. 1. Динамика требований банков стран еврозоны к небанковскому сектору остального мира (потоки), млн долл., 2007–2012

34. Long-Term Investment Financing for Growth and Development: Umbrella Paper February 2013// <http://rug20.riaru/load/781245667>.

Уход от кредитования зарубежных агентов сократил общее количество платежных требований из-за рубежа — включая трансграничные и требования от местных отделений иностранных компаний — на 30% от уровня пикового 2008 г.

Международные требования — включая трансграничные и требования в зарубежной валюте внутри страны — со сроком платежа более двух лет не исполняются в срок. В этих условиях банки сокращают срочность кредитования заемщиков из развивающихся стран. Это происходит одновременно с фактическим провалом попытки стран ЕС активнее включиться в глобальный рынок синдицированных кредитов. Поскольку такая ситуация создает ограничения для других банков (в т.ч. из развивающихся стран), небанковских организаций и местных рынков капитала, остается не ясным, сумеют ли они в полной мере компенсировать выпадающие потоки ресурсов, которые ранее направлялись из банковского сектора стран ЕС.

## 2. Рынок ценных бумаг в национальной валюте

Государственный долг в национальной валюте в развивающихся странах продемонстрировал устойчивость в условиях нестабильности международного рынка и стал своего рода «тихой гаванью» для инвесторов после 2008 г. При этом корпоративный долг в национальных валютах развивающихся стран сохраняется на умеренном уровне. Исследования показывают, что движущей силой развития рынка облигаций в национальных валютах являются локальные факторы, прежде всего сбалансированность денежно-кредитной и фискальной политик, а также волатильность валютных курсов. Из глобальных факторов следует отметить значительное и растущее влияние на этот рыночный сегмент изменений доходности американских казначейских облигаций, что в дальнейшем может нарушить его относительную независимость от глобальных шоков<sup>35</sup>. В настоящее время наиболее активно рынки облигаций в национальных валютах представлены в странах Восточной и Юго-Восточной Азии. По состоянию на декабрь

---

35. Miyajima K. et. al. Emerging Market Local Currency Bonds: Diversification and Stability // BIS Working Papers 391, November 2012.

2012 г., в Южной Корее их объем составлял 123% ВВП (из них 48% – государственный и 75% – корпоративный), в Малайзии – 106,6% (63,9 и 42,7%). Высокие значения этого индикатора также свойственны Сингапуру (86%) и Таиланду (75%)<sup>36</sup>.

### 3. Возрастающая роль институциональных инвесторов

Институциональные инвесторы, такие как пенсионные, страховые и государственные инвестиционные фонды, благодаря долгосрочной природе своих обязательств представляют собой потенциально мощный источник финансирования неликвидных активов, например инфраструктуры. В течение последних десятилетий институциональные инвесторы находятся в поиске долгосрочных доходов, защищенных от инфляции. Анализ динамики размещения активов за последние несколько лет демонстрирует постепенную глобализацию портфеля займов или инвестиций, рост внимания к развивающимся рынкам, диверсификацию по классам активов.

Однако роль институциональных инвесторов в долгосрочном финансировании ограничена наличием структурных и политических барьеров, в частности недостатком подходящих механизмов инвестирования, отсутствием должного стимулирующего регулирования, недостаточными навыками в управлении рисками, нехваткой информации и отправных точек для капиталовложений в неликвидные активы.

Экономический спад, вероятно, окажет продолжительное воздействие на всю сферу управления денежными средствами и на стратегии институциональных инвесторов по долгосрочному размещению активов, делая их более осторожными. Повышенная волатильность и сдержанные результаты фондовых бирж Европы и США снизили готовность инвесторов к принятию рисков.

---

36. Данные Азиатского банка развития ([http://asianbondsonline.adb.org/regional/data/bondmarket.php?code=LCY\\_in\\_GDP\\_Local](http://asianbondsonline.adb.org/regional/data/bondmarket.php?code=LCY_in_GDP_Local)).

#### 4. Влияние реформ регулирования на предоставление долгосрочных займов

Совет по финансовой стабильности проанализировал, какое влияние на долгосрочное финансирование оказывают реформы, согласованные на международном уровне, а также принятые на национальном или региональном уровне и находящиеся в компетенции Совета. Основной вклад таких реформ в развитие долгосрочного финансирования заключается в создании безопасной, устойчивой и одновременно гибкой финансовой системы. Многие из этих реформ до сих пор находятся в разработке или на ранних стадиях внедрения. В силу этого детально оценить их влияние пока не представляется возможным.

На сегодняшний день мало ясных свидетельств того, что мировое финансовое регулирование вносит вклад в развитие сектора долгосрочного кредитования. Впрочем, такие реформы должны подвергаться мониторингу на постоянной основе, что позволит определить степень их влияния на долгосрочное финансирование и направлять их в нужное русло. Эффект от таких реформ будет сильно различаться в зависимости от особенностей места или сегмента рынка, например от условий представления трансграничных займов.

Поскольку реформы регулирования не направлены непосредственно на долгосрочное финансирование, они видоизменяют побуждающие мотивы для разных типов финансовых институтов, представленных на рынке. Кумулятивный эффект от реформы банковской системы увеличит размеры регулятивного капитала и ограничит риск трансформации банками краткосрочных депозитов в долгосрочные кредиты. В результате стоимость долгосрочных банковских займов может увеличиться и (или) сократится их предложение. Это означает, что другим источникам долгосрочного финансирования придется играть большую роль в рамках финансовой системы.

Регулирование таких институтов и рынков требует дальнейших исследований, которые позволят убедиться в их действенности и эффективности (без угрозы стабильности системы в целом) в разрезе вопросов долгосрочного финансирования. С точки зрения долгосрочной перспективы поддержка развития внутренних накоплений и масштабы внутренних финансовых систем в развиваю-

щихся странах создаст благоприятные условия для долгосрочного финансирования.

## **5. Государственные источники финансирования инвестиций**

Государственные источники финансирования, включая многосторонние банки развития, сыграли контрциклическую роль. В условиях ограниченности прямого кредитования и налогового давления роль многосторонних банков развития (через финансовую и консультационную поддержку, направленную на повышение качества проекта, эффективность управления, улучшение политической среды) существенно возросла.

## **6. Нефинансовые (институциональные) факторы**

Существует несколько нефинансовых факторов, которые могут подрывать стремление к частному долгосрочному инвестированию. К ним относятся налоговые системы, благоприятствующие долговому, а не долевого финансированию инвестиций, ограничения прямых иностранных инвестиций, риск чрезмерного вмешательства государства, а также качество и эффективность методов правовой защиты инвесторов. Желание частных инвесторов вкладывать средства в инфраструктуру может также зависеть от наличия возможностей для внедрения проекта; финансовой ответственности; исполнения и сопровождения договора; опыта государственного регулирования; наличие правил, регулирующих репатриацию капитала; условия кредитования инфраструктурных проектов; качество координации между различными уровнями государственной власти.

Остановимся на двух характерных инструментах финансирования долгосрочных инвестиций.

*ГЧП и инфраструктурные облигации.* Эффективным механизмом привлечения финансов для долгосрочного инвестирования является государственно-частное партнерство – совокупность форм средне- и долгосрочного взаимодействия государства и бизнеса для решения общественно значимых задач на взаимовыгодных условиях.

Разнообразные формы и сферы применения такого варианта партнерства превращают его в универсальный механизм решения множества долгосрочных задач. Такие задачи распространяются на разные сферы экономики и технологий: от создания и развития инфраструктуры до разработки долгосрочных проектов адаптации новых перспективных технологий<sup>37</sup>.

Государство в рамках ГЧП обычно выступает стороной проекта не напрямую (в лице органов власти или управления), а посредством государственных корпораций, агентств, учреждений и т.д.

Каждый партнер-участник вносит свой вклад в общий проект. Так, задача бизнес-структур – обеспечить финансовые ресурсы, профессиональный опыт, гибкость и оперативность в принятии решений, реализовать свою способность к новаторству. Со своей стороны роль государства – обеспечивать правомочия собственника, предоставлять налоговые и иные льготы, гарантии, а также материальные и финансовые ресурсы.

При этом ГЧП рассматривается не только как эффективный инвестиционный механизм, но и как продуктивная модель управления экономикой. С одной стороны, она позволяет оптимизировать бюджетные расходы, а с другой – повысить качество реализации проекта. Недавние теоретические исследования обнаруживают преимущество ГЧП перед традиционными механизмами госзакупок в части обеспечения более сильных стимулов по сокращению издержек, связанных с реализацией проекта<sup>38</sup>.

В целом ГЧП стимулирует привлечение новых или дополнительных источников финансирования для развития инфраструктурных проектов, а также дает дополнительные возможности для развития местных финансовых рынков. Так, ГЧП позволяет расширять возможности для финансирования следующими путями:

- мобилизация ресурсов местных финансовых рынков, участники которых ранее не предоставляли напрямую финансирование для инфраструктурных проектов, однако искали возможности для осуществления долгосрочных инвестиций;

37. Araujo S., Sutherland D. Public-Private Partnerships and Investment in Infrastructure // OECD Economics Department Working Papers No. 803, September 2010.

38. Hoppe E. et al. PPP Versus Traditional Procurement: An Experimental Investigation // Journal of Economic Behavior and Organization. Vol. 89. May 2013. P. 145–166.



- привлечение частных компаний, на балансах которых находятся инвестиционные ресурсы, и диверсификация рисков. Это позволит государству расширять свою инвестиционную политику путем финансирования большего количества проектов;
- снижение налоговых ограничений на публичные компании посредством распределения финансовой нагрузки;
- стимулирование доступа к международному финансовому рынку.

Одним из инструментов привлечения средств государством являются инфраструктурные облигации — долгосрочные долговые ценные бумаги. Первым примером финансирования инфраструктурных проектов с использованием нового инструмента заимствования стали инвестиции в Чили. Чили — первая страна из числа стран Латинской Америки позволила вложить средства пенсионного фонда в развитие транспортной инфраструктуры. Для привлечения инвестиций в 1998 г. компания Talca-Chillian в рамках ГЧП при строительстве магистрали выпустила новый вид долгосрочных ценных бумаг со сроком обращения 20 лет. Инфраструктурные облигации в Чили составляют существенную долю в общем выпуске долговых ценных бумаг<sup>39</sup>. За последние годы этот финансовый инструмент получил распространение и в наименее развитых африканских странах: более половины выпусков облигаций накануне кризиса 2008–2009 гг. были осуществлены в интересах инфраструктурных секторов<sup>40</sup>.

Инфраструктурные облигации выпускаются под конкретный долгосрочный инфраструктурный проект, для привлечения целевых средств. Облигации выпускаются на период 15–25 лет, обусловленный долгосрочностью строительства, модернизации и эксплуатации объекта инфраструктуры.

Основными приобретателями этих бумаг являются институциональные инвесторы. Инфраструктурные облигации относятся к классу низкорисковых ценных бумаг, что обеспечивается государственными гарантиями по страхованию рисков, а так же гарантиями государственных банков. Эмитентами инфраструктурных облигаций

39. Akintoye A., Beck M. *Policy, Management and Finance for Public–Private Partnerships*. Wiley, 2009.

40. Irving J., Manroth A. *Local Sources of Financing for Infrastructure in Africa: A Cross–Country Analysis* // World Bank Policy Research Working Paper № 4878, March 2009.



могут выступать правительство, органы государственной власти различных уровней, а также крупные частные и государственные банки. Крупные финансовые институты являются эмитентами таких бумаг, например, в Индии. В большинстве случаев выплаты по обязательствам осуществляются за счет средств, получаемых от эксплуатации инфраструктурного объекта, возможны так же преференции по снижению налогов для владельцев инфраструктурных облигаций.

При этом существуют и некоторые проблемы, в частности связанные с недостаточной развитостью рынков инфраструктурных облигаций в развивающихся странах. Во многих странах инструмент подобного финансирования существует, но его обращение недостаточно проработано с юридической точки зрения. Все это привело к тому, что инфраструктурные облигации развивающихся стран пока мало представлены на глобальном долговом рынке<sup>41</sup>.

*Климатическое финансирование.* Важным направлением долгосрочных инвестиций в последние годы стали низкоуглеродные инфраструктурные проекты (климатическое финансирование). Они связаны с большими рисками и сравнительно невысокими ожидаемыми доходами, а потому требуют большего внимания с точки зрения формирования интереса к ним со стороны частных инвесторов.

Развитые страны взяли обязательства до 2020 г. отчислять из национальных государственных бюджетов 100 млрд долл. США ежегодно в помощь развивающимся странам для решения проблем, связанных с изменением климата. Однако одних только государственных вложений будет недостаточно, чтобы нужным образом преобразовать экономики этих стран. Впрочем, такие вложения призваны стать катализатором для более масштабных частных инвестиций. Это означает, что общественное финансирование, в том числе со стороны межправительственных фондов, будет использовано для создания благоприятной среды и стимулирования государственных и частных инвестиций в низкоуглеродное устойчивое развитие.

В ближайшее десятилетие развивающимся странам предстоит решить три основные задачи в сфере климатического финансирования:

---

41. Platz D. Infrastructure Finance in Developing Countries – the Potential of Sub-sovereign Bonds // DESA Working Paper № 76. July 2009.

- получить доступ к инновационным источникам финансирования;
- продвигать синергетические связи между финансированием развития и финансированием вопросов, связанных с изменением климата;
- использовать и выделять ограниченные объемы государственного финансирования как катализатор для привлечения больших потоков частных инвестиций<sup>42</sup>.

В финансировании перехода к низкоуглеродному обществу основная сложность заключается не в том, чтобы найти финансовые средства, а в том, чтобы перенаправить текущие и запланированные потоки инвестиций из традиционных углеродоемких отраслей в низкоуглеродные. За последние годы международное сообщество разработало ряд регулятивных и рыночных инструментов для стимулирования перевода капиталовложений из углеродного ископаемого топлива в более безопасные для климата альтернативные источники энергии. В результате произошел рост инвестиций на рынке возобновляемых источников энергии с 22 млрд долл. США в 2002 г. до 200 млрд долл. США в 2010 г.; к 2020 г., по прогнозам, возможен рост до уровня 400–500 млрд долл. США.

Для противодействия изменению климата институциональные инвесторы могут покупать акции публичных компаний, размещенных на международных или внутренних рынках в созданные для решения климатических вопросов компании или паи инвестиционных фондов. К недостаткам данного инструмента можно отнести то, что в силу различных законодательных и регулятивных ограничений по рискованности вложений, институциональные инвесторы предпочитают вкладывать средства лишь в бумаги компаний, ведущих свою деятельность в условиях прозрачности и ликвидности на развитых фондовых рынках. Поэтому выбор компаний и бумаг, несмотря на их большое количество на рынке климатических проектов, ограничен.

Менее рискованными являются инвестиции в долговые обязательства, выпущенные для финансирования климатических

---

42. Inderst G. et. al. Defining And Measuring Green Investments: Implications For Institutional Investors' Asset Allocations // OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions № 24, August 2012.

проектов. Класс таких инструментов называется «климатические», или «зеленые», облигации. Они позволяют инвесторам с высокой степенью неприятия риска финансировать климатические проекты со стабильной долгосрочной доходностью. Доходность таких облигаций в среднем составляет 2,25–5,23%, что ниже по сравнению с другими инструментами, в том числе традиционными инфраструктурными облигациями<sup>43</sup>.

В целом деятельность G20 по стимулированию долгосрочных инвестиций носит децентрализованный характер: большинство инициатив реализуется на национальном и региональном уровнях. При этом инструменты их финансирования, прежде всего, различные форматы ГЧП, предложенные в свое время развитыми экономиками для развивающихся стран, в посткризисный период оказались востребованными самими государствами, входящими в G20. Например, в рамках ЕС весной 2011 года была разработана Стратегическая инициатива по развитию инфраструктуры до 2020 г. Она предполагает привлечение финансирования для проектов в сфере транспорта, энергетики и телекоммуникаций с помощью инфраструктурных облигаций, гарантирование которых возложено на Европейский инвестиционный банк<sup>44</sup>. В этом контексте Россия является страной, где внедрение ГЧП имеет существенный резерв для роста. Это особенно справедливо в части инфраструктурных облигаций, регулирование выпуска и обращение которых сопряжено со значительными правовыми лакунами. Следует также отметить, что либерализация доступа иностранных инвесторов на внутренний рынок госдолга России (ОФЗ) является важной мерой по расширению участия нашей страны в глобальном рынке долговых инструментов, номинированных в национальной валюте. Нельзя исключить, что в случае поступательного развития данного рынка в ближайшие годы для стран с формирующимся рынком он может стать весомой альтернативой рынку еврооблигаций.

---

43. Глемарек Я. Стимулирование климатического финансирования: руководство по стратегическим и финансовым решениям в поддержку экологически безопасного, низкоуглеродного и климатически устойчивого развития // ПРООН. Нью-Йорк. США. 2011.

44. <http://www.eib.org/about/news/key-role-for-the-eib-in-europe-2020-project-bond-initiative.htm>.



## РЕГУЛИРОВАНИЕ МИРОВОГО РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ

Проблемы и перспективы развития рынка производных финансовых инструментов уже длительное время находятся в центре внимания ученых и различных субъектов экономической деятельности. Начиная с 1970–1980-х годов, деривативы стремительно развиваются, эволюционируют, поражая разнообразием видов, широтой сфер применения и удобством использования.

Ввиду множественности производных инструментов и их неоднозначных трактовок необходимо оговорить используемые определения<sup>45</sup>:

- под **финансовыми инновациями (деривативами)** будем понимать финансовые инструменты, привязанные к некоему базисному активу (например, уже выпущенным ценным бумагам) и нацеленные на эффективное управление рисками. Существуют различные **виды** финансовых деривативов, а именно: опционы, свопы, форвардные и фьючерсные контракты, кредитные инновации и т.п. В дальнейшем мы сосредоточимся главным образом на анализе производных финансо-

---

45. Основные формулировки определений базируются на определениях, предложенных в: *Мишкин Фр.С.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. 7-е изд.: Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2006. С. 387; *Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е.* Ипотечные ценные бумаги. – М.: Фонд «Институт экономики города», 2008. С. 9–11, 43.

вых инструментов, связанных с ипотекой, поскольку именно их масса достигла критических размеров в глобальной экономике, сыграв одну из ключевых ролей в изменении пропорций соотношения финансового и реального секторов глобальной экономики;

- **сквозные ипотечные ценные бумаги** (*mortgage-backed securities, MBS*) — это ценные бумаги, платежи по которым совпадают с денежными потоками от совокупности ипотечных кредитов за вычетом оплаты обслуживания этих ценных бумаг и гарантий по ним. Помимо данного определения в понятие MBS включаются также производные структурированные и «расщепленные» ипотечные ценные бумаги;
- **производные структурированные ипотечные ценные бумаги** (*collateralized mortgage obligations, CMO*) — ипотечные ценные бумаги, состоящие из отдельных классов. В качестве примеров можно привести классические и агентские CMO, бумаги с запланированной амортизацией (PAC), «расщепленные» (*stripped MBS*).
- **ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой** (*residential MBS, RMBS*), — финансовые инструменты, базовым активом для которых выступает совокупность ипотечных кредитов, обеспеченных жилой недвижимостью.
- **ценные бумаги, обеспеченные долговыми обязательствами** (*collateral debt obligations, CDO*), — структурированные долговые финансовые инструменты с распределением по кредитным рискам. Взрывной рост рынка CDO пришелся на 2003–2007 гг. (рис. 2). Связь RMBS и CDO является очень тесной, первые зачастую непосредственно участвуют в создании вторых;
- **секьюритизация активов** — процесс объединения и передачи ипотечных активов в пользу специализированного института SPV (*special purpose vehicle*), который эмитирует на их основе сквозные ипотечные ценные бумаги класса ABS (*asset-backed securities*).

Исходя из предложенных определений, можно сделать важный вывод: деривативы, связанные с рынком недвижимости, теснейшим образом вплетаются в структуру друг друга, их практически нельзя разделить на непересекающиеся множества. Таким образом, первая проблема рынка производных финансовых инструментов заключается в их неразрывном структурном взаимодействии — коллапс одного из видов тянет за собой цепочку системных обвалов.

Модель вторичного рынка ипотечных кредитов, в рамках которой осуществляется секьюритизация активов, — один из наиболее развитых и комплексных вариантов взаимодействия субъектов экономической деятельности с применением соответствующих институтов — получает широкое распространение именно в США — на рынках крупнейшего игрока и мирового экономического лидера. Объемы рынков финансовых деривативов и недвижимости в США достигают гигантских размеров (рис. 4, 6, 7), в том числе за счет повышения качества и эффективности финансовых «продуктов». Диверсифицировать и снижать риски путем применения кредитно-дефолтных свопов (*credit default swaps, CDS*) стало необходимо и удобно (рис. 7).

Постепенно деривативы анализируемых видов завоевывают доверие европейских стран (рис. 3, 5). Отметим, что почти все представленные ниже графики отражают одинаковые тенденции в поведении финансовых инструментов, кроме поведения рынков MBS и СМО (оно возвестило о коллапсе гораздо раньше остальных бумаг). Таким образом, слово «производные» в названии финансовых инструментов полностью оправдывает свое применение, но сосчитать порядок этих производных по мере возникновения очередных новинок становится все труднее и труднее.

С точки зрения статистического учета и анализа внешнеторговых связей любой страны сделки с участием производных финансовых инструментов отражаются в ее платежном балансе на счете операций с капиталом и финансовых операций. Данный тип инвестиций (наряду с портфельными и прочими инвестициями) относится к наиболее нестабильным и высоко волатильным потокам международного капитала.

На рис. 9 изображен график, отражающий динамику совокупных портфельных инвестиций, выступающих зачастую базой для финансовых деривативов в период 1997–2011 гг.

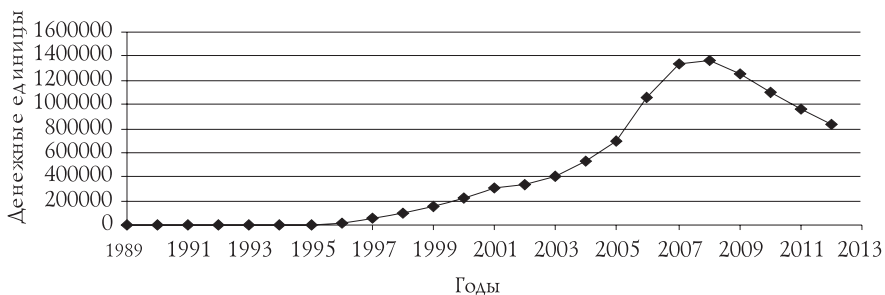


Рис. 2. Динамика глобального рынка CDO, млн долл. США

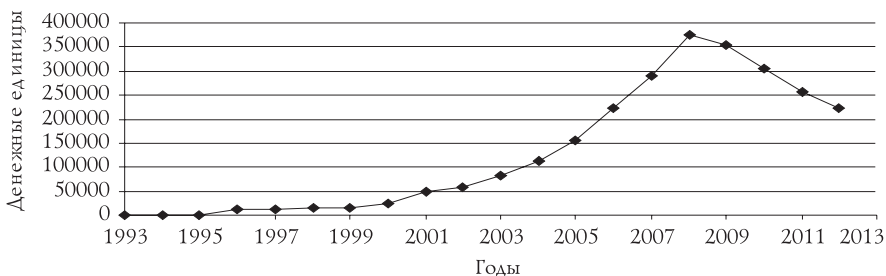


Рис. 3. Динамика европейского сегмента рынка CDO, млн долл. США

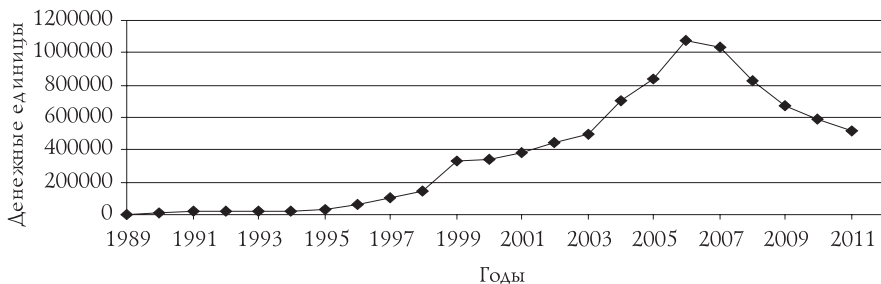


Рис. 4. Динамика рынка неагентских RMBS США, млн долл. США

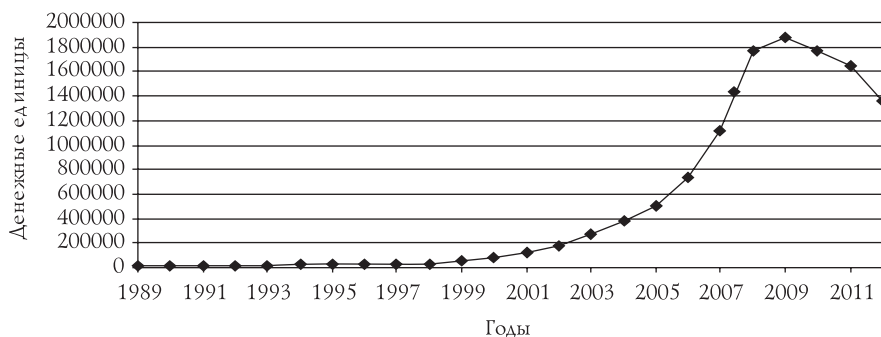


Рис. 5. Динамика рынка RMBS европейских стран, млн долл. США

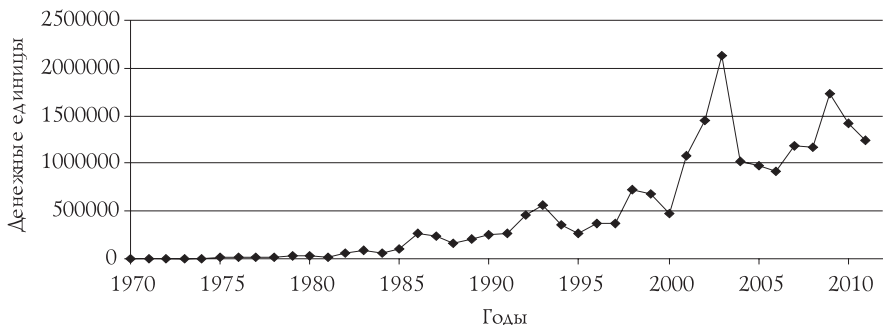


Рис. 6. Динамика рынка MBS США, млн долл. США

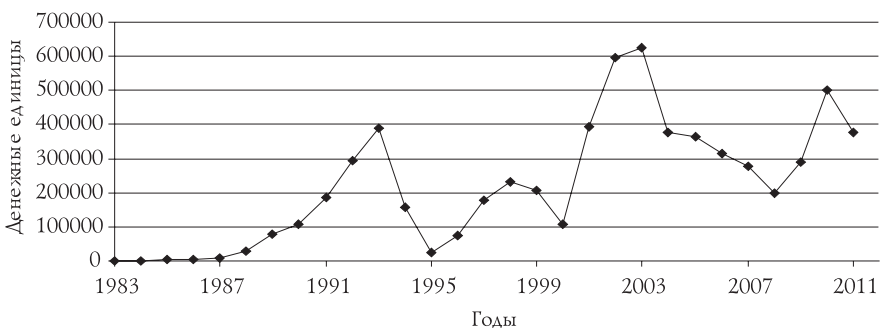


Рис. 7. Динамика рынка СМО США, млн долл. США

Источник (к рис. 2–7): авторские расчеты на основе баз данных the U.S. regional member of the Global Financial Markets Association [www.sifma.org](http://www.sifma.org).

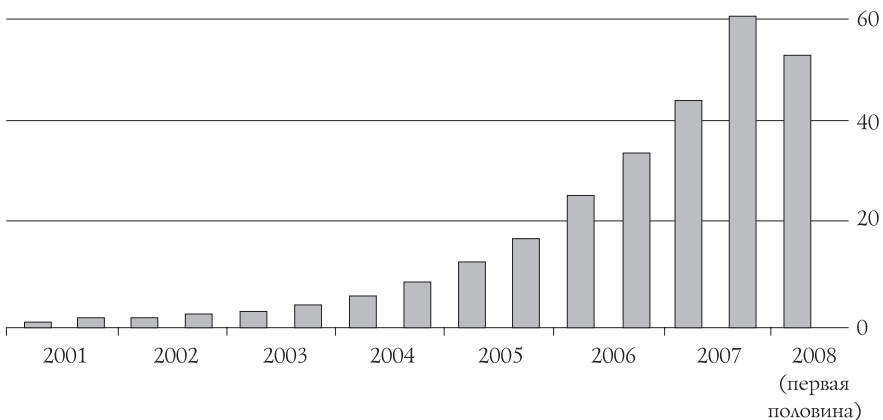


Рис. 8. Динамика рынка кредитных дефолтных свопов, тран долл. США

Источник: Энтов Р.М. Анализ в свете теории кризисов. Мировой кризис: угрозы для России. Материалы совместного заседания Ученого совета ИМЭМО РАН и Правления ИНСОР 10 декабря 2008 г. С. 42.



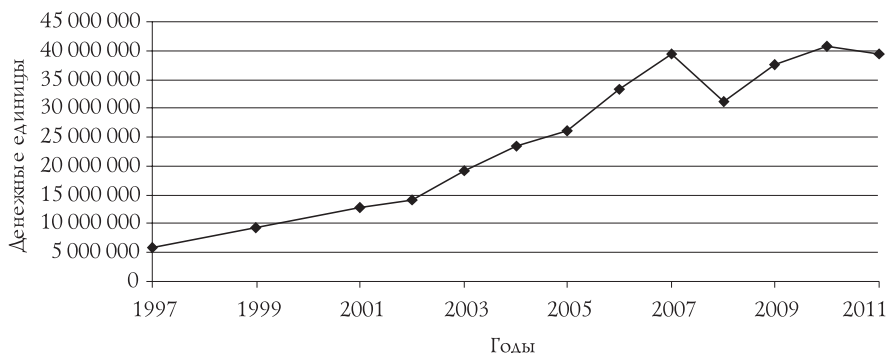


Рис. 9. Совокупные портфельные инвестиции, млн долл. США.

Источник: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS), 2013; выборка из IMF Data Warehouse на 13/03/2013.

Они активно реагируют на проявление современного финансово-экономического кризиса в 2008–2009 гг., однако быстро восстанавливаются в размерах и достигают своего пика в рассматриваемом периоде.

Итак, второй существенной проблемой рынка производных финансовых инструментов является его нестабильность и высоко волатильная «природа».

Возникновение современного финансово-экономического кризиса принято отсчитывать с начала коллапса на рынке недвижимости США. Если выразиться точнее, то последнее явление связано не только с рынком недвижимости, но и с рынком производных финансовых инструментов, участвующих в обслуживании ипотечной сферы деятельности. Проведем ретроспективный анализ и обратимся к статистике США.

На рис. 10 представлена динамика рынка целевого актива (в данном случае цены на недвижимость). Поведение рынка финансовых инноваций отражено выше на рис. 2, 4, 6–7. Каждый из этих графиков подтверждает гипотезу о зарождении (нарастание цен и объемов на протяжении более 15 месяцев) и «схлопывании» (резкое падение цен и объемов) финансового «пузыря», состоящего из раздувания рынков двух активов – базисного и финансового. При этом отметим, что основной закон спроса в данной ситуации, согласно которому с ростом цен объем покупаемого блага снижается, перестает действовать.

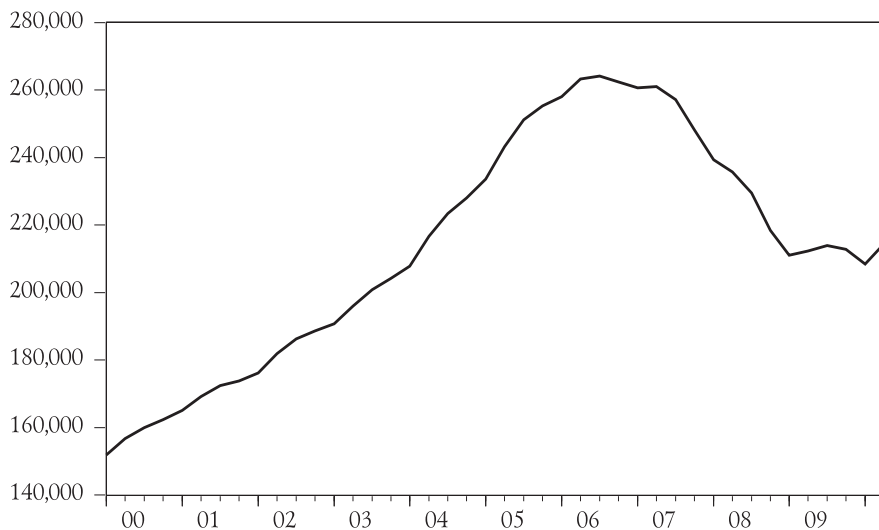


Рис. 10. Средняя цена на недвижимость в США, квартальные данные, 2000–2010 гг.

Источник: National House Price Statistics, <http://www.fhfa.gov/Default.aspx?Page=72>.

На основе эконометрических моделей и статистических расчетов Приложения можно сделать важный вывод о наличии разрыва между рынками базисного и финансового актива. Можно говорить о том, что фактически это своеобразная проекция важнейшей особенности современной экономики – разрыва между финансовым и реальным ее секторами – мощного и опасного дисбаланса, в создании которого роль первой скрипки сыграли финансовые инновации. Таким образом, третья проблема рынка производных финансовых инструментов – непосредственное участие в раздувании финансовых «пузырей» и создании дисбалансов в глобальной экономике. Именно эти объекты входят в состав наиболее острых причин возникновения современного финансово-экономического кризиса.

Перейдем к исследованию возможностей и алгоритма, который позволит эффективно устранить негативные особенности развития рынка финансовых инноваций в рамках комплексного реформирования мировой финансовой системы. Сначала проанализируем уже предпринятые действия и готовящиеся к реализации решения G20, а затем изложим собственное видение необходимых мер.

В своих подготовительных рабочих документах<sup>46</sup> к председательствованию в G20 российская сторона предлагает следующие направления преобразований (рис. 11). Отметим системность используемого подхода и привлечение к проектам G-20 широкого спектра субъектов экономической деятельности (принцип аутрич-стратегии<sup>47</sup>). Однако в качестве ключевых на схеме «трех измерений роста» глобальной экономики в графе реформ мировой финансовой системы выделены только изменения в МВФ, управление государственным долгом и примкнувшее к ним противодействие коррупции. Проблемам рынка деривативов по большому счету посвящен только один пункт в разделе о трансформации системы финансового регулирования и надзора под названием «завершение реформы внебиржевых производных финансовых инструментов»<sup>48</sup>.



Рис. 11. Схема «трех измерений роста» глобальной экономики

Источник: Концепция председательства Российской Федерации в «Группе Двадцати», 2012. С. 16.

46. Концепция председательства Российской Федерации в «Группе Двадцати», 2012.

47. Стратегия внешних связей российского председательства в «Группе Двадцати» (аутрич-стратегия), 2013.

48. Там же. С. 21.

Таким образом, в официальных документах констатируется, что реформа рынка финансовых инструментов уже подходит к концу<sup>49</sup>, а по факту связанные с ними глобальные проблемы остаются нерешенными (пример их проявления – зарождение Шанхайского «пузыря» в Китае, рис. 12). Растет число людей, сделавших состояние на финансовом коллапсе (за период 1993–2007 гг. число миллиардеров выросло с 423 до 1125 человек, а с 2007–2012 гг. – с 1125 до 1226 человек<sup>50</sup>).

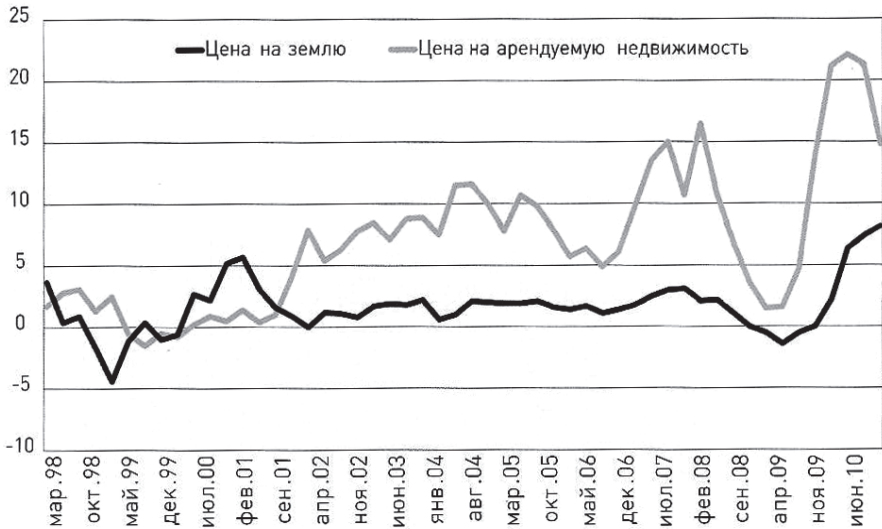


Рис. 12. Возникновение Шанхайского «пузыря»

Источник: Риски для государственных финансов государств – участников СНГ в свете текущей мировой нестабильности, Евразийский банк развития, 2012. С. 12.

Исходя из приведенных выше рассуждений, сформулируем базовые требования к глобальному реформаторскому курсу:

1) необходимо создание системы эффективного регулирования рынка финансовых инноваций в контексте перехода от неоллиберализма к неокейнсианским и институциональным моделям развития, тем более, что существуют примеры их успешного применения

49. Комплексный подход к регулированию деривативов фактически реализован только в рамках новой версии Базельского конкордата (Базель III). В частности, предъявляются более строгие требования к достаточности капитала банков, вовлеченных в операции по секьюритизации активов, а при расчете коэффициента леведрежа вводится учет забалансовых обязательств.

50. Данные предоставлены Forbes, The World Richest People, The World Billionaires, 2012.

на практике (в апреле 2010 г. отметился самый быстрый годовой рост цен на недвижимость в истории Китая – 12,8% в год; приняв ряд мер, государство охладило спекулятивный инвестиционный бум);

2) ранжирование глобальных проблем по степени их остроты и влияния, необходимо уделить больше внимания негативным особенностям рынка финансовых деривативов. Например, необходимо учитывать связанные с финансовыми инновациями в ипотечной сфере риски (см. диаграмму общих рисков на рис. 13). Кроме того, Россия не стоит в стороне от обозначенных проблем, так как является участником процессов европейской секьюритизации (рис. 14);

3) финансовый сектор и производные финансовые инструменты не должны доминировать в глобальной экономике, а должны обслуживать ее реальный сектор, т.е. исполнять свое традиционное естественное предназначение.

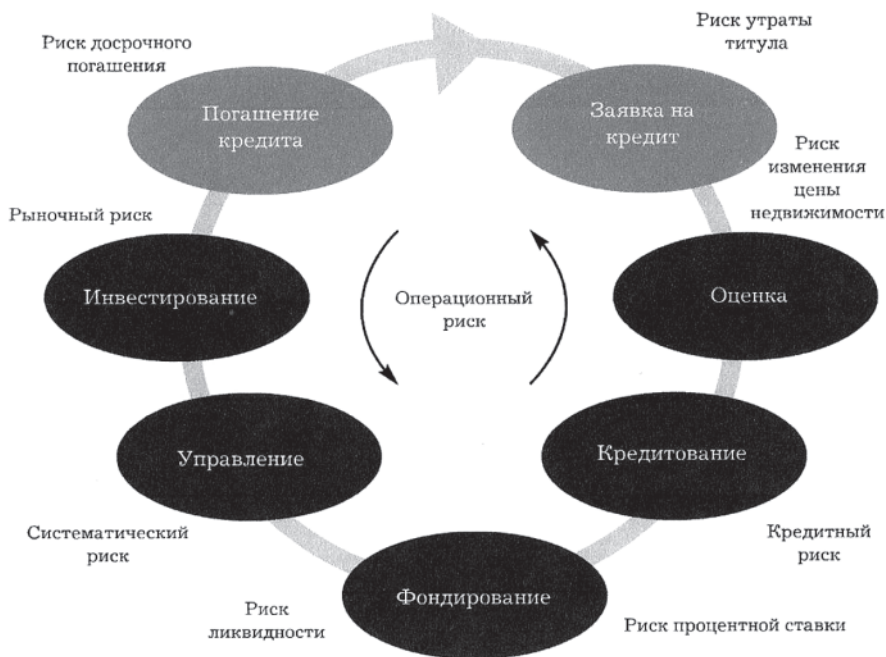


Рис. 13. Общие риски системы ипотечного кредитования

Источник: Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е. Ипотечные ценные бумаги. – М: Фонд «Институт экономики города», 2008. С. 80.

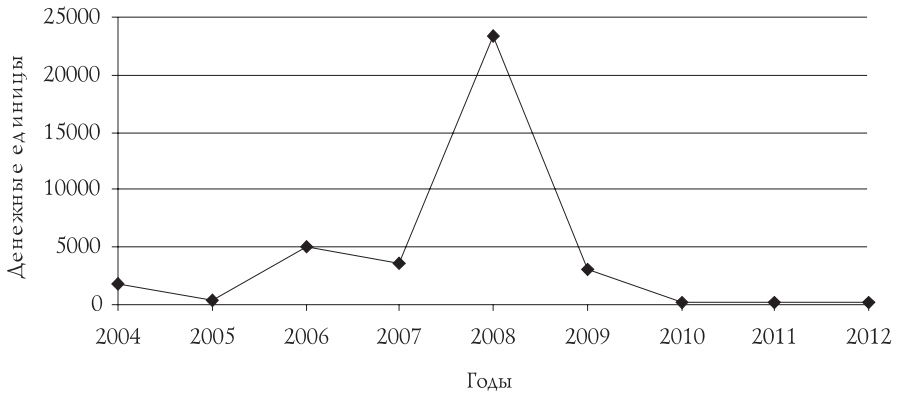


Рис. 14. Участие РФ в процессах европейской секьюритизации, млн долл. США

Источник: авторские расчеты на основе баз данных the U.S. regional member of the Global Financial Markets Association [www.sifma.org](http://www.sifma.org).

Таким образом, производные финансовые инструменты — это одно из выдающихся изобретений экономической мысли. Они способны эффективно содействовать экономическому росту. Однако для этого рынок деривативов нуждается в создании надежных систем быстрого реагирования и высоком уровне контроля как со стороны государств, так и на глобальном уровне. В противном случае механизмы данного рынка начинают мутировать, работать по своим внутренним законам, формируя критический разрыв между финансовым и реальным секторами — своего рода «экономику казино», как охарактеризовали ее Х. Мински<sup>51</sup> и С. Стрейндж<sup>52</sup>.

51. Minsky H.P. *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw–Hill, 2008.

52. Strange S. *Casino Capitalism*. Manchester University Press, 1997.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В докладе были проанализированы некоторые ключевые направления деятельности G20 после глобального финансового кризиса — реформа МВФ, финансирование долгосрочных инвестиций, проблемы функционирования и регулирования рынка деривативов.

По всем перечисленным пунктам благодаря инициативам G20 достигнут некоторый прогресс. Увеличены кредитные ресурсы МВФ; реформа управления МВФ предусматривает, хотя и незначительное, но все же перераспределение влияния в пользу развивающихся экономик и стран с формирующимся рынком. Получили развитие новые формы привлечения долгосрочного капитала — государственно-частное партнерство, реализуемое, например, через выпуск инфраструктурных облигаций и финансирование высокотехнологичных проектов, препятствующих климатическим изменениям. Предложены меры по контролю за рынками деривативов, которые в первую очередь нашли выражение в новых рекомендациях Базельского комитета по банковскому надзору (Базель III). Ограниченность достижений G20 по указанным направлениям связана с временным разрывом между концептуальной проработкой мер и их фактической имплементацией<sup>53</sup>. Это формирует известную в теории проблему лага воздействия экономической политики.

---

53. Даже положения Базель III, подаваемые как самая успешная инициатива G20 по реформированию глобального финансового регулирования, в полной мере вступят в силу в ведущих экономиках не ранее 2019 г.

Кроме того, сохраняется жесткая критика в отношении самих принципов работы этой неформальной организации. В частности, под сомнение ставится ее легитимность. Во многом критика обусловлена отсутствием действенных механизмов координации G20 с устоявшимися международными организациями (ООН) и влиятельными национальными государствами, не включенными в ее состав<sup>54</sup>. Существует точка зрения о необходимости демонтажа G20 и ее замещения на новый институт глобального экономического управления – Глобальный экономический совет (Global Economic Council), который бы осуществлял надзор за деятельностью МВФ, группой Всемирного банка и специализированными социально-экономическими учреждениями ООН<sup>55</sup>.

Не вдаваясь в детали этой полемики, отметим, что G20 следует рассматривать как поставщика глобального общественного блага – реформы мировой финансовой системы. Вполне естественно, что при этом возникают проблемы, сходные с предоставлением общественных благ на национальном уровне, – сложность агрегирования предпочтений в мультиагентной системе и проблема «безбилетника». Как показано в работах нобелевского лауреата Э. Остром, самый действенный способ их преодолеть – укрепление доверия между агентами. При этом доверие между агентами наилучшим образом формируется при сетевом взаимодействии на протяжении определенного времени. Эта концепция получила наименование «полицентричного управления (polycentric governance)<sup>56</sup>». По нашему мнению, этап формирования доверия к G20 и внутри нее еще продолжается. Демонтаж этой организации в условиях сохраняющейся экономической нестабильности будет чреват новым витком рисков.

Что касается экономических интересов России, они должны быть сосредоточены на достижении максимально широкого представительства в институтах глобального экономического управ-

---

54. *Slaughter S.* Debating the International Legitimacy of the G20: Global Policy Making and Contemporary International Society // *Global Policy*. Vol. 4(1). February 2013. P. 43–52.

55. *Vestergaard J., Wade R.H.* Establishing a New Global Economic Council: Governance Reform at the G20, the IMF and the World Bank // *Global Policy* Vol. 3(3). May 2012. P. 257–269.

56. *Ostrom E.* Beyond Markets and States: Polycentric Governance for Complex Economic Systems // *American Economic Review*. Vol. 100(3). June 2010. P. 641–672.



ления. В этой связи реформа управления МВФ в нынешнем виде не способствует усилению позиций России. Поэтому главная задача нашей страны в период председательствования в G20 сводится к тому, чтобы компенсировать эту уступку в интересах. Вместе с тем, анализ инициатив, с которыми выходит Россия, скорее свидетельствует о попытках развивать ранее заявленные вопросы, нежели постараться выгодно дифференцировать свою повестку дня.

## Приложение

В таблицах П1–П3 представлены выходные данные моделей, построенных на временных рядах с применением квартальных показателей рынка производных ипотечных бумаг (CDO, ABS, MBS) за период с 1-го квартала 2006 г. по 2-й квартал 2010 г. С помощью моделей временных рядов (ARMA и тесты Грейнджера) устанавливается их связь с рынком базисного актива – переменной «НР» (данным по средним ценам на недвижимость в США). Для обеспечения стационарности рядов, где необходимо, используются значения натуральных логарифмов и взятие разностей.

Все модели успешно прошли тесты по остаткам (Льюнга–Бокса, Жака–Бера, Бреуша–Гоффри и ARCH-тест на отсутствие гетероскедастичности) и, судя по значениям коэффициентов детерминации, характеризуются высокой объясняющей способностью. Основной вывод можно сделать на основании выделенных показателей в столбцах под названием «Prob». Их значения превышают 0,05, значит, мы не отклоняем гипотезу  $H_0$  о равенстве коэффициента при объясняющих переменных (CDO, MBS, ABS) нулю, что говорит о незначимом характере вклада этих переменных в объяснение ценовой динамики на рынке базисного актива (цен на жилую недвижимость). По нашему мнению, этот результат можно интерпретировать как прокси разрыва между реальным и финансовым секторами американской экономики.

Таблица П1. Технические характеристики модели класса ARMA(1,1) по методике Бокса–Дженкинса

Dependent Variable: LNHP  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 2006Q2 2010Q2  
 Included observations: 17 after adjustments  
 Convergence achieved after 12 iterations  
 MA Backcast: 2006Q1

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.         |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|---------------|
| C                  | 10,43737    | 1,597496              | 6,533584    | 0,0000        |
| LNCDO              | 0,131083    | 0,114846              | 1,141383    | <b>0,2743</b> |
| AR(1)              | 0,865457    | 0,092236              | 9,383045    | 0,0000        |
| MA(1)              | 0,915416    | 0,028637              | 31,96661    | 0,0000        |
| R-squared          | 0,971021    | Mean dependent var    |             | 12,36781      |
| Adjusted R-squared | 0,964333    | S, D, dependent var   |             | 0,093921      |
| S.E. of regression | 0,017738    | Akaike info criterion |             | -5,023941     |
| Sum squared resid  | 0,004090    | Schwarz criterion     |             | -4,827891     |
| Log likelihood     | 46,70350    | Hannan-Quinn criter,  |             | -5,004453     |
| F-statistic        | 145,1984    | Durbin-Watson stat    |             | 1,512613      |
| Prob(F-statistic)  | 0,000000    |                       |             |               |

Источник: авторские расчеты и моделирование с использованием прикладного пакета Eviews.

Таблица П2. Технические характеристики модели класса ARMA(1,2)  
по методике Бокса–Дженкинса

Dependent Variable: LNHP  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 2006Q4 2010Q2  
 Included observations: 15 after adjustments  
 Convergence achieved after 30 iterations  
 MA Backcast: 2006Q2 2006Q3

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.         |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|---------------|
| C                  | 12,18035    | 0,045810              | 265,8887    | 0,0000        |
| D2LNMB5            | -0,769830   | 0,135741              | -5,671315   | <b>0,4601</b> |
| AR(1)              | 0,878889    | 0,032614              | 26,94808    | 0,0000        |
| MA(2)              | -0,994954   | 0,050100              | -19,85918   | 0,0000        |
| R-squared          | 0,982195    | Mean dependent var    |             | 12,35248      |
| Adjusted R-squared | 0,977339    | S,D, dependent var    |             | 0,089108      |
| S.E. of regression | 0,013414    | Akaike info criterion |             | -5,561867     |
| Sum squared resid  | 0,001979    | Schwarz criterion     |             | -5,373054     |
| Log likelihood     | 45,71400    | Hannan–Quinn criter,  |             | -5,563878     |
| F-statistic        | 202,2686    | Durbin–Watson stat    |             | 1,843425      |
| Prob(F-statistic)  | 0,000000    |                       |             |               |

Источник: тот же.

Таблица ПЗ. Технические характеристики модели класса ARMA(1,6)  
по методике Бокса–Дженкинса

Dependent Variable: LNHP  
Method: Least Squares  
Included observations: 15 after adjustments  
Failure to improve SSR after 14 iterations  
MA Backcast: 2005Q2 2006Q3

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.         |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|---------------|
| C                  | 18,22637    | 5,688261              | 3,204208    | 0,0108        |
| LNCDO              | -0,397952   | 0,430410              | -0,924588   | <b>0,3793</b> |
| D2LNMB5            | -0,472992   | 0,350465              | -1,349612   | <b>0,2101</b> |
| DLNABS_US          | -0,001491   | 0,008677              | -0,171803   | <b>0,8674</b> |
| AR(1)              | 1,064108    | 0,185646              | 5,731920    | 0,0003        |
| MA(6)              | -0,985002   | 0,096043              | -10,25580   | 0,0000        |
| R-squared          | 0,980997    | Mean dependent var    |             | 12,35248      |
| Adjusted R-squared | 0,970439    | S.D. dependent var    |             | 0,089108      |
| S.E. of regression | 0,015321    | Akaike info criterion |             | -5,230067     |
| Sum squared resid  | 0,002112    | Schwarz criterion     |             | -4,946847     |
| Log likelihood     | 45,22550    | Hannan-Quinn criter.  |             | -5,233084     |
| F-statistic        | 92,92065    | Durbin-Watson stat    |             | 1,827309      |
| Prob(F-statistic)  | 0,000000    |                       |             |               |

Источник: тот же.

Аналогичный вывод можно получить на основе тестов Грейнджера на причинно-следственную связь между вышеперечисленными переменными. Нулевая гипотеза этого теста состоит в отсутствии значимого вклада средних цен на недвижимость США и динамики цен на производные инструменты в прогноз друг друга. С учетом небольшой длительности временных рядов тестирование проводилось для количества лагов, не превышающего 3 кварталов. Нулевая гипотеза не отвергается на конвенциональном уровне значимости. Во всех случаях он оказывается не меньше 0.05 (таблицы П4а–е).

**Таблица П4. Технические характеристики теста Грейнджера на причинно-следственную связь между ценами на рынках базисного актива и производных инструментов**

**а**

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 2006Q1 2010Q2

Lags: 2

| Null Hypothesis:                  | Obs | F-Statistic | Prob.         |
|-----------------------------------|-----|-------------|---------------|
| LNHP does not Granger Cause LNCDO | 16  | 4,71926     | <b>0,0631</b> |
| LNCDO does not Granger Cause LNHP |     | 1,34655     | <b>0,2998</b> |

**б**

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 2006Q1 2010Q2

Lags: 3

| Null Hypothesis:                  | Obs | F-Statistic | Prob.         |
|-----------------------------------|-----|-------------|---------------|
| LNHP does not Granger Cause LNCDO | 15  | 0,96785     | <b>0,4539</b> |
| LNCDO does not Granger Cause LNHP |     | 1,76544     | <b>0,2313</b> |

**в**

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 2006Q1 2010Q2

Lags: 2

| Null Hypothesis:                    | Obs | F-Statistic | Prob.         |
|-------------------------------------|-----|-------------|---------------|
| D2LNMBS does not Granger Cause LNHP | 14  | 0,55648     | <b>0,5917</b> |
| LNHP does not Granger Cause D2LNMBS |     | 4,29670     | <b>0,0590</b> |

**г**

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 04/14/13 Time: 09:48

Lags: 3

| Null Hypothesis:                      | Obs | F-Statistic | Prob.         |
|---------------------------------------|-----|-------------|---------------|
| D2LNMBS does not Granger Cause LNSER1 | 13  | 1,71228     | <b>0,2631</b> |
| LNSER1 does not Granger Cause D2LNMBS |     | 1,02358     | <b>0,4460</b> |

A

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 2006Q1 2010Q2

Lags: 2

| Null Hypothesis:                      | Obs | F-Statistic | Prob.         |
|---------------------------------------|-----|-------------|---------------|
| LNHP does not Granger Cause DLNABS_US | 15  | 0,52331     | <b>0,6079</b> |
| DLNABS_US does not Granger Cause LNHP |     | 2,95928     | <b>0,0978</b> |

e

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 2006Q1 2010Q2

Lags: 3

| Null Hypothesis:                      | Obs | F-Statistic | Prob.         |
|---------------------------------------|-----|-------------|---------------|
| LNHP does not Granger Cause DLNABS_US | 14  | 0,52964     | <b>0,6761</b> |
| DLNABS_US does not Granger Cause LNHP |     | 3,00138     | <b>0,1045</b> |

## Литература

- Концепция председательства Российской Федерации в «Группе Двадцати», 2012.
- Стратегия внешних связей российского председательства в «Группе Двадцати» (аутрич-стратегия), 2013.
- Глемарек Я. Стимулирование климатического финансирования: руководство по стратегическим и финансовым решениям в поддержку экологически безопасного, низкоуглеродного и климатически устойчивого развития // ПРООН. Нью-Йорк. США. 2011.
- Киндлбергер Ч., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы: мании, паники и крахи. СПб.: Питер, 2010.
- Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е. Ипотечные ценные бумаги. — М.: Фонд «Институт экономики города», 2008.
- Мишкин Фр.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. 7-е изд.: Пер. с англ. — М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2006.
- Полтерович В.М. Элементы теории реформ. М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2007.
- Энтоу Р.М. Анализ в свете теории кризисов. Мировой кризис: угрозы для России. Материалы совместного заседания Ученого совета ИМЭМО РАН и Правления ИНСОП 10 декабря 2008.
- Глазьев С.Ю. и др. О реформировании глобальной валютно-финансовой системы и стимулировании экономического роста // Деньги и кредит, № 7, 2012.
- Akintoye A., Beck M. Policy, Management and Finance for Public–Private Partnerships. Wiley, 2009.
- Aleskerov F., Kalyagin V., Pogorelskiy K. Power Distribution Analysis in the International Monetary Fund // Automation and Remote Control. Vol. 69(11), 2008.
- Araujo S., Sutherland D. Public-Private Partnerships and Investment in Infrastructure // OECD Economics Department Working Papers No. 803, September 2010.
- Barro R., Lee J.-W. IMF Programs: Who is Chosen and What are the Effects? // Journal of Monetary Economics. Vol. 52(7), October 2005.
- Brander P., Grech H. EU Representation at IMF – A Voting Power Analysis // Monetary Policy and Economy, 2009.
- Dreher A., Walter S. Does the IMF Help or Hurt? The Effect of IMF Programs on the Likelihood and Outcome of Currency Crises // World Development. Vol. 38(1), January 2010.



- Hoppe E. et al.* PPP Versus Traditional Procurement: An Experimental Investigation // *Journal of Economic Behavior and Organization*. Vol. 89, May 2013.
- Inderst G. et al.* Defining And Measuring Green Investments: Implications For Institutional Investors' Asset Allocations // *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions* № 24, August 2012.
- Irving J., Manroth A.* Local Sources of Financing for Infrastructure in Africa: A Cross–Country Analysis // *World Bank Policy Research Working Paper* № 4878, March 2009.
- Jorra M.* The Effect of IMF Lending on the Probability of Sovereign Debt Crises // *Journal of International Money and Finance*. Vol. 31(4), 2012.
- Leech D., Leech R.* A New Analysis of A Priori Voting Power in the IMF: Recent Quota Reforms Give Little Cause for Celebration // *Warwick Economic Research Paper* № 1001, September 2012.
- Lütz S., Kranke M.* The European rescue of the Washington Consensus? EU and IMF lending to Central and Eastern European countries // *Review of International Political Economy* 2013. No.1.
- Minsky H.P.* *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw–Hill, 2008.
- Miyajima K. et al.* Emerging Market Local Currency Bonds: Diversification and Stability // *BIS Working Papers* 391, November 2012.
- Ostrom E.* Beyond Markets and States: Polycentric Governance for Complex Economic Systems // *American Economic Review*. Vol. 100(3). June 2010.
- Papi L. et al.* IMF Lending and Banking Crises // *Money and Finance Research Group Working Paper* 80, University of Ancona, Italy, February 2013.
- Platz D.* Infrastructure Finance in Developing Countries – the Potential of Sub-sovereign Bonds // *DESA Working Paper* № 76. July 2009.
- Pogorelskiy K.* Implications of the Quota and Voice Reform of the IMF: the Aspect of Power // *HSE Working Paper* WP/07/2010.
- Slaughter S.* Debating the International Legitimacy of the G20: Global Policy Making and Contemporary International Society // *Global Policy*. Vol. 4(1). February 2013.
- Strange S.* *Casino Capitalism*. Manchester University Press, 1997.
- Vestergaard J., Wade R.H.* Establishing a New Global Economic Council: Governance Reform at the G20, the IMF and the World Bank // *Global Policy* Vol. 3(3). May 2012.
- <http://www.adb.org>.

<http://www.bis.org>.

<http://ec.europa.eu>.

<http://www.eib.org>.

<http://www.fhfa.gov>.

<http://www.g20.org>.

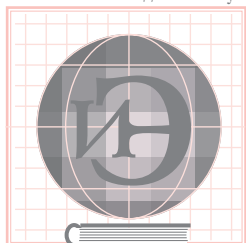
<http://www.imf.org>.

<http://kremlin.ru>.

<http://www.oecd.org>.

<http://www.sifma.org>.

Российская академия наук



Институт экономики

Редакционно-издательский отдел:

Тел.: +7 (499) 129 0472

e-mail: [print@inecon.ru](mailto:print@inecon.ru)

Сайт: [www.inecon.ru](http://www.inecon.ru)

*Научный доклад*

**В.В. Архипова, И.Э. Богатова, О.О. Комолов,  
К.Б. Роуз, М.И. Столбов**

Реформирование мировой финансовой системы:  
повестка дня для Большой двадцатки

Оригинал-макет – Валериус В.Е.

Редактор – Полякова А.В.

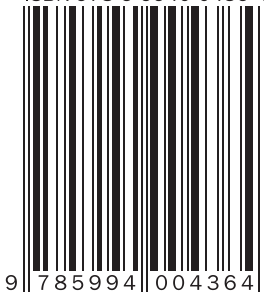
Компьютерная верстка – Гришина М.Ф.

Подписано в печать 16.05.2013 г.

Заказ № 26. Тираж 300. Объем 2,5 уч. изд. л.

Отпечатано в ИЭ РАН

ISBN 978-5-9940-0436-4



9 | 7 8 5 9 9 4 | 0 0 4 3 6 4 |