

**Федеральное государственное бюджетное учреждение науки
Институт экономики Российской академии наук**

На правах рукописи

Архипова Виолетта Валерьевна

**СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ И
ПЕРСПЕКТИВЫ РЕФОРМИРОВАНИЯ
МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ**

Специальность 08.00.14 – Мировая экономика

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:
доктор экономических наук
Головнин Михаил Юрьевич

Москва – 2015

ОГЛАВЛЕНИЕ:

<i>ВВЕДЕНИЕ</i>	3
<i>Глава I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ И ИСТОРИЧЕСКИЕ ЭТАПЫ ЭВОЛЮЦИИ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ (МФС)</i>	10
1.1. Теоретические основы развития мировой финансовой системы	10
1.2. Характеристика основных этапов возникновения и эволюции МФС (1860 – кон. 1970-х гг.)	33
1.3. Процесс перерастания МФС в глобальную форму финансового взаимодействия	54
<i>Глава II. АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ МФС НА ЭТАПЕ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ</i>	73
2.1. Противоречивый характер и особенности развития глобальной финансовой системы	73
2.2. Финансовые «пузыри» и глобальные дисбалансы	104
2.3. Финансовый кризис на современной стадии развития МФС	134
<i>Глава III. ПЕРСПЕКТИВЫ РЕФОРМИРОВАНИЯ И СТРАТЕГИЯ ДОЛГОСРОЧНОГО РАЗВИТИЯ МФС</i>	154
3.1. Принципы реформирования и оценка начального этапа глобальной трансформации МФС	154
3.2. Разработка сценариев трансформации и долгосрочной стратегии развития МФС	179
<i>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</i>	195
<i>СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ</i>	204
<i>Приложение</i>	225

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Роль мировой финансовой системы (МФС) в современных условиях глобализации изменилась коренным образом.

С одной стороны международные финансовые отношения (МФО) на протяжении всей истории имели ключевое значение для мировой экономики, являясь, по сути, жизненно важной кровеносной системой ее «организма». С другой стороны, на предыдущем этапе развития определяющим атрибутом мирового финансового сектора было обслуживание производственно-торговых цепочек и циклов, т.е. он играл второстепенную роль по отношению к так называемому реальному сектору мировой экономики.

В 1970-х гг. запускаются механизмы выхода МФС на следующую – глобальную – стадию развития, в течение которой вплоть до сегодняшнего дня проявляется ее преобладающая роль по отношению к производственно-торговому сектору в глобальной экономике, способность к саморазвитию и генерации новых финансовых феноменов: взаимосвязанных финансовых «пузырей» и глобальных дисбалансов. Тем самым, в современном мире нарушены естественные процессы системного финансово-экономического развития (МФС играет не вторичную, а первичную роль). Это приводит к тому, что в глобальной экономике в целом возникают функциональные нарушения. В результате, в современных условиях МФС приобретает гипертрофированные размеры, нарастают внутренние системные противоречия, проявившиеся в полной мере во время длительного глобального финансово-экономического кризиса (ГФЭК), острая фаза которого приходится на 2007–2009 гг. Среди особенностей этого кризиса выделяются его общесистемность и масштабный географический охват по числу пострадавших стран.

Кризис стимулировал переоценку ряда базовых положений экономической теории, усиление внимания к гетеродоксальным направлениям экономической мысли (особенно к гипотезе финансовой «хрупкости» Х.Ф.Мински, теории финансовых «пузырей», разрабатывавшейся в том числе Ч.Киндлбергером и Р.Алибером, и теориям, сосредоточенным на анализе развития системной нестабильности и ее разрушительного воздействия на экономику), а также поиск новых теоретических подходов к исследованию МФО.

Осознание необходимости изменений в МФС для устранения последствий глобального экономического и финансового кризиса и возможностей его повторения привело к запуску процессов глобального финансового реформирования, инициатором которого выступила «Большая Двадцатка». Реформаторская деятельность на наднациональном уровне активно ведется с 2008 г. и затронула международные стандарты банковской деятельности,

функционирование системно значимых финансовых институтов, рынок внебиржевых финансовых инструментов и другие направления. Однако ключевые проблемы финансовой глобализации остаются до конца нерешенными и продолжают дестабилизировать систему.

Теоретическая база диссертации опирается на труды ведущих ученых и исследователей МФО и конкретных проблем, связанных с развитием мировой финансовой системы.

Особую роль играют работы классиков общей экономической теории: М.Аллэ, Дж.М.Кейнса, Ф.Кенэ, Н.Д.Кондратьева, К.Маркса, Х.Ф.Мински, Л.Мизеса, У.К.Митчелла, А. Мюллера-Армака, В.Ойкена, Ф.Перру, П.Самуэльсона, М.Фридмена, Ф.Хайека, Дж.Хикса, И.Шумпетера.

Автор также опирался на работы, посвященные изучению различных аспектов функционирования мировой финансовой системы. В число зарубежных исследователей анализируемых проблем входят Р.Алибер, П.Аткинсон, О.Бланшар, К.Борио, Э.Браун, Дж.К.Гэлбрейт, П.Дисиатат, Р.Кардарелли, Ч.Киндлбергер, Гж.Колодко, А.М.Коуз, П.Кругман, Р.Манделл, К.Медлен, Фр.С.Мишкин, М.Обстфельд, М.Пebro, К.Перес, Э.Прасад, К.Рейнхарт, К.Рогофф, Ж.Сапир, Дж.Сорос, Дж.Стиглиц, М.Терронс и другие.

Диссертант активно использовал разработки отечественных исследователей: А.В.Аникина, О.Т.Богомолова, Б.Е.Бродского, О.В.Буториной, Н.А.Волгиной, М.Ю.Головнина, В.П.Гутника, С.С.Дзарасова, Т.А.Дробышевской, В.Р.Евстигнеева, Г.Б.Клейнера, И.С.Королева, Л.Н.Красавиной, В.Б.Кувалдина, В.Е.Маневича, А.Д.Некипелова, Ю.Я.Ольсевича, В.М.Полтеровича, С.Н.Сильвестрова, Д.В.Смыслова, Б.А.Хейфеца, А.Г.Худокормова, Р.М.Энтова и других.

Вышеперечисленным исследователям удалось всесторонне изучить факторы и этапы развития мировой валютной системы, проанализировать производственно-финансовые циклы, дать оценку причинам и последствиям международного движения капитала, обосновать возникновение финансовых «пузырей» и кризисов в различных странах и т.п. Несмотря на важность полученных результатов исследований, проведенных упомянутыми теоретиками и практиками, проблемы развития и реформирования мировой финансовой системы сохраняют свою актуальность. Однако вопросы о поиске универсальных индикаторов развития МФС, об усовершенствовании методов диагностики проблем финансовой глобализации XXI в., анализе феномена глобального финансового «пузыря», определении критериев эффективного глобального финансового реформирования, о разработке теоретического базиса для проведения системной трансформации остаются открытыми.

Цель исследования состоит в поиске закономерностей развития МФС, а также в оценке перспектив функционирования системы и разработке конкретных предложений по ее

трансформации. Для достижения цели исследования автором был сформулирован следующий ряд ключевых задач:

1. сформулировать наиболее полное определение мировой финансовой системы, выделить предпосылки и конкретные исторические этапы возникновения и развития МФС;
2. выявить и сопоставить характерные черты системы на каждой стадии ее эволюции;
3. выделить и проанализировать проблемы современного этапа развития МФС;
4. оценить роль глобального финансово-экономического кризиса в истории МФС;
5. проанализировать теоретические и практические подходы к трансформации глобальных финансовых отношений и реформированию МФС;
6. предложить собственные подходы к реформированию МФС.

Объектом исследования выступает мировая финансовая система и ее развитие в 1980–2010-е гг. **Предметом исследования** стали функционирование МФС, проблемы ее развития на современном этапе и возможные пути глобального реформирования.

Методологическая основа исследования в целом базируется на схеме позитивно-нормативного анализа Д.Н.Кейнса: формулируется позитивная оценка фактической ситуации, происходит принципиально иное нормативное формирование идеала (уход от философии неолиберализма), рассматриваются ранее предложенные и вырабатываются новые практические рекомендации опять же нормативного характера. В основу исследования положены принципы формальной логики, статистические методы, эконометрический (включая работу с временными рядами, проведение теста Грейнджера), сетевой и сравнительный анализ. Внутренняя логика и история развития МФС раскрываются в диссертации с помощью базовых философских законов Гегеля-Энгельса и тектологии А.А.Богданова. Автор диссертации также опирается на современные теории мировой экономики и финансовой макроэкономики. Таким образом, предлагается методологическое (в узком смысле) и онтологическое (как определённая картина реальности) представление и изучение рассматриваемой проблематики.

Эмпирическая база для проведения **диссертационного исследования** включает статистические данные, предоставляемые Международным валютным фондом и публикуемые за различные годы в докладах World Economic Outlook и Global Financial Stability Reports. Кроме того, автор использовал, главным образом, исторические базы данных Historical Statistics for Economy А.Мэддисона и Historical Dataset of Institute For International Integration Studies, специально разработанные индексы Бекера-Блума-Дэвиса, финансовую статистику и отчеты Банка международных расчетов о функционировании глобальных рынков, World Development Indicators Database и Securities Industry and Financial Markets Association Data, аналитические материалы Bloomberg, рейтинги и оценки The Banker, статистические сборники Всемирной торговой организации International Trade and Market Access Data, данные из ежегодных

докладов McKinsey Global Institute и ЮНКТАД, региональных комиссий ООН, а также базы данных национальных статистических бюро, министерств финансов, системообразующих банковских и небанковских финансовых посредников, размещенных на интернет-сайтах и предоставленных на основе официальных запросов.

Область исследования. Тема данной диссертационной работы соответствует Паспорту выбранной специальности научных работников 08.00.14 – Мировая экономика, в частности п. 2 («Теории развития мирового хозяйства и международных экономических отношений. Анализ и оценка современных концепций»), п. 4 («Интернационализация хозяйственной жизни. Глобализация экономической деятельности, ее факторы, этапы, направления и формы. Взаимодействие региональной интеграции и экономической глобализации»), п. 9 («Международные экономические организации, их роль в регулировании мировой экономики. Участие в них России»), п. 12 («Мировая валютная система, тенденции ее дальнейшей эволюции. Валютные зоны. Мировые резервные и региональные валюты»), п. 14 («Мировой фондовый рынок, его механизмы и роль в развитии отдельных стран и мирового хозяйства в целом. Интернационализация деятельности фондовых бирж»), п. 15 («Международные потоки ссудного капитала, прямых и портфельных инвестиций, проблемы их регулирования на национальном и наднациональном уровнях»), п. 24 («Международная деятельность банков, инвестиционных и страховых компаний, пенсионных фондов и других финансовых институтов») паспорта данной специальности.

Научная новизна диссертации заключается в том, что в данной работе сделана одна из первых попыток выявления ключевых особенностей функционирования МФС в период глобального финансово-экономического кризиса, который автор датирует с 2007 г. по настоящее время, в контексте ее непрерывного становления и трансформации. В частности, в работе:

- Применен комплексный подход к определению и выявлению исторических периодов развития МФС, базирующийся на 1) авторском прочтении философской тектологической концепции А.А.Богданова, 2) анализе динамики индекса мобильности международного капитала Обстфельда-Тейлора и 3) общепринятой хронологии трансформации мировой валютной системы. Тектология Богданова использована в работе для методологического обоснования периодизации развития МФС и определения объективных факторов системного становления современных МФО. В результате было выделено 4 качественных этапа и 8 подпериодов в развитии МФС.
- Предложена новая классификация существующих в глобальной финансовой системе (ГФС) видов эффектов «заражения». Автор выделяет глобальный межрыночный эффект, связанный с «заражением» системных компонент (глобальных финансовых рынков);

глобальный сетевой эффект, отражающий передачу финансовых проблем от одних системообразующих финансовых посредников к другим (таким образом, подчеркивается дестабилизирующая роль крупных финансовых спекулянтов, преднамеренно выводящих МФС из равновесия с целью получения краткосрочных прибылей); межстрановые «волновой» и «муссонный» эффекты, возникающие при передаче финансовой «инфекции» в первом случае от развитых стран к развитым странам, во втором случае – от развитых стран к развивающимся государствам и странам с переходной экономикой. Расширена трактовка эффекта «муссона» за рамки исключительно внешнеторговых аспектов.

- На основе вариации схематического сетевого анализа и эконометрического теста Грейнджера проведено исследование концентрации, наблюдаемой в сфере взаимодействия банковских и небанковских финансовых посредников, и выявлены элементы системы, являющиеся зонами повышенных финансовых рисков (глобальные рынки кредита и деривативов).
- Анализ факторов, обусловивших формирование общесистемного риска, позволил определить конкретные источники его сосредоточения («узлы» сети глобальных финансовых игроков, отдельные сферы). Кроме того, выявлена парадоксальность деятельности крупных финансовых посредников, которые, искусственно создают различные риски (в том числе, системные) в результате собственного функционирования, и одновременно, пытаясь их снизить, формируют систему избыточного глобального страхования (перестрахования).
- Проанализирована системная связь между различными видами финансовых «пузырей» и приведены доказательства существования глобального финансового «пузыря» (ГФП) как объекта генерации МФС на этапе глобальной стадии ее развития, результата процесса международного движения финансового капитала под влиянием работы негативных финансовых эффектов и состояния его повышенной концентрации. Показано, что ГФП представляет собой единое множество как системно связанных географических (с выделением затронутых регионов и стран) и транснациональных агентских «пузырей» (главным образом, глобальных банков-«пузырей» с искусственно увеличенными активами), так и их структурных цепочек, проходящих через глобальные финансовые рынки. Выявлен период зарождения ГФП (1980-е гг.), приведены особенности этого финансового феномена, являющегося подтверждением системного саморазвития и одним из последствий обострения общесистемных рисков, определены причинно-следственные связи между глобальным финансовым «пузырем» и ГФЭК.
- Предложена комплексная оценка результатов проведенных за период 2008–2013 гг. глобальных финансовых реформ с позиции гетеродоксального градуалистского подхода и

задач обеспечения устойчивого развития глобальной и национальных хозяйственных систем. Построено «дерево» сценариев системной трансформации МФС и изложены конкретные практические рекомендации для ее успешного реформирования. Предложен комплексный алгоритм преобразований МФС: 1) коренные реформы, требующие глобальной кооперации (создание общей теоретико-идеологической установки, надзорно-регуляционной глобальной сети, системы адаптационных мер, проведение преобразований в налоговой и валютной сферах); 2) поддерживающие коренные реформы вспомогательные меры и выходящие за рамки глобальных финансов сопутствующие преобразования, основывающиеся на международных инициативах (выделенные и рекомендованные автором к продолжению меры, инициированные «Большой Двдцаткой»); 3) трансформационные изменения, реализуемые на региональных и национальных уровнях (решение внутренних проблем и трансплантация международных стандартов). Спецификой предложенной автором стратегии глобальных финансовых реформ является их акцент на финансовой, а не на валютной сфере.

Научно-теоретическая значимость исследования заключается в усовершенствовании общенаучных представлений о развитии и реформировании МФС, а также применении нестандартных теоретических подходов к ее анализу. Свое **практическое применение** результаты данного исследования могут найти в области деятельности международных валютно-финансовых организаций, центральных банков различных стран (в том числе Российской Федерации), транснациональных компаний, финансовых институтов – коммерческих банков, хедж-фондов, фондовых бирж и т.д., активно работающих на мировых финансовых рынках. Авторские идеи, разработки, методы и результаты исследования, изложенные в диссертации, успешно применены в ходе производственной практики в Аналитическом Управлении Аппарата Совета Федерации (2012 г.) и в работе Государственной Думы Федерального Собрания РФ (2013–2014 гг.). Основные положения диссертационного исследования могут использоваться при чтении курсов «Международные валютно-финансовые и кредитные отношения», «Мировая экономика», «Прикладная макроэкономика», «Философия и методология экономической науки» в ВУЗах.

Апробация диссертационной работы проходила в виде публикации статей, участия в научных конференциях и семинарах, написания аналитических записок и докладов для Центра проблем глобализации российской экономики ФГБУН Института экономики РАН. Результаты исследования использовались для отчета по темам государственного задания «Влияние внешних факторов на денежно-кредитную и валютную сферы экономики России» (2012 г.) и «Нестабильность мировой экономики и ее влияние на Россию» (2013–2014 гг.). В рамках выбранной тематики опубликовано 7 научных работ общим объемом 4,2 п.л. (из них 4 статьи

общим объемом 2,7 п.л. опубликованы в журналах, рекомендованных ВАК Минобрнауки России). Вопросы, рассматриваемые в диссертации, поднимались автором в рамках докладов на I и II Российских экономических конгрессах (Москва-2009, Суздаль-2013); 2-ой студенческой конференции “World Financial Crisis and its Impact on Russian Economy” (Москва, МГУ им. М.В.Ломоносова, 2009 г.); 10-ом ежегодном российско-немецком семинаре (Германия, Франкфурт-на-Майне, Университет Гете, 2009 г.); международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов» (Москва, МГУ им. М.В.Ломоносова 2010, 2011, 2012, 2013 гг.); семинаре молодых ученых по международным экономическим и политическим исследованиям (Москва, ИЭ РАН, 2011 г.); конференции молодых ученых «Россия и мир: поиск новых моделей экономического развития» (Москва, ИЭ РАН, 2011 г.); семинарах “Numerical Methods and Optimization in Finance” (Швейцария, Женева, Университет Женевы, 2011 г.); 1-ой научно-образовательной конференции «Экономика энергетики как направление исследований: передовые рубежи и повседневная реальность» (Москва, МГУ им. М.В.Ломоносова, 2012 г.); конференции молодых ученых «Мировая экономика: современные вызовы и их влияние на Россию» (Москва, ИЭ РАН, 2013 г.); III Международном молодежном форуме финансистов (Москва, Финансовый Университет при Правительстве РФ, 2013 г.).

Глава I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ И ИСТОРИЧЕСКИЕ ЭТАПЫ ЭВОЛЮЦИИ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ (МФС)

1.1. Теоретические основы развития мировой финансовой системы

Мировая финансовая система (МФС) представляет собой многоплановый и комплексный объект изучения, этим объясняется богатство и разнообразие теоретических и практических работ в данной области исследования. Неудивительно, что существуют различные подходы к ее определению. Во-первых, ряд ученых в своих трактовках МФС делает акцент на международных валютно-кредитных и финансовых отношениях как основе системы, а также формулируют общее представление об объекте научного анализа через раскрытие сущности его базовых элементов – различных международных финансовых рынков¹. Во-вторых, некоторые исследователи отождествляют МФС с определенной формой организации международных финансовых отношений в рамках специальных согласованных принципов и сосредотачивают внимание на институтах, являющихся ключевыми звеньями системы². Наконец, в отдельных работах авторы обращаются, главным образом, к составному элементу структуры МФС, а именно к мировой валютной системе, т.е. в основу дефиниции объекта исследования закладывают взаимодействие и взаимовлияние его компонент³. При этом перечисленные подходы объединяет идея того, что МФС – это особая сфера и одновременно часть мировой экономики, играющая ключевую системообразующую и вместе с тем обслуживающую роль в процессах рыночного хозяйства. Отметим, что первые два сформулированные в теории определения МФС, на наш взгляд, являются неполными и отражают только некоторые аспекты функционирования системы. Последняя дефиниция также не принимается за основу в нашем исследовании, поскольку отождествление МФС с одним из звеньев ее структуры противоречит логике существования и развития системы. Во второй части

¹ Такой подход описывается в сл. источниках: Красавина Л.Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник. М.: Финансы и статистика, 2000. С. 2, 135-212; Федякина Л.Н. Международные финансы: учебное пособие. М.: Междунар. отношения, 2012. С. 89, 152-334.

² Вторая трактовка излагается в сл. работах: Богомолов О.Т. Мировая экономика в век глобализации: учебник. М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2007. С. 195-196; Кудина М.В. Экономическая жизнь общества. В сб.: Петрунин Ю.Ю. (ред.). Обществознание: учебное пособие. М.: Аспект Пресс, 2003. С. 205-207.

³ Подобная формулировка анализируется в сл. источнике: Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2006. С. 560-577.

данной главы мы изложим наиболее приемлемую и расширенную трактовку объекта исследования.

Анализ концептуальной базы МФС крайне важен для понимания общей логики и направления развития системы, проведения четкой, обоснованной периодизации ее жизненного цикла, выявления проблем системной финансовой эволюции и, наконец, для определения характера и методики будущих реформ. Для реализации обозначенной задачи представляется целесообразным объединить ключевые теории, посвященные МФС, в три крупных блока. Первый содержит идеологический каркас международных финансовых отношений, главные принципы построения которого излагаются в работах классиков различных направлений экономической науки. Вторая группа охватывает базовые макроэкономические и финансовые концепции. Третий блок включает в себя основные теории международного движения капитала. Таким образом, предложенная схема обзора массива теоретических работ помогает проследить развитие экономических учений о МФС в динамике, позволяет отобразить широту и богатство «палитры» научных взглядов по исследуемой проблематике, сохраняя при этом глубину анализа.

В первый блок в качестве репрезентативных теорий МФС нами включены такие современные течения экономической мысли, как неолиберализм, институционализм, дирижизм, посткейнсианство и западный марксизм. Эти теоретические направления призваны не только объяснить логику исторического развития мировой экономики в целом и МФС как ее важной составляющей, но и определить баланс сил в системе, т.е. обозначить конкретные роли различных институтов в ходе принятия стратегических решений.

Прежде всего, каждое из перечисленных течений предлагает свою трактовку капиталистической стадии развития национальных и международных социально-экономических и финансовых отношений в контексте их истории. Согласно неолиберализму, это практически идеальная форма взаимодействия субъектов хозяйственной деятельности, центральной категорией которой является «свобода». Институционалисты, дирижисты и посткейнсианцы довольно близки в своих характеристиках капитализма как системы финансово-экономических взаимоотношений, проходящей несколько стадий своего становления от торговой до административной через предпринимательскую и финансовую (банковскую) и имеющей определенные и, главное, корректируемые и/или устранимые недостатки. Позиция марксистов абсолютно противоположна двум перечисленным выше точкам зрения: они убеждены в том, что капиталистическая формация, создающая диспропорции в экономике, в принципе не в состоянии привести систему к Парето-оптимуму, поскольку в ее условиях улучшение положения рабочего класса невозможно. Таким образом, с точки зрения развития МФС неолиберализм выступает за некоего рода статику финансовых

отношений, марксизм обращается в сторону революционных «очищающих» изменений, в то время как три остальные родственные друг другу течения выступают за системную эволюцию и идею повышения благосостояния общества на всех уровнях финансового взаимодействия.

В определении баланса сил в рамках МФС и мировой экономики в целом среди репрезентативных теорий первого блока также имеют место четкие различия. Во-первых, **неолиберализм** отдает главную роль в системе рынку как внутреннему естественному саморегулирующемуся «порядку»⁴. Государству, тем самым, отводится четко определенное место⁵. В понимании ордолибералистов – это установитель «конституции» в виде правил игры для субъектов финансово-экономической деятельности; в концепции социального рыночного хозяйства – своеобразный перводвигатель по отношению к рыночной среде⁶; для монетаристов – субъект с врожденным правом на ошибки в политике регулирования финансового сектора, постоянно нуждающийся в некотором руководстве (ориентирах типа «денежного правила»)⁷. Таким образом, идеи освобождения рыночных сил, устранения барьеров на пути движения капитала и повышение его мобильности, многосторонняя либерализация и т.п. – все это *a priori* полезно для МФС и должно увеличить эффективность ее функционирования.

Во-вторых, **институционалисты** в мировой финансовой системе делают ставку на те или иные институты и «институции». Оппозиционные «мейнстриму» представители данной экономической школы пессимистично оценивают перспективы и результаты самостоятельного развития финансовых рынков, тем самым, обосновывая необходимость наличия и неизбежность расширения и углубления «уравновешивающего» государственного вмешательства в процессы, происходящие в рамках мировой и национальных финансовых систем⁸. В контексте нашей тематики наибольший интерес представляет эмпирико-статистическая теория У.К.Митчелла, изложенная в работе 1913 г. «Экономические циклы». Логика истории циклического развития экономики выстраивается автором на основании процессов, происходящих в сфере обращения. Финансовая система всех уровней, по мнению Митчелла, представляет собой наиболее эффективную форму организации общественных отношений. Вместе с тем, выявляется двойственная природа финансовых институтов (ценных бумаг, бирж, банков): они способны как повысить благосостояние индивида и страны, так и нарушить естественный баланс их

⁴ Невский В.С., Одинцова А.В., Ольсевич Ю.Я. Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. Т. IV. Век глобальных трансформаций / Сопред. редколл. Г.Г. Фетисов, А.А. Худокормов. М.: «Мысль», 2004. С. 281-314, 322-324.

⁵ Полтерович В.М. Элементы теории реформ. М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2007. С. 24; История экономических учений: учеб. пособие / Под ред. Автономова В., Ананьина О., Макашевой Н. М.: ИНФРА-М, 2009. С. 619; История политических и правовых учений: учебник / Под общ. ред. Нерсисянца В.С. М.: Норма, 2006. С. 794.

⁶ Гутник В.П. Политика хозяйственного порядка в Германии. М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2002. С. 11-26, 84.

⁷ См.: Автономов В., Ананьин О., Макашева Н. Указ. соч. С. 573.

⁸ Моргунов Е.В. Эволюция теоретических представлений о роли государства в экономике // Вестник Государственного университета управления (ГУУ). 2005. №5. С. 72-80.

существования. В рамках представленной трактовки МФС выступает одновременно и как деструктивный элемент, и как основа мировой экономики⁹.

В-третьих, **дирижизм** является не только учением и «ответвлением» по одной версии традиционного институционализма, по другой – неокейнсианства, но и специфическим видом государственной политики. Другими словами, это направление теоретической мысли довольно сложно отделить от практики, при этом оно предполагает активное, тесное частное и государственное, а также наднациональное финансово-экономическое взаимодействие. Главный инструмент дирижизма – это селективная политика и индикативное планирование, а его основная идея заключается в необходимости общественного контроля над крупными капиталовложениями и согласования объемов инвестиций и цен для достижения сбалансированного экономического роста¹⁰.

В-четвертых, **посткейнсианцы** разделились в своих взглядах на распределение ролей в финансовой системе. «Правые» их представители настаивают на строго лимитированном участии и «дозированном» вмешательстве государства в сферу обращения, левое «крыло» углубляет эту идею до возведения в ранг обязательности планирования (в стиле дирижизма) основных финансовых макроэкономических показателей. Однако важно отметить следующее: в обоих случаях предполагается, что рыночная свобода развития МФС должна реализовываться настолько, насколько это возможно, регулирование системы должно осуществляться в той мере, в какой оно необходимо в каждый момент времени, а контроль за ее функционированием – это непрерывная функция государственных и надгосударственных институтов¹¹.

Наконец, **марксисты**, следуя своим традициям, определяют баланс сил в финансово-экономической системе через классы. Р.Гильфердинг в работе, посвященной анализу новейшей фазы развития капитализма, рассуждает о возникновении мощных капиталистических группировок, объединивших все слои имущего класса для служения финансовому капиталу, который контролирует практически все сферы общественной деятельности, включая производственные процессы. Финансовый капитал расширяется и начинает господствовать в мире благодаря принципам *laissez-faire*, в то же время он нуждается в сильном государстве, которое защитит его в рамках национальной экономики и облегчит завоевание внешних рынков. Входя в более зрелую фазу своего развития, финансовый капитал раскрывается в высшей стадии концентрации экономической и политической власти в руках магнатов. Пролетариату, как антагонисту капиталистов, для устранения эксплуатации необходимо

⁹ См.: Дробышевская Т.А., Худоков А.Г. Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. Т. III. Эпоха социальных переломов. / Сопред. редкол. Г.Г. Фетисов, А.А. Худоков. М.: «Мысль», 2005. С. 349-370.

¹⁰ См.: Одинцова А.В. Указ. соч. С. 414-420.

¹¹ Дзарсов С.С. Куда Кейнс зовет Россию? М.: Алгоритм, 2012. С. 159-215.

завладеть именно финансовым капиталом и поставить его под социальный контроль высшего уровня¹².

Из этих мощных течений экономической мысли именно неолиберализму в англо-саксонском варианте суждено было на многие годы XX в. стать определяющей общей идеологической установкой МФС. Обозначим причины такого исторического выбора и укоренения:

- a) организационная: отдельные школы неолиберализма стремились к идейному единству, поэтому их общие принципы были сформулированы и заявлены на международном уровне (1938 г., Париж, «коллоквиум Липпмана»);
- b) научная: простота, конкретика общих принципов, их доступность для понимания;
- c) психологическая: упор на хозяйственный «порядок» и рыночное развитие в противовес хаосу действительности (две разрушительные мировые войны, переходные периоды в истории экономики многих стран);
- d) историческая альтернатива: неолиберальная теория привлекла к себе особое внимание, поскольку она имела, с одной стороны, антифашистскую направленность, с другой стороны – была противопоставлена социалистической модели (настоящим «подарком судьбы»¹³ для неолиберализма станет ее крушение, объясняемое как доказательство ее неэффективности и нежизнеспособности);
- e) принцип выгоды в стратегии доминирующего игрока: изменение внешней торговой политики США в начале XX в. и их превращение в крупнейшего экономического лидера также сыграло в пользу распространения неолиберализма;
- f) конкретно практическая. Примененные на практике в США при Р.Никсоне и Р.Рейгане, а также в Великобритании М.Тэтчер, идеи «экономики предложения», близкие по ключевым установкам монетаризму, помогли справиться с существовавшими тогда проблемами, оказались результативными и прогрессивными в мире. Отметим также, что в истории международных финансовых отношений неолиберализм из достаточно влиятельного идеологического течения превращается в политическую установку, экономическую программу. В конце 1980-х гг. появляется концепция «Вашингтонского консенсуса» Дж.Вильямсона, созвучная неолиберальным идеям и ставшая подспорьем для масштабного экономического эксперимента в странах Латинской Америки, ЦВЕ и РФ.

Однако альтернативное неолиберализму направление экономической мысли активно развивалось, среди его представителей мы особо выделим «пионеров посткейнсианства», к которым относятся П.Сраффа, Л.Пазинетти и члены «кембриджского клуба» Р.Кан, Н.Калдор,

¹² Обзор марксистских идей производился на основе работ Р.Гильфердинга при использовании эл. источника. URL: <http://www.marxists.org/archive/hilferding/index>.

¹³ Сравнение по аналогии см.: Колодко Г.В. Мир в движении. М.: Магистр, 2009. С. 280.

М.Калецкий, Дж.Робинсон, С.Марглин. В работе 2006 г. Дж.К.Харкорт высоко оценивает вклад этих ученых, поскольку им удалось вывести методологию концептуального сочетания на максимальный уровень, т.е. фундаментальные основы и принципы микро- и макроэкономики подлежали взаимному объяснению друг через друга¹⁴. С.С.Дзарасов обращает внимание на другую особенность посткейнсианской школы, по его мнению, «питающейся» из разных «источников»: например, разработки Дж.М.Кейнса рассматриваются через призму теории А.Маршалла (С.Вайнтрауб), классической и марксистской политической экономии (теория конфликтного государственного управления капиталистической системой М.Калецкого, эклектицизм Дж.Робинсон)¹⁵. Ранние посткейнсианцы исследовали все многообразие финансово-экономических процессов, но при этом их объединяла общая цель – *не построение идеологемы, а научное объяснение* траектории развития капиталистических стран в XIX–XX вв. (и, главным образом, после II Мировой войны).

В заключение анализа отметим, что первый теоретический блок представляет собой мировоззренческий взгляд на функционирование МФС.

Перейдем к рассмотрению второго блока, представленного **базовыми концепциями МФС**, среди которых в качестве репрезентативных для данного исследования выбраны гипотезы об эффективных рынках и финансовой хрупкости, макроэкономические модели с финансовыми «пузырями», ряд поколений моделей финансовых кризисов и «эффектов заражения».

Принципиальными для исследователей являются ответы на вопросы, эффективны ли финансовые рынки по своей природе и каков характер функционирования национальной и мировой финансовых систем. Например, важной для теоретиков фондового рынка стала задача определить факторы, влияющие на цену финансовых активов, а также степень прогнозируемости будущего хода событий. Попытки понять природу финансовых рынков привели к возникновению интереснейшей дискуссии, которая не утихает и по сей день. В основе разработок апологетов *эффективного рынка* лежит идея «случайного блуждания» как любого рода отклонений от фундаментальной оценки (или «истинной стоимости» финансового актива), согласно данной концепции, ценовые изменения являются непредсказуемыми. Ключевой компонентой анализа, на котором строится данная гипотеза, является информация. Ее главные свойства – беспрепятственное поступление и полное отражение в ценах активов. Формально это утверждение можно записать следующим образом:

$$R_{of} = R_{eq}, \quad (1)$$

¹⁴ Harcourt G.C. The Structure of Post-Keynesian Economics. The Core Contribution of the Pioneers. Cambridge University Press, 2006. P. 1-6.

¹⁵ См.: Дзарасов С.С. Указ. соч. С. 164-165.

где R_{of} – это оптимальное прогнозное значение доходности актива, R_{eq} – это его равновесная доходность. В результате исследователи Ю.Фама, Б.Д.Малкиел, Т.Один и др. приходят к главному теоретическому выводу – в долгосрочном периоде эффективные рынки не позволяют инвесторам получать прибыль выше средней без принятия на себя соответствующего уровня рисков, т.е. никто не в состоянии «обыграть» рынок. В краткосрочной перспективе могут наблюдаться технические «аномалии»¹⁶, к которым относят обнаруженные в работе 2000 г. А.В.Ло, Г.Мамайски и Дж.Ванга с помощью непараметрических статистических методов прогностические фигуры вида «голова-плечи» и «двойное дно», сезонные или однодневные тенденции типа «невероятного эффекта января» Р.А.Хогена и Ж.Лаконишока, праздничные изменения Р.А.Ариэля и т.п.¹⁷

Против концепции эффективных рынков активно выступили сторонники *гипотезы о финансовой нестабильности* – Х.Ф.Мински, Ч.Киндлбергер, Р.Алибер, Л.Р.Рэй, Э.Тимони и др. Логика развития событий представляется авторам следующим образом¹⁸. Использование любой компанией заемных средств автоматически создает для нее обязательства перед кредиторами, по которым необходимо отвечать. Проблема заключается в том, что никто не может дать 100%-х гарантий своей платежеспособности в будущем. В период замедления экономического роста компании «группы Понци» (которые не могут погашать проценты по задолженности или делают это не в полной мере) создают финансовые проблемы для кредиторов, также имеющих те или иные обязательства перед другими лицами. Таким образом, дефолты начинают множиться и разрастаться как снежный ком. Поскольку стоимость финансовых активов зависит от ожидаемых потоков платежей, она в иллюстрируемой ситуации начинает снижаться. В результате возникает явление, которое И.Фишер определил как «долговая дефляция». Мински называет гипотезу финансовой хрупкости моделью «циклической истории капитализма с внутренней динамикой»¹⁹, т.е. МФС сама генерирует объекты, создающие кризис, что является главной проблемой ее развития. Эта теория входит в противоречие с основными постулатами эффективных рынков – научного подхода, производного от старых неоклассических традиций, предполагающих нейтральность денег в

¹⁶ Описаны Б.Д. Малкиелом и Ю.Фамой, см.: Malkiel B.G. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics // Princeton University. 2003. April. CEPS Working Paper №91. P. 2-34.

¹⁷ Обзор работ проводился по сл. источникам: Fama U.F. Efficient Capital Markets: II // The Journal of Finance. 1991. December. Vol. 46. №5. P. 1575–1617; Odean T. Do Investors Trade Too Much? // American Economic Review. 1999. December. P. 1279-1298; Ariel R.A. High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes // Journal of Finance. 1990. December. 45(5). P. 1611-1626; Lo A.W., Mamaysky H., Wang J. Foundations of Theoretical Analysis: Computational Algorithms, Statistical Inference, and Empirical Implementation // Journal of Finance. 2000. August. Vol. LV. №4.

¹⁸ Wray L.R., Tymoigne E. Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of investment // The Levy Economics Institute of Bard College. 2008. September. Working Paper №543. P. 2-21.

¹⁹ Minsky H.P. The Financial Instability Hypothesis // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. 1992. May. Working Paper №74. P. 8.

экономике. Гипотеза финансовой нестабильности приобретает все новых сторонников после возникновения «кредитного зажима» на финансовом рынке США в 2007 г., в котором исследователи обнаружили «момент Мински»²⁰.

Особое место среди теоретических разработок занимают *концептуальные подходы к определению и анализу финансовых «пузырей»*. Одной из первых попыток формально проанализировать феномен «надувной экономики» стала обновленная после версии 1956 г. модель Ф.Кейгана с инфляционными ожиданиями. Основной задачей автора было моделирование эффекта финансового «пузыря», определяемого как объект с неустойчивой динамикой, причину которой невозможно объяснить с помощью фундаментальных предпосылок. Допущения модели сводятся к следующему: финансовый «пузырь» зарождается в начальный момент и далее неограниченно растет; условия его возникновения и «схлопывания» не рассматриваются. В число первых входит и модель перекрывающихся поколений (усовершенствованная OLG-модель 1965 г. П.Самуэльсона и Д.Даймонда) с финансовыми «пузырями». Выводы, полученные в результате ее построения, оказываются неожиданными. «Пузырь» здесь характеризуется как положительное явление: он не только позволяет убрать перенакопление капитала, помогая устранить динамическую неэффективность, но и создает условия для оптимального темпа роста экономики²¹.

В контексте дискуссии об эффективности финансовых рынков приобретает свое развитие и теория «пузырей». Феномен резкого и относительно продолжительного увеличения цен на активы Ю.Фама объясняет через отклонение стоимостных показателей от истинного значения и относит его к одному из видов технических «аномалий», безболезненно исчезающих со временем. Однако на практике все оказывалось не так гладко, и требовались объяснения природы финансовых «пузырей», встраивание их в теоретический каркас. Выход был найден с помощью модели Бланшарда-Ватсона, которая трактовала «надувание» цен на активы через оправдание ожиданий инвесторов относительно будущей доходности бумаг. Таким образом, рациональные «пузырчатые» эффекты стали своеобразным оправданием сторонников концепции эффективных рынков перед действительностью. Эта идея получила дальнейшее развитие в модели мультипликативного случайного процесса Лакса-Сорента²². Принципиально иной взгляд на анализируемую проблему имеют сторонники гипотезы финансовой нестабильности – «пузыри» в системе ассоциируются с неполнотой информации и

²⁰ Whalen Ch.J. The U.S. Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment // The Levy Economics Institute of Bard College. 2007. Public Policy Brief №92.

²¹ Формальная структура обеих моделей представлена в электронном учебнике Бродский Б.Е. Лекции по макроэкономике: продвинутый уровень. М.: ЦЭМИ РАН. 2010. Гл. 3. С. 49-52.

²² Репрезентативные работы выбраны и проанализированы автором на основе анализа сл. источников: Claessens S., Kose M.A. Financial Crises: Explanations, Types and Implications // IMF. 2013. January. Working Paper WP/13/28. P. 4-11; Смирнов А.Д. Макрофинансы I: методология моделирования пузырей и кризисов // Экономический журнал ВШЭ. 2010. №3. С. 285-288.

иррациональным поведением субъектов хозяйственной деятельности, а последствиями их «схлопывания» нередко оказываются глубокие экономические спады и кризисы (в качестве примера можно привести работу Ч.Киндлбергера в соавторстве с Р.Алибером, завершённую последним в 2005 г.). Согласно представлениям Х.Ф.Мински, финансовый «пузырь» раздувается вследствие увеличения кредитных объёмов, т.к. «рост кредитов носит неустойчивый характер, а проциклические изменения его предложения в зависимости от стадии экономического развития ослабляют финансовую структуру и повышают вероятность кризисов»²³.

Вновь обратимся к анализу развития посткейнсианской школы и отметим, что Х.Ф.Мински является одним из её представителей, относимых нами ко второму или среднему поколению. Из представленных выше рассуждений становится очевидным, что «финансовые посткейнсианцы» постепенно смещают акценты из области синтеза микро- и макроэкономики в сферу исследования мировых финансово-экономических процессов. На данном этапе эволюции теоретической мысли все ярче проявляется различие между сторонниками посткейнсианского структурализма (Х.Ф.Мински), которые утверждают, что предложение кредита в экономике ограничено особенностями банковского поведения, неопределённостью будущих событий, предпочтением ликвидности, и апологетами аккомодального подхода или горизонтализма (Б.Мур), считающих банки способными полностью удовлетворять спрос на кредитные ресурсы. При этом представитель зрелого поколения посткейнсианцев-финансистов Дж.Фонтана «примиряет» оппонентов этих двух теоретических классов, вводя в своей работе синтезирующее понятие «монетарной цепочки» с финансовыми запасами и потоками и, тем самым, указав на глубинную роль единства противоположностей в экономической науке²⁴.

Особое место среди базовых теоретических работ отводится *моделям финансовых кризисов четырех типов*.

Валютные кризисы стали предметом наиболее *многочисленного класса моделей*, подразделенных по времени своего возникновения на четыре поколения. Первое представлено разработками П. Кругмана, Р.Флуда и П.Гарбера, поэтому они названы в честь авторов аббревиатурой «KFG»²⁵. Их возникновение связано с коллапсом цен на золото и необходимостью объяснения долгового кризиса в странах Латинской Америки 1980-х гг. Выявляется, что агрессивные скоординированные спекулятивные атаки на валюты с

²³ Киндлбергер Ч., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы: мании, паники и крахи. СПб.: Питер, 2010. С. 53, 55. Примечание: в данной сноске приведена ссылка на основной текст 2005 г. в переводе на русский язык.

²⁴ Fontana G. Some notes on the monetary debate within the Post Keynesian school. Keynes, Uncertainty and the Global Economy. Beyond Keynes, Volume Two. Edward Elgar. 2002. P. 4, 148-165.

²⁵ Имеются в виду работы П.Кругмана *A Model of Balance-of-Payment Crises 1979* и Р.Флуда и П.Гарбера *Collapsing exchange-rate regimes: Some linear examples 1984*. Обзор моделей, приведенных в данных источниках, проводился на основании сл. исследования: Бродский Б.Е. Указ. соч. Гл. 4. С. 37-44.

фиксированными и привязанными курсами могут быть результатом рационального поведения инвесторов. Кризис возникает в ситуации истощения валютных резервов, политика государства по поддержке фиксированного курса становится неадекватной, что заставляет инвесторов избавляться от спекулятивных вложений в денежную единицу, затем обменный курс меняется на плавающий. Флуду и Гарберу удалось определить начальный момент спекулятивной атаки и критический объем резервов государства перед ее стартом. Модели второго поколения с множественными равновесиями в основном разрабатывались М.Обстфельдом, Дж.Саксом, А.Торнеллом и А.Веласко. На их создание авторов сподвигли события кризиса европейского механизма валютных курсов (*ERM*) 1992–1993 гг. и мексиканский кризис 1994 г. Главной категорией в моделях становится «самореализация» недетерминированного кризисного процесса, т.е. ситуация, когда инвестор начинает спекулятивные атаки на валюту, ожидая таких же действий от других²⁶. Третье поколение моделей возникло в ответ на Азиатский кризис 1990-х гг. и включает модели с учетом субсидий и инвестиций в условиях морального риска (версии МакКинона-Пила, П.Кругмана), моделирование банковской паники и кумулятивных кризисных эффектов (версия Чанга-Веласко), анализ воздействия валютного курса на ухудшение балансов (версия-«мультфильм» П.Кругмана), анализ валютного и банковского «кризисов-близнецов» (модели с «пузырями» Шнайдера-Торнелла)²⁷. Четвертое поколение разработок посвящено важной роли институциональных факторов, влияющих на ход валютно-финансового развития стран (Бонин-Уачтел, Агенор-Айзенман, Дас-Квинтин-Ченард)²⁸.

Модели кризисов «внезапной остановки» (*sudden stops*) притока капитала, связаны с анализом резких и неожиданных перебоев в потоках капитала. Авторы этих теоретических конструкций сосредотачивают внимание на ухудшении платежного баланса (например, ситуационный анализ Кальво-Искьердо-Лу-Кунга). Детально исследуются причины «внезапных остановок», среди которых выделяют следующие: резкое сокращение объемов кредитования и увеличение страховых взносов по внешнему финансированию (анализ Кальво-Рейнхарт); работа механизмов раскручивания «долговой дефляции» в терминах И.Фишера; негативные экстерналии в моделях делового цикла с залоговыми ограничениями Мендозы; сочетание относительного малого объема торгуемых благ с большим размером обязательств в

²⁶ Имеются в виду работы М.Обстфельда *The logic of Currency Crises 1994*, Дж.Сакса, А.Торнелла и А.Веласко *The Mexican peso crisis: sudden death of death foretold? 1996*, М.Обстфельда и К.Рогоффа *Ruling Out Divergent Speculative Bubbles 1986*, Р.Флуда и Н.П.Мариона *Policy Implications of "Second-Generation" Crisis Models 1997*. Обзор моделей, приведенных в данных источниках, проводился на основании сл. исследований: Бродский Б.Е. Указ. соч. Гл. 4. С. 37-44; Claessens S., Kose M.A. Op. cit. P. 11-22.

²⁷ Обзор моделей, приведенных в данных источниках, проводился на основании сл. исследований: Krugman P. Crises: The Next Generation? // Razin Conference, Tel Aviv University. 2001. March. P. 3-9; Claessens S., Kose M.A. Op. cit. P. 13-14.

²⁸ Обзор моделей, приведенных в данных источниках, проводился на основании сл. исследования: Das U.S., Iossifov P., Podpiera R., Rozhkov D. Quality of Financial Policies and Financial System Stress // IMF. 2005. August. Working Paper WP/05/173. P. 3-23.

иностранной валюте (анализ Кальво-Искьердо-Мейя); сверхтесное трансграничное взаимодействие (разработка Милесси-Ферретти-Тилля)²⁹.

Модели внешних и внутренних долговых кризисов основаны на ряде допущений. Во-первых, страны по тем или иным причинам отказываются отвечать по своим обязательствам. Во-вторых, кредиторы обязательно имеют возможность применить в отношении должников санкции, которые заранее известны обеим сторонам сделки. Подобные инструменты экономического воздействия в моделях различаются: а) межвременные санкции – это угроза отказа от предоставления кредитных ресурсов ненадежным партнерам в будущем (аналитические конструкции Иатона-Гертсовица), б) внутривременные – связаны с эмбарго и попытками перекрыть доступ страны-банкрота к внешним рынкам (разработки Булова-Рогоффа). Наконец, государство делает выбор в пользу неуплаты долгов 1) в случае, когда условия торговли стабильно благоприятны, а альтернативные издержки стратегии «держать слово» оказываются ничтожными (анализ Клетцера-Райта); 2) в ситуации, если условия торговли настолько плохие, что эмбарго кардинальных изменений не принесет (версия Агияра-Гопината)³⁰.

Наименее изученный тип кризисов – банковские. Авторы *моделей банковских кризисов* исходят из того, что им приходится иметь дело с анализом работы «хрупких» финансовых объектов, индивидуальные недостатки которых могут вызвать общесистемные дисфункции. Простейшим примером таких теоретических конструкций является разработка Даймонда-Дибвига, в которой проблема координации порождает банковскую панику (неожиданное и резкое увеличение спроса вкладчиков на ликвидность). Среди причин банковских коллапсов ученые выделяют микро- и макрофакторы, а также позитивные ожидания банков в отношении получения ими при необходимости государственной поддержки (в качестве примера приведем аналитические алгоритмы Л.Лайвина и Барта-Каприо-Левина). Попытка преодолеть финансовую «хрупкость» исследуемых объектов реализована в моделях Деватрипоинта-Тироля посредством включения в анализ стратегии по управлению рисками и микропруденциального регулирования³¹.

Анализ кризисов обретает новое представление в контексте исследования **«эффектов заражения»**. Этот медицинский термин, имеющий в экономической научной литературе множество синонимов (инфекция, «эффект домино», цепная реакция, снежный ком, каскад банкротств и т.д.), характеризует ситуацию, в которой финансово-экономические проблемы распространяются от страны к стране, группе государств, по всему региону, между различными

²⁹ Обзор моделей, приведенных в данных источниках, проводился на основании сл. исследования: Claessens S., Kose M.A. Op. cit. P. 14-15.

³⁰ См.: там же. P. 16-18.

³¹ См.: там же. P. 18-22.

регионами, а также в глобальном масштабе. С.Клаесенс, Р.Дорнбуш и У.Парк дополняют это определение следующим образом: «заражение» – усиление межрыночных взаимосвязей именно после неблагоприятного шока в одной стране. К.Форбс и Р.Ригобон подчеркивают динамическую составляющую этого процесса и употребляют в своей терминологии слово «инфекция» с обязательной приставкой «*shift*-». Г.Камински, К.Рейнхарт и К.Вег считают истинным атрибутом цепной реакции высокую скорость ее распространения и подчеркивают, что их исследованию подлежит только «быстрое и яростное заражение», когда имеет место «избыток синхронности»³².

В медицине традиционным способом борьбы с эпидемией считается карантин, т.е. разрыв контактов между заболевшими и здоровыми людьми. В МФС и мировой экономике в целом, как отмечает Дж.Стиглиц, установление карантина не приводит к однозначным положительным последствиям в решении данной проблемы. Необходимо, прежде всего, выявить механизмы распространения инфекции и создать комплексное оздоравливающее воздействие на систему. Проведя подробный обзор теоретических работ по данной тематике, нам удалось выявить следующие прямые и косвенные каналы перемещения «болезнетворных бактерий» в МФС³³:

- 1) торговля (у зараженной страны изменяется структура экспорта, что влечет за собой изменения торгового баланса ее «здорового» государства-партнера и ставит под угрозу ослабления его экономику);
- 2) взаимосвязь финансовых институтов, наличие общего кредитора и эволюция финансовых инноваций;
- 3) ценовые эффекты и «заразная продажа» активов по принципу диверсификации инвестиционного портфеля (компании, столкнувшись с финансовыми трудностями, совершают операции, влияющие на стоимость их активов, а соответственно, на балансы и условия кредитования);
- 4) финансово-производственная спираль (проблемы в финансовом секторе отражаются на снижении активности производственной сферы экономики, что, в свою очередь, негативно сказывается на состоянии финансовой системы);

³² Forbes K.J., Rigobon R. Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues. 1999. URL: <http://web.mit.edu>; Claessens S., Dornbush R., Park Y.C. Contagion: Understanding How It Spreads. // World Bank Research Observer. 2000. Vol. 52. №2. P. 177-197; Kaminsky G.L., Reinhart C.M., Vegh C.A. The Unholy Trinity of Financial Contagion // Journal of Economic Perspectives. 2003. Vol. 17. №4. P. 51-74.

³³ Обзор проводился с помощью сл. источников: см. Там же, кроме того, Bickhandani S., Hirshleifer D., Welch I. A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades // The Journal of Political Economy. – 1992. October. Vol. 100. №5. P. 992-1026; Stiglitz J.E. Contagion, Liberalization, and the Optimal Structure of Globalization // Journal of Globalization and Development. April 2. 2010. Vol. 1. Issue 2. Article 2. P. 1-39; Financial Contagion in the Era of Globalized Banking? // OECD Economics Department Policy Notes. June 2012. №14. P. 3-8; Glasserman P., Young H.P. How Likely is Contagion in Financial Networks? // Office of Financial Research. June 21. 2013. Working Paper #0009. P. 1-28.

- 5) взаимодействие мировых финансовых рынков (испытыв «шок», элементы МФС вынуждены проходить процесс взаимного восстановления);
- 6) функционирование финансовых посредников в собственной «паутине»;
- 7) ожидания и «причудливое» поведение инвесторов (эффекты «информационного каскада», когда ведомые индивиды наблюдают и копируют действия других людей, а также возникновение «тревожного звонка» – ситуации, в которой инвестор «просыпается» в зараженной экономике и поддается первой реакции – инстинкту самосохранения).

Однако в основном ученые сходятся во мнении, что самым мощным каналом распространения «заражения» в МФС в настоящее время являются мировые трансграничные потоки капитала.

Заключительный третий теоретический блок посвящен **концепциям международного движения капитала.**

Начнем анализ с ранних *неоклассических теоретических работ* XX века. Одним из основателей данной теории принято считать Б.Олина. В его трактовке финансовой сфере отводилась побочная роль по отношению к мировой торговле, а движение капитала рассматривалось как некое исключение из общих правил, и зачастую было вызвано экзогенными факторами – репарациями и дарами. Исследователь Р.Нурксе занимался поиском эндогенных факторов в основном портфельных инвестиций и пришел к выводу, что разгадка кроется в разнице между процентными ставками, устанавливаемыми в странах. Она, в свою очередь, возникает под воздействием изменений спроса и предложения на рынке капитала. Далее К.Иверсен вводит в неоклассическую теорию категорию риска зарубежных вложений. Ученый оригинально классифицирует международный перелив капитала на реальные и балансирующие потоки, а также по степени мобильности. С интересной трактовкой трансграничного движения капитала выступает Р.Манделл. Автор выдвигает гипотезу о субституциональной взаимосвязи между перемещением финансового капитала и мобильностью товаров³⁴.

Особое место среди теорий международного движения капитала занимают *разработки Д.М.Кейнса и его последователей*³⁵. Кейнс анализировал особенности функционирования

³⁴ Обзор работ Б.Олина *Межрегиональная и международная торговля 1933*, Nurkse R. *Causes and Effects of Capital Movements 1933*, Iversen K. *International Capital Movements 1935*, Mundell R.A. *International Trade and Factor Mobility 1957* проведен на основе: Волгина Н.А. *Международная экономика: учебное пособие*. М.: Эксмо, 2006. С. 431-436; Федякина Л.Н. Указ. соч. С. 132-135.

³⁵ Обзор работ проведен на основе: Кейнс Д.М. *Общая теория занятости, процента и денег*. Антология экономической мысли. 2 т. М.: Эконом. 1993. 486 с.; Некипелов А., Головин М. *Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса // Вопросы экономики*. 2010. №1. С. 4-20; Дзарасов С.С. Указ. соч. С. 18-76, 159-215; *Экономическая история мира / под общ. ред. д-ра экон. наук, проф., засл. деят. науки РФ М.В. Конотопова*. В 6 т. Т. 5. М.: КНОРУС, 2008. С. 214-228; Федякина Л.Н. Указ. соч. С. 136-137; Маневич В.Е. *Монетарная динамическая модель Тобина и анализ российской экономики // Вопросы*

финансовых рынков, в том числе исследуя внутренние мотивы инвесторов, их «биржевую психологию», стремление к получению ликвидности и склонность к «финансовому благоразумию». Цель профессиональных рыночных игроков заключается в том, чтобы посредством предвидения надвигающихся перемен перехитрить толпу. Сдерживающим фактором для инвестора может выступить сомнение в отношении получения ожидаемого дохода, но тяга к спекуляциям и непостоянство как свойство его человеческой природы одерживают верх над осторожностью. Сущность комплексных финансовых явлений Кейнс объясняет с помощью психологических и макроэкономических инструментов: циклическая стадия «бума» в его трактовке выступает как состояние экономики, при котором «чрезмерный оптимизм берет верх над нормой процента», финансовый «пузырь» описывается через попадание предпринимательства в «водоворот спекуляций». Особое значение для анализа МФС имеет кейнсианское исследование поведения процентных ставок: в условиях абсолютной мобильности капитала финансовые потоки устремятся на поиск наиболее выгодного своего применения, а именно в страны с высокой процентной ставкой. В условиях независимой процентной политики государство-экспортер капитала вскоре столкнется с неблагоприятным воздействием этого процесса на занятость, производственную структуру экономики и конфликтом интересов. Таким образом, Кейнс в своих рассуждениях выступает противником свободной международной миграции капитала.

Взгляды некейнсианцев отражены в работах Ф.Махлупа и Р.Харрода. Махлуп анализирует статическую кейнсианскую модель с довольно ограниченным финансовым взаимодействием между странами. Причинно-следственные связи в МФС срабатывают, по его мнению, следующим образом: изменение платежного баланса и международное движение капитала – это подпитывающие друг друга силы, две стороны одной медали. При этом исследователь допускает существование стихийного экспорта капитала, когда в игру с большей силой вступают внутренние мотивы и предпочтения инвестора. Р.Харрод исследовал особенности, цели и возможности различных стран привлекать потоки международного капитала, представил динамическую трактовку кейнсианской модели. Автор приходит к выводу: велика вероятность того, что страна, не будучи капиталонасыщенной, скорее всего, столкнется с низким темпом экономического роста, поэтому необходимо искать пути устранения ее инвестиционного «голодания» посредством регулирования и справедливого перераспределения финансовых потоков (излишков средств) в целях сбалансированного мирового финансово-экономического развития.

Особый взгляд на причины миграции капитала изложен в работах представителя кейнсианско-неоклассического синтеза и автора теории портфельного выбора Дж.Тобина. Ученый анализирует спрос на активы, который находится в прямой зависимости от их доходности, а также под влиянием различного рода рисков. Исходя из этих показателей, инвестор составляет и диверсифицирует свой портфель. При этом государство с помощью альтернативного капитала (денег и облигаций) и финансового посредничества находит пути воздействия на доходность от инвестиций, а, следовательно, и на поведение финансовых игроков. *q*-теория инвестиций с динамической моделью системы Тобина не только описывает взаимоотношения субъектов финансово-экономической деятельности (предпринимателей, реализующих соответствующие бизнес-проекты, и финансовых посредников, трансформирующих сбережения домохозяйств в кредиты и инвестиции), но и позволяет через рыночную оценку капитала объяснить смену финансовых маний, паник и крахов.

Оригинальный подход к вопросам международного движения капитала предложил яркий представитель современного кейнсианства Дж.Стиглиц, идеи которого интересным образом оказываются на стыке «мейнстрима» новых кейнсианцев и гетеродоксальных концепций посткейнсианцев. С одной стороны, именно мировая финансовая система занимает центральное положение в мировой экономике. Согласно убеждениям этого ученого, международные финансовые рынки в корне отличаются от остальных рынков. Одна из их основных функций заключается в информативности, в частности, о наиболее доходных проектах и компаниях, о том, насколько эффективно используются имеющиеся финансовые ресурсы. По мнению Стиглица, принципы функционирования МФС противоречивы и полностью характеризуются поговоркой «финансовые посредники охотно кредитуют, когда пропадает необходимость в деньгах». С другой стороны, международное движение капитала исследователь рекомендует оценивать применительно к уровню развития страны: финансовая либерализация, прежде всего, требует особой «дисциплины», внутреннего «вызревания», правильной финансово-экономической политики. В противном случае капитал неизбежно покинет страну, что усугубит имеющиеся проблемы и повысит чувствительность национальной экономики к новым рискам. Стиглиц использует символические метафоры, чтобы разъяснить свои доводы: он сравнивает финансовую либерализацию с поездкой на старом автомобиле, в который установили двигатель от современной гоночной машины без предупреждения водителя и без предварительной технической проверки. Таким образом, зачастую свободная международная миграция капитала приводит к негативным последствиям, поскольку страны оказываются неподготовленными к ней³⁶. Более того, рассуждая о принципах реформирования

³⁶ Stiglitz J.E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability // World Development. 2000. Vol. 28. №6. P. 1075-1086; Stiglitz J.E. Op. cit. 2010. P. 1-39.

МФС в XXI веке, исследователь обращается к выявлению глобальных финансовых и общих макроэкономических проблем, а также одним из первых анализирует финансовый сектор через призму рыночного несовершенства или, главным образом, влияния негативных эффектов асимметрии информации (*asymmetric information*), ухудшающего отбора (*adverse selection*) и морального риска (*moral hazard*). Первый эффект возникает на мировых финансовых рынках вследствие неравнозначности информации, которой располагают стороны конкретных финансовых сделок. Существование в МФС асимметрии информации, по мнению Стиглица, обуславливает возникновение проблемы ухудшающего отбора, при котором финансовый игрок стремится реализовать сделку при использовании эксклюзивной (т.е. скрытой) рыночной информации, тем самым, причиняя ущерб своему непосредственному контрагенту. Моральный риск связан с неправильной оценкой внутренних принципов финансового партнера, на основании которых он осуществляет сделки в рамках МФС³⁷.

Теоретические взгляды М.Обстфельда и П.Кругмана относятся к идеям нового кейнсианства. Они применяют расширенный подход к анализу МФС как сферы для тесного взаимодействия группы мировых финансовых рынков. Ключевую роль в стимулировании процесса движения капитала играют различные факторы, например, разница в уровнях процентных ставок, наличие/отсутствие у страны межвременного сравнительного преимущества, отношение к риску и степень диверсификации финансового портфеля. Прямые иностранные инвестиции в рамках данной теории выступают не в качестве альтернативы международного кредита, а условием расширения крупных корпораций и установления контроля над ними. Особое внимание авторы уделяют банковским посредникам, ведущим активную международную деятельность и реализующим на практике оффшорные схемы. Обстфельд и Кругман предлагают подробную классификацию институтов, посредством которых банки перемещают капиталы между странами, регионами и в глобальных масштабах. В частности, они обращаются к работе международных свободных или оффшорных банковских зон в США. Авторы указывают на характерный атрибут мировых финансовых рынков – ярко выраженное спекулятивное начало производимых операций, а также сравнивают их работу (например, мирового кредитного рынка) с процессом «межвременной торговли» товарами³⁸.

Термин «трилемма» или «несогласующаяся триада»³⁹ был введен М.Обстфельдом и А.М.Тейлором для обозначения и объяснения последствий финансовой либерализации и невозможности одновременного сосуществования 1) полной свободы трансграничного

³⁷ См: там же; Доклад Стиглица. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад Комиссии финансовых экспертов ООН. М.: Междунар. отношения. 2010. С. 69-122.

³⁸ Krugman P.R., Obstfeld M. *International Economics: Theory and policy*. Sixth edition. World Student Series. 2003. P. 160-185, 636-665.

³⁹ Obstfeld M., Taylor A.M. *Globalization and Capital Markets* // NBER. 2002. February. Conference paper. P. 7.

движения капитала, 2) фиксированного валютного курса и 3) независимой денежно-кредитной политики со своими внутренними установками. Механизмом ее реализации являются изменения потоков капитала, нивелирующие эффект монетарной политики и влияющие на внутренние процентные ставки. Авторы концепции утверждают, что допустимы только попарные комбинации этих элементов: например, сочетания финансовой либерализации с фиксированным валютным курсом или 2-ой позиции с 3-ей. Таким образом, выбирая направление развития и сотрудничества, страна должна расставить приоритеты и пожертвовать чем-либо из триады перспектив.

Отдельного анализа заслуживают работы зрелого и молодого поколения представителей посткейнсианства. Фактически этих исследователей уже можно четко разделить на микро- (Б.Д.Лоасби, Г.Б.Ричардсон, П.Д.Баркли и М.Чапман) и макроэкономистов («посткейнсианские финансисты» Дж.Джесперсен, П.Дэвидсон), хотя ряд теоретиков сохраняет ранние традиции своей школы (А.Фитсгиббонс, П.В.Мини, Н.Шапиро). Для нашего исследования наибольшую ценность представляют работы, в которых в качестве объекта научного анализа выступают международное движение капитала и другие процессы в рамках МФС. Дж.Джесперсен изучает финансово-экономическое развитие европейских стран и процессы финансовой либерализации во второй половине XX в. и находит доказательства как положительного эффекта, так и отрицательного воздействия Маастрихтских соглашений на рост общественного благосостояния внутри данного региона. П.Дэвидсон рассуждает о проблеме финансовых и валютных спекуляций и выступает против введения налога Тобина на операции с иностранной валютой, который, по его мнению, негативно отразится на объемах мировой торговли и инвестиционной деятельности. С противоположным мнением об этом налоговом механизме выступают П.Арестис и М.Сойер, утверждающие, что внедрение подобной меры снизит вероятность финансовых кризисов. У.Милберг обращается к проблематике финансовых и торговых дисбалансов⁴⁰. В своих рассуждениях Дж. Сорос вновь обращается к вопросу об эффективности МФС через исследование влияния психологии на историю развития мировых финансовых рынков. По его мнению, практически любой финансовый процесс (особенно в критической ситуации) отражает последствия от воздействия на принятие решений всей палитры эмоционального фона и нередко нерациональных поступков инвесторов. При этом выстраивается целая «цепочка» взаимного влияния психологии и финансовой истории друг на друга – т.е. то, что впоследствии Дж.Сорос назовет «рефлексивностью на финансовых рынках»: ожидания и предпочтения инвесторов определяют направление «течения» и содержание

⁴⁰ Обзор работ был проведен на основании сл. источника: Fontana G. Op. cit. P. 186-254.

процессов в МФС, которые незамедлительно отразятся на ожиданиях и предпочтениях инвесторов и т.д.⁴¹.

В рамках молодого или позднего посткейнсианства все более отчетливо выделяются неорикардянцы или последователи П.Сраффы и Л.Пазинетти (например, А.Ронкаглиа и Б.Шефолд), считающие, что национальные и мировые финансовые рынки ни при каких условиях не создадут комфортной среды для международных социально-экономических отношений⁴², и монетарное направление, развивающее идею об эффективности функционирования МФС и положительном эффекте от международного движения капитала только при наличии необходимого уровня контроля. Среди работ поздних монетарных посткейнсианцев выделим статью Н.Бердсел, К.Мейера и А.Соувы, которые признают «адекватным» регулирование трансграничных финансовых потоков и мирового финансового прогресса, способное привести к повышению общественного благосостояния, и оценивают современную ситуацию в МФС как «дефицит адекватного управления»⁴³.

Весомый вклад в развитие теории международного движения капитала внесли *марксисты*⁴⁴. Р.Гильфердинг разрабатывал теорию финансовой эксплуатации и экспансии стран-должниц своими кредиторами. «Циркуляция кредита», конструирование кредитных денег и увеличение объемов фиктивного капитала – все это создает в мировой экономике чрезмерную взаимозависимость и выстраивает «цепочки» должников. Ускоряющийся экспорт капитала представляется автору важным условием сохранения капиталистического общества. Капитал может мигрировать как в ссудной, так и в функциональной форме (индустриальной, банковской или коммерческой). При этом не важно, в каком виде вывозится финансовый капитал, главное, что этот процесс всегда означает расширение возможностей национальных и международных рынков поглотить его.

Детального анализа заслуживают современные теории, представленные *концепциями транснационализации и миграции капитала в форме прямых иностранных инвестиций (ПИИ)*. Знаковыми в данной проблематике, на наш взгляд, являются работы представителей разных экономических школ: С.Хаймера, Р.Вернона, Р.Алибера и Дж.Даннинга⁴⁵.

⁴¹ Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. М.: ИНФРА-М, 1999. С. 15-61.

⁴² Reich J. What is Post-Keynesian Economics? // Goethe Universität. 2009. October. P. 3-4.

⁴³ Birdsall N., Meyer C., Sowa A. Global Markets, Global Citizens, and Global Governance in the 21st Century // Centre for Global Development. 2013. June. Working Paper №329. P. 4-47.

⁴⁴ Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы развития капитализма. М.: Соцэкгиз, 1959. 508 с.

⁴⁵ Обзор работ проводился на основании сл. источников: Yamin M. A reassessment of Hymer's contribution to the theory of transnational corporation. London: Routledge, 1991; Vernon R.G. International Investment and International Trade in Product Cycle. // Quarterly Journal of Economics (Harvard Graduate School of Business Administration). 1966. P. 190-207; Dunning J.H. The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity // International Business Review. 2000. №9. P. 163-190; Федеякина Л.Н. Указ. соч. С. 142-143.

Работа С.Хаймера, посвященная выживанию фирмы в несовершенной конкурентной среде мировой торговли и роли ПИИ, оказалась новаторской и придала мощный импульс для дальнейших научных поисков. В результате исследования Хаймер приходит к выводу, что прямые капиталовложения для фирмы, взаимодействующей с внешним миром, являются ответом на его вызовы и угрозы, средством преодоления искусственно нагроможденных барьеров на пути к конечному потребителю. Помимо ПИИ, в руках фирмы находится еще одно мощное оружие – ее специфические преимущества, позволяющие выстраивать оптимальные стратегии поведения.

Р.Вернон в основном занимался разработкой теории жизненного цикла товаров и локационного подхода к производству, таким образом, возник новый оригинальный взгляд на международное движение капитала. Автор четко определил период жизненной линии товара (а именно стадия стандартизации), когда экспорт блага будет заменен зарубежным производством. Модель ПИИ, предложенная Р.Алибером, учитывает такой важный фактор как валютный риск. Государства с «сильной» и «слабой» валютой обладают разными возможностями и разными стратегиями «страна - прямой инвестор». Алиберу удалось показать наиболее вероятные направления потоков ПИИ и определить конкретные отрасли их «оседания», а также обосновать причины слияний и поглощений.

Широкую известность Дж.Даннингу принесла его эклектическая парадигма международного производства и инвестиций. Автор модели поставил перед собой цель выяснить, почему фирма прибегает к ПИИ вместо того, чтобы ограничить свою внешнюю стратегию экспортными поставками. В результате Даннинг выделяет условия, позволяющие компании осуществлять прямые зарубежные капиталовложения, известные как триада «OLI»: специфические преимущества собственности (*Ownership*), месторасположения (*Location*), интернализации (*Internalization*). Разработанный Даннингом динамический подход часто используется в теории и находит широкое практическое применение.

Подводя итог анализа третьего теоретического блока, отметим, что представленные концепции отражают динамику развития взглядов на МФС, при этом каждая из них является «плодом» своего исторического периода и зиждется на четко определенных методологических предпосылках. Эволюция теорий протекает по траектории от простого к сложному. Если первоначально ученые не проводят четкого разделения инвестиций на виды и главным образом концентрируют внимание на новом равновесном состоянии, возникшем в результате перелива капитала, то в дальнейшем авторы уходят от стационарного подхода, исследуя внутренние и внешние процессы, применяя многофакторные модели, включая новых акторов (например, транснациональные и многонациональные компании).

Исследование теоретических основ развития МФС по схеме выделения трех концептуальных блоков предоставляет возможность для всестороннего и многоаспектного изучения данной системы. Анализ первой группы теорий о балансе сил в экономике позволяет понять общую логику взаимодействия субъектов хозяйственной деятельности. Рассмотрение блоков концепций международного движения капитала и массива базовых финансовых и макроэкономических разработок помогает ответить на вопросы: почему и с помощью каких механизмов осуществляется это взаимодействие, а также каков его характер на современном этапе эволюции МФС.

Однако важно не только типологизировать и по отдельности проанализировать теории, но и рассмотреть их философское «пересечение» путем объединения концепций в два класса⁴⁶. Такое направление экономической мысли как посткейнсианство, наряду с западным марксизмом, англо-американским и традиционным институционализмом, французским дирижизмом, образует гетеротдоксальное течение, которое выступает антагонистом ортодоксального «мейнстрима» во главе с неоклассической школой. Проследим то, как эволюционировали подходы к исследованию МФС в рамках неоклассического и посткейнсианского направлений на основе анализа базовых положений их теорий.

Прежде всего, их отличие заключается в совокупности методов научного познания. Неоклассики находятся в процессе постоянной борьбы между необходимостью трактовки реальности МФС и сохранением своих концептуальных предпосылок, которые не выдерживают проверки практикой. Это заставляет последователей мейнстрима «сжимать» действительность и заключать ее в границы собственных научных представлений, анализировать довольно статичный искусственно созданный мир условностей и допущений и подкреплять выводы ограниченными, математически строгими доказательствами. Таковую методологию мы будем называть оправдательно-идеологической. Посткейнсианцы, напротив, исследуют МФС во всех ее динамических проявлениях, в контексте складывающихся обстоятельств. Они критически оценивают происходящие на мировых финансовых рынках процессы, используя прикладной научно-познавательный подход.

Представителей мейнстрима и гетеродоксии отличают их своеобразные подходы к трактовке индивидуальной и коллективной психологии, играющей важную роль в развитии мировой финансовой системы. По мнению ортодоксов, общество состоит из хорошо осведомленных финансовых игроков, каждый из которых «человек экономический» (*homo economicus*), т.е. стремится к максимизации полезности/прибыли, реагируя на рыночные сигналы, проводит необходимые расчеты и совершает дальнейшие рациональные действия.

⁴⁶ Классификация проведена на основе анализа сл. источников: Розмаинский И.В. О методологических основаниях мейнстрима и гетеродоксии в экономической теории к. XIX – н. XXI века // Вопросы экономики. 2008. №7. С. 89-99; Дзарасов С.С. Указ. соч. С.149-216.

Последователи гетеродоксии придают особую важность изучению «человека социального» (*homo sociologicus*) или индивида, социализированного и исполняющего роль финансового игрока под воздействием складывающихся обстоятельств (*socialized role-playing sanctioned man*). Отметим, что некоторые коллективные психофизические и эмоциональные состояния субъектов МФС способны приводить к их нерациональному поведению⁴⁷. Перечисленные в табл. 1 психологические эффекты, выделенные, главным образом, Дж.М.Кейнсом и Ю.Я.Ольсевичем, характерны как для среднестатистического инвестора, так и для финансовой элиты, их отличительные черты – коллективность, сонаправленность и синхронность особенно на таких этапах экономического цикла, как «ажиотаж» и «паника». При успешности ведения финансовых операций на первый план выходит способность манипулировать и играть на общественной психологии. Таким образом, финансовые игроки, с точки зрения ортодоксов, предстают рациональными эгоистами, замкнутыми, погруженными в свой внутренний мир и сосредоточенными на собственных расчетах и целях, т.е. в обществе реализуется формула поведения «каждый сам по себе». Гетеродоксы, напротив, анализируют человеческое поведение в широком его проявлении через призму общественного взаимодействия, психофизических и биологических качеств (например, природный дух предпринимателя, *animal spirit* в трактовке Дж.М.Кейнса и его последователей).

Еще одно важное различие между двумя исследуемыми группами теорий лежит в области трактовки мировой финансовой истории. Существует несколько концепций эволюционного развития, в том числе, международных финансовых отношений. К ним относятся гипотеза о «неопределенности общего пути» (*path indeterminacy*), предполагающая отсутствие связи между прошлым и будущим; идея об «относительной определенности общего пути» (*path determinacy*), допускающая частичную зависимость между старыми и новыми институтами; и концепция «зависимости от общего пути» (*path dependence*), отмечающая наличие глубокой связи и взаимопроникновения между всеми этапами хода мировой финансово-экономической истории. Первая из приведенных выше гипотез в большей степени справедлива для представителей мейнстрима, и подобный взгляд на развитие финансовых институтов и МФС в целом, на наш взгляд, сразу обедняет их теорию. К примеру, неоклассические работы в принципе не дают четкого описания взаимодействия финансовых структур и объяснения причин, по которым те или иные неэффективные финансовые институты и организации обречены на длительное существование⁴⁸.

⁴⁷ См.: Ольсевич Ю.Я. 1) Современный кризис «мейнстрима» в оценках его представителей (предварительный анализ). М.: Институт Экономики РАН, 2013. С. 16; 2) Фундаментальная неопределенность рынка и концепции современного кризиса. М.: Институт Экономики РАН. 2011. С. 10, 29; 3) Психологические аспекты современного экономического кризиса // Вопросы экономики №3. 2009. С. 39-53.

⁴⁸ Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997. С. 18, 27.

Коллективные психофизические и эмоциональные состояния субъектов МФС, способные приводить к их нерациональному поведению

Название	Определение
1. «Стадное поведение» («подражательство»)	Имитация поведения других людей без внимания к меняющимся обстоятельствам и информационным сигналам.
2. Эффект «информационного каскада»	Зависимость от стороннего мнения без учета достоверности источника получаемой информации.
3. «Импульсивная торговля»	Резкая смена стратегий «покупать/продавать».
4. Эффект изоляции	Концентрация на знаковых деталях, игнорирование общей «картины».
5. «Иллюзия контроля»	Принятие большего риска в условиях кажущегося влияния на финансовые результаты
6. Инвестиционный «капкан»	Чем больше капиталовложения, тем меньше шансов отказаться от проекта.
7. Эффект консерватизма	Эффект сформированного мнения о финансовых продуктах/компаниях.
8. Эффект компетентности	Принятие большего риска при работе в сферах личной профориентации независимо от степени влияния своего профессионализма, знаний и осведомленности на финансовые результаты.
9. «Денежный фетишизм»	Придание ценности деньгам в терминах Дж.М.Кейнса.
10. Эффект доверчивости	Например, внедрение в практику крупных финансовых игроков без учета условий и ограничений на параметры модели Д.Ли, основанной на применении гауссовой копулы для расчетов так называемой «справедливой» стоимости производных ценных бумаг.
11. Эффекты человеческих пороков	Жадность, мошенничество, «иррациональное изобилие» в терминах А.Гринспена и т.п.
12. Парадоксы «разорванного сознания» (феномен «племянника Рамо» Д.Дидро)	Проявляются в форме всеобщего самообмана и извращенного истолкования понятий и процессов МФС (например, термины «хедж-фонд» от англ. <i>hedge</i> или «страховать» и «секьюритизация» от англ. <i>secure</i> или «надежно защищать» вовсе не имеют никакого отношения к своему истинному значению, ассоциируемому с гарантией душевного спокойствия).

Источник: составлено автором на основе сл. работ – Ольсевич Ю.Я. Указ. соч. 1) 2013. С. 16; 2) 2011. С. 10, 29; 3) 2009. С. 39-53; Яндиев М.И. Финансовые рынки и корпоративные финансы. М.: Финансовая корпорация «Открытие», 2007. С. 79-80; Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы. М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. 520 с.; Мареев С.Н., Мареева Е.В. История философии (общий курс): учебное пособие. М.: Академический Проект, 2003. С. 465-491; Li D.X. On Default Correlation: A Copula Function Approach // The RiskMetrics Group. 2000. April. Working Paper № 99-07.

Последняя из перечисленных выше идей восходит к концепции институционалиста Д.Норта о важности истории как «уроков прошлого» и ее связи с будущим через самоподдерживающуюся институциональную эволюцию. Факторами и «двигателями» изменения финансовых институтов, по мнению ученого, являются их возрастающая отдача, несовершенство рынков, различающихся транзакционными издержками, но центральная роль принадлежит субъективным предпочтениям людей⁴⁹. Кроме того, в рамках

⁴⁹ См.: Норт Д. Указ. соч. С. 12, 23-65, 122. Этой же линии рассуждений придерживается Н.Фергюсон, но уже в рамках биологического подхода к развитию МФС. В рамках «естественной» концепции история мировых

материалистического понимания истории в трактовке К.Маркса, люди творят историю (элемент свободы) в заданных обстоятельствах (сущностной элемент необходимости), поэтому ход всемирного исторического и финансово-экономического развития, подчиняющегося своей внутренней логике, важен для понимания процессов МФС⁵⁰. К идеям историзма институционалистов и марксистов обращаются и посткейнсианцы.

Ортодоксы стоят на позиции того, что исследуемая нами система развивается в заданном направлении и непременно тяготеет к равновесному состоянию, поэтому ключевой ее характеристикой является предсказуемость и предопределенность. Важные источники информации в МФС – это цены, поведение которых сигнализирует о тех или иных изменениях в работе элементов системы, а роль денег в данном контексте нейтральна. Гетеродоксы в качестве базовой гипотезы о функционировании МФС называют неопределенность. Согласно их убеждениям, ценовые сигналы действительно играют важную роль, но только в краткосрочной перспективе. В более длительном периоде в игру вступают многочисленные факторы, которые нельзя сбрасывать со счетов (например, функционирование крупных корпораций, проблема возникновения морального риска). Исследуемая система также сталкивается с последствиями эндогенной неустойчивости такими, как дисбалансы, кризисы.

Поскольку представления неоклассиков и посткейнсианцев о природе и процессах, происходящих в МФС, сильно разнятся, отмечаются и глубокие различия в их взглядах на роль регулирования и контроля в системе. С позиции представителей мейнстрима, неолиберализм представляет «питательную среду» для развития МФС, т.к. самоконтроль есть высшая форма регулирования. Сторонники гетеродоксального направления, указывая на недостатки системы, предлагают разумно сочетать работу рынка с государственным и надгосударственным вмешательством в экономику.

Нам представляется более обоснованным придерживаться взглядов гетеродоксального кейнсианства. Основанием для такого выбора послужила оценка описательной, инструментальной и прогностической силы теорий на базе проведенного выше обзора. На наш взгляд, это наилучший из имеющихся в наличии подходов, позволяющий проанализировать возникшие проблемы МФС и создать механизмы для их решения. Посткейнсианцы в отличие от сторонников гипотезы эффективных рынков не загоняют реальность в рамки своего теоретического каркаса и не оправдывают с помощью завуалированной терминологии внутреннюю несостоятельность собственной концепции, а занимаются поиском способов объяснения явлений и процессов, их развития.

финансовых рынков – это продукт естественного отбора и спонтанной мутации институциональных «генов». См.: Фергюсон Н. Восхождение денег. М.: АСТ: CORPUS, 2013. С. 370-375.

⁵⁰ Анализ материалистического понимания истории К.Маркса проводился на основании сл. источника: Мареев С.Н., Мареева Е.В. Указ. соч. С. 529-549.

1.2. Характеристика основных этапов возникновения и эволюции МФС (1860 – кон. 1970-х гг.)

Перейдем к выделению и характеристике исторических этапов возникновения и «ступеней» эволюции объекта изучения, что позволит дать четкое определение МФС и показать присущие ей особенности. В качестве алгоритмов и способов исследования будем применять трехмерный анализ на основе:

- I. Всеобщей философской методологии, т.е. с помощью обращения к сущности и строению МФС как системы. Для этого воспользуемся уникальной отечественной разработкой – «тектологией» А.А.Богданова или всеобщей организационной наукой, достоинством которой среди прочих является ее универсальность⁵¹. Философские принципы и предложенный Богдановым инструментарий, на наш взгляд, позволят понять логику системного развития.
- II. Общенаучных методов, включающих оценку финансовых процессов на основе использования комплексного индикатора развития МФС – индекса мобильности международного капитала на основе формального алгоритма Обстфельда-Тейлора⁵². В рамках нашего исследования данный индекс будет отвечать за четкость периодизации внутрисистемной эволюции.
- III. Специализированной методологии – применительно к изучению одного из «пучков» структурных связей в МФС, представленных мировой валютной системой (МВС) и историей ее организации. Отметим, что эта аналитическая составляющая является в некотором роде страховкой для исследователя, поскольку более или менее определены положения и хронология изменений базового стандарта МВС⁵³, а датирование событий в сфере валютных отношений, главным образом, происходит по конкретным конференциям и принятым в их рамках документам.

Таким образом, мы формируем три классификатора – системный, статистический и формальный (структурный) – и для удобства представления итогов исследования будем заносить результаты анализа в таблицу.

⁵¹ Работа А.А.Богданова 1912 г. проанализирована нами на основании сл. источника: Богданов А.А. Тектология: Всеобщая организационная наука / Ред. колл. В.В.Попков, Г.Д.Гловели, В.Д.Мехреков. М.: «Финансы», 2003. 496 с.

⁵² Основной источник, в котором полностью приведен формальный алгоритм расчетов индекса, сл.: Obstfeld M., Taylor A.M. Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth. Cambridge University Press, 2004. 372 p.

⁵³ Некоторый элемент неопределенности временных границ различных стадий эволюции МВС сохраняется, т.к. имеет место разница между их юридическим оформлением и фактическими событиями.

Прежде всего, **МФС – это система**, т.е. общий комплекс взаимодействующих между собой компонент (элементов) и их структурных связей. Характеризуя всякое образование подобного рода, А.А.Богданов выводит его базовые качества: организованная система обязательно больше простой суммы своих составных частей, а также имеет внутреннюю цель и сообразно ей устроена⁵⁴. Кроме того, согласно тектологии, МФС, как и любая система, должна эволюционировать по заранее определенной схеме и пройти следующие стадии развития⁵⁵:

- а) механическая «комплексия» (или телосложение). В течение этого «отрезка» жизни система является ограниченной совокупностью зародившихся компонент, взаимодействие между которыми равно нулю, т.е. обзаведясь внутренней базовой комплектацией, она пока еще не функционирует.
- б) «конъюгация» – активное приспособление, сотрудничество (формальное и неформальное), соединение, тесное взаимодействие элементов, таким образом, складывается структура связей между ними, происходит разрыв тектологической границы, и система обретает свой истинный вид.
- с) «ингрессия» («всеобщая форма цепной связи»⁵⁶) или «дезингрессия»: подразумевает системные изменения. Они возникают вследствие образования и накопления в составных частях и структурных цепочках неких противоречий и конфликтов, снять которые представляется возможным двумя способами: либо положительным (вырабатывание иммунитета и дальнейшее развитие), либо отрицательным (развал и смерть системы). Характеристика живой функционирующей системы – непрерывность процессов, любая остановка и построение границы – результат дезингрессии.

В своей работе Богданов также рассматривает возможность возникновения кризисов – в его трактовке их следует понимать как некий момент времени, с которого система утрачивает или приобретает какие-либо свойства или связи, т.е. по своему характеру она «перестает быть тем, чем была» до этого события⁵⁷. Кризисы подразделяются на два вида: созидательные или «конъюгационные» и разрушительные («дизъюнктивные»).

Второй классификатор, используемый нами для идентификации этапов эволюции МФС, базируется на прослеживании динамики финансовых процессов с помощью индекса мобильности международного движения капиталов. Идея построения данного финансового индикатора восходит к поиску единственного универсального показателя, отражающего исчерпывающую информацию об эволюции МФС. В основу исследовательского алгоритма Обстфельда-Тейлора закладывается гипотеза об U-образной траектории развития мировых

⁵⁴ Богданов А.А. Указ. соч. С. 29, 63.

⁵⁵ Описание проведено на основе: Богданов А.А. Указ. соч. С. 90-113.

⁵⁶ См.: Богданов А.А. Указ. соч. С. 97-101.

⁵⁷ См.: Богданов А.А. Указ. соч. С. 113.

финансовых рынков⁵⁸. Суть их метода оценки индекса, позволяющего измерить уровень международной мобильности капитала, заключается в получении ряда объемных и ценовых «финансовых и политико-экономических коэффициентов» с последующим применением к полученным результатам процедуры интроспекции⁵⁹. Ученые используют, главным образом, базы данных *International Financial Statistics* и *Global Financial Data*. В процессе работы с исторической статистикой авторами производится 1) поэтапное соотнесение объема международных инвестиций, определяемого через валовые иностранные активы и обязательства, с номинальным ВВП (национального и мирового масштаба) при согласовании показателей во времени и по единицам измерения; 2) сравнение процентных ставок по идентичным активам в оффшорных и оншорных финансовых центрах различных стран (сопоставление ожидаемой доходности акций, облигаций, международных арбитражных операций); 3) наблюдение за динамикой цен на мировом фондовом рынке⁶⁰. Для построения графика, отражающего динамику международной мобильности международного капитала, мы воспользовались данными Обстфельда-Тейлора. Подчеркнем, что данный аналитический инструмент нашел широкое применение в современных научных разработках, посвященных изучению истории финансовых кризисов⁶¹.

С помощью рис. 1, на котором изображена динамика индекса мобильности международного движения капиталов, довольно легко установить низкие, умеренные и высокие уровни, преодоленные данным показателем, и обозначить основные периоды развития МФС. Исходя из условной траектории развития МФС, на наш взгляд, можно выделить 5-6 явно выраженных зон (содержащих 8 фаз, см. табл. 2): две с низкой и умеренной мобильностью капитала (периоды 1860–1880 и 1945–1980 гг.), две – с высоким индексом (периоды 1880–1914 гг. и с 1980 по настоящее время) и две (согласно исследованиям Обстфельда-Тейлора одна – за 1914–1945 гг.) – особые (1914–1945 и 1980–2014 гг.), получившие название «циклические» благодаря соответствующим изгибам кривой и наличию повышательных и понижительных трендов на рассматриваемых участках графика.

⁵⁸ Ряд исследователей придерживается иной точки зрения, и на основе анализа статистики мирового рынка долговых ценных бумаг пытаются доказать, что эволюция МФС проходит по J-образному тренду, т.е. процессы международного движения капитала в XX в. являются беспрецедентными. См.: Volosovych V. Measuring financial market integration over the long-run: Is there a U-shape? // Tinbergen Institute. 2011. Discussion Paper TI 2011-018/2. P. 1-49.

⁵⁹ Данная процедура связана с методологией экспериментального наблюдения и сосредоточена на получении максимально полной информации о внутренней структуре анализируемого объекта и его функционировании.

⁶⁰ Методологию расчетов см.: Obstfeld M., Taylor A.M. Globalization and Capital Markets // NBER. 2002. March. Working Paper 8846. P. 16-58; Тейлор А.М. Глобальные финансы: прошлое и настоящее // Финансы & развитие. 2004. Март. С. 28-31; Taylor A.M. External Imbalances and Financial Crises // INF Conference. 2012. August-September. P. 2-5.

⁶¹ См., например, работы: Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. На этот раз все будет иначе. Механизмы финансовых кризисов восемь столетий одни и те же. М.: Карьера Пресс, 2012. С. 187; Reinhart C. A Series of Unfortunate Events: Common Sequencing Patterns in Financial Crises // Centre of Economic and Policy Research (CEPR). 2012. January. Discussion Paper № 8742. P. 12-15.



Примечание: воспроизведение динамики индекса и построение по Obstfeld M., Taylor A.M. Op. cit. 2002. P. 6; Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. Указ. соч. С. 187; Taylor A.M. Op. cit. 2012. P. 2-5. Источники данных: <http://www.nber.org/databases/macroeconomy/contents>; World Federation of Exchanges members; World Development Indicators; Historical Materials www.bis.org; <http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection>; www.imf.org; статистика McKinsey Global Institute; данные М.Обстфельда <http://elsa-berkeley.edu/~obstfeld>.

Рисунок 1 – Индекс мобильности международного движения капиталов

Третий классификатор приобрел наибольшую популярность в отечественной и зарубежной литературе и базируется на таком важном структурном звене МФС как мировая валютная система. МВС представляет собой, во-первых, совокупность мировых валют и способы организации валютных отношений между странами, а также формы их регулирования, закрепленные в международных договорах и соглашениях⁶²; во-вторых, это совокупность валютно-финансовых отношений, которые возникают в результате установления мирохозяйственных связей⁶³. Наконец, необходимо понимать, что МВС, равно как и МФС, призвана выполнять обслуживающую функцию по отношению к международной торговле и мировой экономике в целом. В рамках развития МВС выделяются несколько крупных этапов: эпоха золотомонетного стандарта (начиная с 1867 г., Парижская МВС), вехи золотодевизных стандартов (Генуэзская с 1922 г. и Бреттон-Вудская с 1944 г. системы) и современная Ямайская система со свободой выбора режимов валютных курсов (с начала 1976–1978 гг.)⁶⁴.

Сформированные и представленные выше классификаторы позволяют четко определить хронологические стадии эволюции МФС (см. табл. 2). Таким образом, мы обрисовали общую схему анализа истории исследуемого объекта в трех «плоскостях». Перейдем к последовательной характеристике каждого обозначенного периода развития.

⁶² Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. М.: ИНФРА-М, 2006. 495 с.

⁶³ Энциклопедический словарь экономики и права, электронная версия, 2005. URL: http://dic.academic.ru/contents.nsf/dic_economic_law/.

⁶⁴ Красавина Л.Н. Концептуальные подходы к реформированию мировой валютной системы // Деньги и кредит. 2010. №5. С. 49.

Этапы развития мировой финансовой системы

№	Системный классификатор	Статистический классификатор	Формальный классификатор	Период времени
0	Предстартовая стадия			До 1860
1	Механическая комплексия	Умеренная мобильность капитала (1860–1880).	Классический золотой стандарт (Парижская МВС).	1860–1914
2	Конъюгация	Высокая (нарастающая) мобильность капитала (1880–1914).		
3	Ингрессия			
	3.1 некардинальная №1 с мировым финансово-экономическим кризисом (Великой Депрессией 1929–1933);	Низкая мобильность капитала (1914–1918). Умеренная мобильность капитала (1918–1929). Низкая мобильность капитала (1929–1945).	Генуэзская МВС (1922–1931).	1914–1945
	3.2. некардинальная №2;	Низко-умеренная мобильность капитала (1945–1980).	Бреттон-Вудская МВС (1944–1971).	1945–1970
	3.3. кардинальная №1; 3.4. кардинальная №2 с глобальным финансово-экономическим кризисом (с 2007 г.)	Высокая (нарастающая) мобильность капитала (1980–2000). Высокая мобильность капитала (2000 – н. вр.).	Ямайская МВС (действует с 1976–1978).	1970–2000 2000 – н. вр.

Примечание: н. вр. = настоящее время.

Источник: построено на основе расчетов и обзоров сл. материалов: Богданов А.А. Указ. соч. С. 20-367; Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. Указ. соч. С. 392-394; Волгина Н.А. Указ. соч. С. 560-581.

Поскольку МФС тесно связана с функционированием национальных финансовых систем, на наш взгляд, в данном случае целесообразно выделить ее предстартовый или нулевой этап, когда произошел ряд ключевых событий в мире финансов. Во-первых, сначала появились сами деньги. Во-вторых, возникли банки, техника частичного резервирования и кредит. В-третьих, в XIII в. итальянские города-государства стали «колыбелью» рынка облигаций. В-четвертых, в XVII в. эволюционную цепочку событий пополняет такое голландское изобретение, как акционерная компания, таким образом, укрепляется триада многофункционального взаимодействия «банк – производящая фирма – биржа». Наконец, финансовыми «новинками» XVIII и XIX вв. становятся страховые фонды и «зародышевый» вариант производных ценных бумаг⁶⁵. Именно благодаря возникновению перечисленных выше нововведений произойдет возведение каркаса и формирование МФС.

⁶⁵ Эти четыре «звена» выделены автором на основе существующей классификации, см. Фергюсон Н. Указ. соч. С. 360. Роль «простых» финансовых институтов анализируется также в сл. работе: Некипелов А.Д. Становление и функционирование экономических институтов: от «робинзонады» до рыночной экономики, основанной на индивидуальном производстве. М.: Экономистъ, 2006. 328 с.

Согласно «учению о строительстве»⁶⁶, на начальной стадии своей эволюции (1860–1914 гг.) МФС «комплектуется» из следующих жизненно важных компонент:

- 1) **мировой валютный рынок (МВР)** или сфера международных финансовых отношений, включающая осуществление сделок (текущих или срочных) по покупке и продаже иностранной валюты. Различаются внешние и внутренние (к примеру, долларизация в национальной экономике) процессы, происходящие в валютной сфере.
- 2) **мировой рынок банковских услуг**, который включает такие финансовые сегменты, как например, **мировой кредитный рынок (МКР)**, представляющий собой способ организации движения кредитных (главным образом банковских) ресурсов между странами⁶⁷, депозиты банков, банковские услуги посредничества на фондовых рынках, инвестиционный банкинг.
- 3) **мировой фондовый рынок (МФР)**, предназначенный для реализации долевых и долговых ценных бумаг и их пакетов.

Стадия конъюгации начинается практически одновременно с возникновением основных компонент МФС. Об этом свидетельствуют два важных факта. Прежде всего, складывается исторически первая МВС, которая тесно вплетается в жизненную линию мировой финансовой системы, обеспечивая ее элементы необходимыми механизмами функционирования и взаимодействия. **Парижская мировая валютная система**⁶⁸ оформляется на межгосударственном уровне в 1867 г. (Великобритания ввела в свою практику золотой стандарт еще раньше). Суть **классического золотомонетного стандарта** сводилась к следующему: произошел отказ от серебряного обращения, устанавливались фиксированное золотое содержание единицы каждой национальной валюты и монетный паритет (курсы национальных валют соотносились через их золотое содержание), разрешался обмен бумажных денег на золото без ограничений (функция ЦБ), колебание курсов валют осуществлялось в пределах «золотых точек»⁶⁹.

Кроме того, МФС, как и любое образование, подчиняется действию закона развития, который в трактовке Г.В.Ф.Гегеля и Ф.Энгельса обозначен как «переход количества в качество». Руководствуясь этим соображением и предложенным нами статистическим классификатором, можно точно утверждать, что возникновение мировой финансовой системы и ее оформление в полной мере происходит в период кон. 1870-х – 1914 гг. XIX века. Доказательством этого утверждения служит феномен, в научной литературе получивший

⁶⁶ Второе название тектологии, см. Богданов А.А. Указ. соч. С. 62.

⁶⁷ Определения МВР и МКР были сформулированы с помощью см.: Международные экономические отношения: учебник / под ред. В.Е. Рыбалкина. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. С. 410, 414.

⁶⁸ Morys M. The emergence of the Classical Golden Standard // Oxford University. 2007. March. Economic History Society Annual Conference Paper.

⁶⁹ Выделено на основе см.: Волгина Н.А. Указ. соч. С. 561; Кеммерер Э.У. Золото и золотой стандарт: золотые деньги в прошлом, настоящем и будущем. В сб.: Куряев А. (ред.). Золотой стандарт: теория, история, политика. Ч.: Социум, 2011. С. 170.

название «протоглобализация» или первая волна глобализации⁷⁰. Указанный временной интервал связан с промышленной революцией, укоренением процессов империализма и характеризуется мощным импульсом в развитии трансатлантических рынков. Основные макроэкономические показатели тех лет отражают существенные изменения в экономике⁷¹:

- умеренная мобильность международного движения капитала сменяется высокой (см. рис. 1), совокупный объем иностранных капиталовложений за 1885–1914 гг. увеличился в 3,2 раза. На мировой арене резко выделяются три страны: колониальная императрица Великобритания, всемирный ростовщик Франция и Германия с военно-государственным экономическим устройством. Именно они стали крупнейшими экспортерами капитала: Великобритания вывозила его в производственной форме, Франция – главным образом в виде кредитов (75% общего объема), Германия – исключительно те средства, которые не нашли достойного применения внутри страны (20% совокупного капитала). Примерно около 40% ПИИ стран Европы (кроме Великобритании – около 90%) оседает в неевропейских регионах. Процесс движения финансового капитала в МФС в поисках высоких прибылей М.А.Клеменс и Дж.Вильямсон назовут «уклоном в сторону богатства» (*wealth bias*)⁷².
- мировое промышленное производство расширяется за первую волну глобализации в 5 раз (в США – в 8,6, в Великобритании – вдовое).
- множится число монополий, среди которых выделяются английские компании «Армстронг» и «Виккерс», французские – картель «Комите де Форж» и концерн Шнейдера, немецкие корпорации АЭГ, «Сименс», империя Круппа и «Германский стальной синдикат», американские «Дженерал Электрик», «Стандарт Оил» и «Стальной трест».
- уверенно растет экспорт товаров в процентах от ВВП (самый масштабный – в Великобритании с 12 до 17,7% и Германии с 9,5 до 15,6%, см. табл. 3), но подавляющая доля торговли европейских стран осуществляется между собой (см. Приложение, рис. 1–2).

⁷⁰ Термины из: Кувалдин В.Б. Глобальный мир: экономика, политика, международные отношения: учебное пособие. М.: Магистр, 2009. С.16; Baldwin R.E., Martin P. Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences // National Bureau of Economic Research (NBER). Cambridge. 1999. January. Working Paper Series 6904. P. 2-29.

⁷¹ Данные и расчеты по ним проводились на основе обзора сл. источников: Кувалдин В.Б. Указ. соч. С. 16; Historical Dataset of Institute For International Integration Studies. URL: <http://tcd.ie/iiis/>; Daudin G., Morys M., O'Rourke K.H. Globalization, 1870–1914 // Institute For International Integration Studies (IIS). 2008. May. Discussion Paper №250. P. 29, 33; Baldwin R.E., Martin P. Op. cit. P. 16, 19, 27; Historical Statistics for Economy: 1-2003 AD (copyright A.Maddison); Конотопов М.В., Сметанин С.И. Экономическая история: учебник. М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2012. С. 203-209.

⁷² Кувалдин В.Б. Указ. соч. С. 16; Clemens M.A., Williamson J.G. Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870–1913 // The Economic Journal (Royal Economic Society). 2004. April. №114. P. 333-334; Maddison A. The World Economy: A Millennial Perspective // OECD. 2001. P. 99; Ferguson N., Schularick M. The Empire Effect: the Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880–1913 // The Journal of Economic History. 2006. June. Vol. 66. №2. P. 284.

Экспорт товаров, в % к ВВП

	1820	1870	1913	1929	1950	1973	1985	1997	2003
США	2	2,5	3,7	3,6	3	5	5,2	11,6	9,6
Великобритания	3,1	12	17,7	13,3	11,4	14	14,8	28,8	25,4
Франция	1,3	4,9	8,2	8,6	7,7	15,4	13,4	22,2	22,4
Германия		9,5	15,6	12,8	6,2	23,8	17,8	27	32,9
Япония		0,2	2,4	3,5	2,3	7,9	11,3	10,8	11,8
Китай		0,7	1,4	1,7	1,9	1,1	2,3	23,1	32,5

Источник: Historical Statistics for Economy: A.Maddison (1995).

- миграционные потоки достигают огромных масштабов (за 1820–1920 гг. насчитывается около 50–60 млн. переселенцев). Странами-донорами являются в основном европейские государства (см. Приложение, табл. 1а, 1б).

Приведенные выше показатели свидетельствуют о том, что в кон. 1870-х – 1914 гг. резко повышается мобильность факторов производства и происходит перераспределение ключевых ресурсов в формирующемся пространстве взаимодействия субъектов экономической деятельности по обе стороны Атлантики.

Количественный финансово-экономический и социально-экономический рывок непосредственно связан с возникновением нового качества в финансовом секторе – элементов МФС и собственно ее зарождением. Все компоненты МФС начинают стремительно развиваться и становятся звеньями экономической системы. Лидирующие позиции в МФС занимает мировой фондовый рынок. Фондовые биржи возникают на каждом континенте: из Западной Европы и США они распространяются в Австралию, Новую Зеландию, страны Восточной Европы, Латинской Америки, Азии и Африки. В развитых государствах в основном функционируют несколько фондовых бирж, различающихся региональной спецификой или типами торгуемых ценных бумаг. Капитализация МФР в процентах к мировому ВВП в 1913 г. достигла 56%, аналогичный показатель по странам составил 109% – для Великобритании, 78% – для Франции, 45% – для Германии, 41% – для США, 49% – для Японии. Абсолютный показатель капитализации МФР в 1913 г. оценивался в 158 млрд. ф. ст., 28% от которого находились в иностранном владении. Отметим разделение в финансовых предпочтениях стран между работой на МФР и МКР, которое обозначилось в силу наличия свободы от повышенного государственного контроля над биржами в 1-ой группе суверенов (с англо-американской моделью финансового развития) и ее отсутствия – во 2-ой (некоторые страны континентальной Европы, государства Латинской Америки и Япония). В анализируемый период Великобритания являлась основным финансовым центром МФС, на долю которого приходилось около 40% оборота МФР. На Лондонской фондовой бирже торговались облигации более 50 стран мира

(включая колонии), в 1911 г. 48% всех обращающихся ценных бумаг составляли иностранные облигации. Общий объем иностранных активов в МФС в процентах к ВВП увеличился за 1870–1913 гг. с 6,9 до 17,5%. Основные валюты, использовавшиеся в рамках МФС, принадлежат Великобритании, Франции, Германии, Бельгии, Швейцарии, США⁷³.

К характеристикам периода 1860–1914 гг. можно отнести три важных факта:

1. *Естественное* нарастание первой «волны» глобализации (в том числе финансовой).
2. Ставка мировых игроков на либерализацию движения капитала и фиксацию валютных курсов (см. параграф 1.1, трилемму Обстфельда-Тейлора). Хелперин определил период 1870–1914 гг. как этап в истории МФС, когда в условиях фиксированных курсов и валютных привязок «национальной денежной политики не существует вовсе»⁷⁴.
3. Соблюдение ключевых принципов золотомонетного стандарта, ведущая роль фунта стерлингов, запуск механизмов «восстановления равновесия»⁷⁵ при возникновении несоответствия между платежами и поступлениями от внешнеторговых операций.

Следующая «ступень» эволюции МФС как системы характеризуется ингрессией (см. определение выше) и охватывает период с 1914 г. по настоящее время. Разделим этот временной интервал на ряд отрезков и обозначим особенности развития объекта исследования на каждом из них с помощью предложенного нами трехмерного анализа.

Рассмотрим первый этап 1914–1945 гг., циклический с позиции применения статистического классификатора. Он включает несколько исторических «отрезков».

Военные 1914–1918 гг. Характеризуются резким снижением мобильности международного капитала, ростом эмиссии и торговых барьеров, прекращением обмена валют на золото и его свободного вывоза, впервые в мировую практику входят валютные ограничения (и сохраняются примерно до середины 1920-х гг.). Л.Н.Федякина отмечает, что в данный период фиксируются важные структурные изменения: страны фактически негласно переходят к практике золотодевизного стандарта, а средствами мирового расчета служат английский фунт стерлингов, французский франк и доллар США⁷⁶. Мировой кредитный рынок продолжает функционировать, хотя этот процесс происходит с трудом и при использовании ограниченного количества инструментов. Повышается значение внешних займов для покрытия дефицита ликвидности. Штаты теперь играют роль основного кредитора и вкладчика: объем предоставленных союзникам кредитных ресурсов оценивается в 8,8 млрд. долл. (или 47% от общего объема кредитов), ПИИ за границу – в 3,9 млрд. долл. На 1919 г. 45% займов у США

⁷³ Статистика по данному абзацу приведена из сл. источников: Фергюсон Н. Указ. соч. С. 314-315; Michie R.C. The Global Securities Market: A History. Oxford University Press, 2006. P. 7-8, 45-150.

⁷⁴ Салерно Дж. Золото и международная валютная система. Вклад Майкла Хелперина. В сб.: Куряев А. (ред.) Указ. соч. С. 380.

⁷⁵ Там же.

⁷⁶ См.: Федякина Л.Н. Указ. соч. С. 29.

приходится на Великобританию, 29% – на Францию, 17% – на Италию. Из-за войны многие европейские биржи временно приостанавливали свою деятельность, однако функционирование МФР не прерывалось: например, за рассматриваемый период Нью-Йоркская и Шанхайская фондовые биржи работали на малых оборотах и при минимальных ценах в основном с акциями, в 1915 г. к ним присоединилась Лондонская фондовая биржа. Отмечается повышение уровня государственного контроля и регулирования на национальных фондовых рынках (к примеру, фактически фондовый рынок Франции в 1916 г. оказался закрыт для иностранных партнеров)⁷⁷. Таким образом, с 1914 г. период первой «волны» финансовой глобализации был прерван значительным внешним для МФС фактором – I Мировой войной.

Межвоенные 1919–1929 гг. Их отличительной чертой является уверенный рост индекса мобильности международного капитала (только до умеренного размера), перераспределение финансово-экономических ресурсов и смена позиций ведущих мировых игроков. США смогли сосредоточить у себя около половины мировых запасов золота и наряду с Японией увеличить национальное богатство (на 40% и 25% соответственно). Великобритания теперь вынуждена ежегодно тратить 40% государственного бюджета на выплату долгов при наличии ряда существенных внутриэкономических проблем (старение традиционных отраслей своего хозяйства, потери торгового флота и ослабевание связей с колониальными землями). Франция не только утратила статус мирового ростовщика, но и, несмотря на возврат Эльзаса и Лотарингии и получение 8 млрд золотых марок в качестве возмещения военного ущерба, причиненного Германией, оставалась целиком аграрной страной и с преимущественно старыми отраслями промышленности. Германия оказалась в крайне сложном положении: по условиям Версальского мирного договора, явившегося, по сути, закреплением послевоенного разделения сфер влияния государств, она должна выплатить репарации на сумму в 132 млрд. золотых марок, в 1919–1923 гг. в стране разразилась гиперинфляция. США с 1924 г. предлагали для Германии ряд планов (Дауэса и Юнга) по выдаче займов и дарованию финансовых уступок. Расчет был прост – помощи должнику своих должников и возместить собственные расходы⁷⁸.

Кроме того, официально устанавливается **Генуэзская мировая валютная система**, условно разделившая страны, главным образом, на два блока. Великобритания, Франция и США стали использовать **золотослитковый стандарт**, т.е. денежные банкноты подлежали размену только на золото в слитках определенного веса и пробы; Германия, Дания, Норвегия ввели **золотодевизный стандарт** – национальные валюты разменивались сначала на валюту других стран, а затем на золото. Так, вторая группа стран попала в зависимое положение от первой⁷⁹.

⁷⁷ Обзор статистических данных проводился на основе сл. источников: Фергюсон Н. Указ. соч. С. 116; Michie R.C. Op. cit. P. 155-168.

⁷⁸ См.: Конотопов М.В., Сметанин С.И. Указ. соч. С. 252.

⁷⁹ См.: Волгина Н.А. Указ. соч. С. 564-565; Рыбалкин В.Е. Указ. соч. С. 396.

Эти события стимулируют операции на МКР и МФР. Исследователи отмечают некую краткосрочную *случайную* «вспышку» в кон. 1920-х – нач. 1930-х гг. феномена «горячих денег», по их мнению, присущего обычно периоду глобализации⁸⁰.

Подчеркнем, что изменения затронули каждый элемент МФС. Прежде всего, были подорваны позиции таких ключевых мировых финансовых центров как Лондон, Париж и Амстердам. При этом в МФС растет значимость США, уверенно конкурирующих с Великобританией почти во всех финансовых сферах. В ряде стран продолжает нарастать степень государственного контроля над фондовыми биржами (например, в Мексике и Турции в 1928–1929 гг.). Однако Н.Фергюсон и Р.Миши отмечают, что, несмотря на многочисленные возникшие вследствие войны проблемы МФС, мировые финансовые рынки оказались «живучими». С 1919 г. на первый план выходит мировой рынок облигаций, который сыграл важную роль в послевоенном экономическом восстановлении (большое значение имели облигации государственного займа). К примеру, оборот облигаций на фондовых биржах в Торонто и Монреале увеличился с 6 млрд. долл. США в 1913 г. до 132 млрд. долл. в 1919 г. Кроме того, к 1920-м гг. четко обозначилась наглядная связь между МКР и МФР: банки продолжительное время брали кредиты под залог ценных бумаг, и потрясения на американском, японском и европейских фондовых рынках практически незамедлительно сказывались на работе банковских посредников. В указанный период времени растет активность фондовых рынков латиноамериканских и азиатских стран: к примеру, количество компаний, представленных на Шанхайской фондовой бирже, увеличилось с 97 до 113 в 1920-х гг.⁸¹

1929–1939 гг. – период мирового кризиса в МФС, антикризисных и восстановительных мер.

Причины Великой Депрессии условно можно разделить на мировые и локальные. К первой группе относятся финансовые («наследие» I Мировой войны – опасное по своим масштабам и четкости разделение государств на чистых кредиторов и должников) и валютные (борьба стерлингового, долларового и золотого блоков). Среди внутренних американских причин кризиса выделяются такие события, как снижение процентных ставок (1927 г.) для оказания помощи Великобритании в поддержке переоцененного фунта, смягчение ФРБ Нью-Йорка кредитных ограничений (1929 г.) в рамках осуществления программы создания открытого рынка, а затем роковая ошибка ФРС США – «великое сжатие» предложения денег (более чем на 25%); спекулятивный «бум» на фоне распространения биржевого кредита и роста инвестиционных трестов, перегрев экономики и схлопывание финансовых «пузырей»⁸².

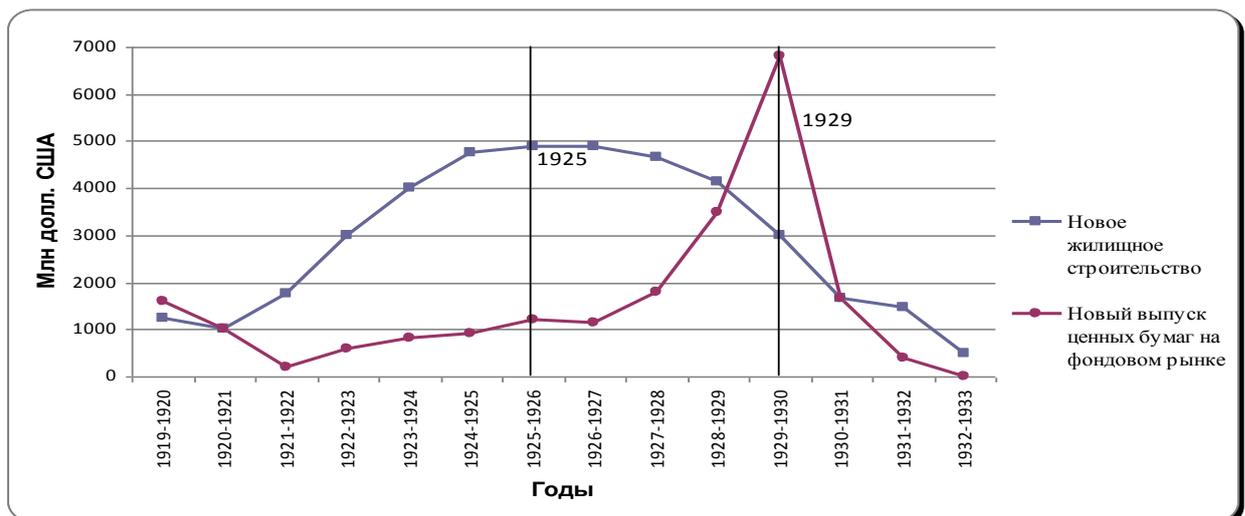
⁸⁰ См.: Федякина Л.Н. Указ. соч. С. 33-34; Аникин А.В. История финансовых потрясений. Российский кризис в свете мирового опыта. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2009. С. 215-216.

⁸¹ См.: Фергюсон Н. Указ. соч. С. 116; Michie R.C. Op. cit. P. 156-176.

⁸² См.: Киндлбергер Ч., Алибер Р. Указ. соч. С. 242; Friedman M. The Optimum Quantity of Money / The Optimum Quantity of Money and Other Essays. Chicago: Aldine, 1969. P. 97; Аникин А.В. Указ. соч. С. 178-180; Мишкин Ф. С. Указ. соч. С. 507.

Проанализируем последний из перечисленных выше блок внутренних причин зарождения и распространения Великой Депрессии в мировой экономике. Обратимся к рис. 2, иллюстрирующему динамику «пузырей» в США и важном сегменте МФР.

Как отмечает И.Н.Уайт, локальный «пузырь» на американском рынке недвижимости середины 1920-х гг. оказывается несправедливо «забытым эпизодом» истории финансов⁸³. Однако именно он вследствие запуска межотраслевого перетока финансовых ресурсов стал «предвестником» последующего фондового «пузыря» (1927–1929 гг.), последствия которого благодаря масштабам и характеру развития экономики США проникают на рынки около 30 стран мира и негативно отражаются на функционировании всего МФР. По сути, в создании двух последовательных «пузырей» участвовали национальные и мировые в меньшей степени кредитный и – чуть позже – в большей мере фондовый рынки. Кредитный «бум» (объемы выдаваемых коммерческими банками и страховыми компаниями краткосрочных ипотечных кредитов выросли в анализируемый период на 76% и 79% соответственно) и последующее схлопывание «пузыря» на рынке недвижимости в США привели к дальнейшему перетеканию финансовых ресурсов на фондовые рынки. Ч.Киндлбергер и Р.Алибер также указывают на важность процессов 1920-х гг., поскольку впервые в мировых масштабах начали постепенно проявляться результаты «неустойчивости кредита»⁸⁴. Подобный финансовый феномен основан на психологии инвесторов: банковские и небанковские посредники охотно кредитуют наиболее успешные с точки зрения максимизации прибыли отрасли и резко останавливают свою активность (или «переключаются» на других партнеров) в случае нарастания взаимных финансовых проблем.



Источник: Historical Statistics NBER; White E.N. Op. cit. P. 2.

Рисунок 2 – «Пузыри» 1920-х гг.

⁸³ White E.N. The Great American Real Estate Bubble of the 1920s: Causes and Consequences // Rutgers University, NBER. 2008. October. Preliminary Paper. P. 1-11.

⁸⁴ См.: Киндлбергер Ч., Алибер Р. Указ. соч. С. 146-150.

Кризис охватил в первую очередь финансовую сферу мировой экономики. Индекс мобильности капитала снова резко снижается. В США отмечаются массовые банкротства банков (примерно 10 000 случаев). В декабре 1930 г. финансовое фиаско *Bank of the United States* с депозитами в 200 млн долл. США стало главным финансовым потрясением. Если в предкризисный период поведение игроков на фондовом рынке объяснялось эйфорией от успехов сделок, стимулирующей финансовый «бум», то в 1930–1933 гг. общим психологическим лейтмотивом становится такая форма социального самоконтроля, как страх⁸⁵. К 1932 г. американский фондовый рынок обвалился на 89% по сравнению с показателями 1929 г., нарастает вереница банковских паник. С 1931 г. страны начинают девальвировать валюты. Банковский и валютный кризис раскручиваются и подпитывают друг друга (см. параграф 1.1, примеры моделей двойных кризисов). Финансовые проблемы посредством МФР и в меньшей степени МКР стремительно распространяются в Бельгию, Британию, Канаду, Китай, Францию, Германию, Италию, Мексику, Нидерланды, Новую Зеландию, Испанию, Швецию и Швейцарию.

Негативные последствия Великой Депрессии оказываются значительными, поскольку финансовый кризис перетекает в экономический. В 1932 г. по сравнению с 1929 г. промышленное производство в США упало почти в половину, доля безработных среди трудоспособного населения составила 25%, экспорт в долларовом выражении снизился на 80%. В Великобритании за тот же период времени промышленное производство сократилось на 18%, в Германии – на 29% при 11% безработных. За 1929–1932 гг. мировые показатели по производству промышленных товаров и внешней торговле снизились на 40% (без учета СССР) и 60% соответственно⁸⁶. Динамика ВВП ведущих стран также отражает негативное влияние кризиса (см. Приложение, рис. 3–4). Неудивительно, что многие государства прибегли к активным протекционистским мерам (см. Приложение, табл. 2).

Отдельного анализа заслуживает крайне нестабильный мировой валютный рынок начала 1930-х гг., на «площадке» которого развернулись настоящие валютные «войны». В условиях Великой Депрессии и резкого снижения доверия между контрагентами в рамках МВС появилось несколько соперничающих «кругов». Наиболее активными оппонентами стали долларовый блок (США, Канада), золотой «клуб» (Франция, Нидерланды, Бельгия, Швейцария) и стерлинговый блок (Великобритания и ее торговые партнеры). Страны, следуя логике «разори соседа» (*beggars-ty-neighbour*), наперебой девальвировали валюты и вводили

⁸⁵ Об «эпидемии страха» писали Friedman M., Schwartz A.J. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton University Press, 1963. 888 pp.

⁸⁶ Лойберг М.Я. *История экономики: учебное пособие*. М.: ИНФРА-М, 2003. С. 91-93; Аникин А.В. *Указ. соч.* С. 187, 209.

дискриминационные ограничения с целью получения конкурентных экспортных преимуществ⁸⁷.

Однако в МФС наблюдались и ингрессионные изменения. Прежде всего, в структурную цепочку в ответ на Великую Депрессию включается **Банк международных расчетов (БМР)** – старейшая из всех международных валютно-финансовых организаций (штаб-квартира в Базеле). Помимо большинства стран Западной и Северной Европы, в него вошли США, Канада, Япония, Австралия и Южная Африка. БМР организован наподобие акционерного общества с собственным капиталом, который насчитывал 1500 млн. золотых франков. БМР становится площадкой для сотрудничества и обслуживания центральных банков, крупным координационным центром. Отметим, что эта организация не обладает законодательной властью: выработанные им рекомендации воплощаются в жизнь только согласно собственным предпочтениям каждой страны, чьи интересы они затрагивают⁸⁸.

Для борьбы с кризисом в каждой стране разрабатывались свои ответные действия (например, «Новый курс» Рузвельта в США и закон Гласса-Стигалла о запрете совмещения финансовыми учреждениями в рамках своей деятельности банковских и иных финансовых услуг, прямое государственное управление и милитаризация производства в Германии). В условиях жесткого финансового регулирования и валютных ограничений⁸⁹ в МФС благодаря БМР появляется клиринговый механизм, позволяющий оказывать услуги по взаимному беспроцентному кредитованию.

Военные 1939–1945 гг. Период очередного потрясения для МФС, характеризующийся минимальной за 1860 – 2000-е гг. мобильностью капитала, закреплением лидерских позиций США (страна продолжает исполнять функции кредитора, кроме того, ее заработок на поставках по ленд-лизу оценивается примерно в 46 млрд. долл.).

В анализируемый военный и далее в послевоенный периоды также действовали валютные ограничения (наиболее жесткие примерно до 1955 г.) в целях регулирования потоков финансового капитала, переводов и платежей, экспортно-импортных операций и т.п. В Великобритании в годы II Мировой войны иностранная валюта в обязательном порядке подлежала продаже государству. При обмене валюты нередко использовались пределы «свободных квот» и национальные «разрешающие печати» (например, в Австрии).

⁸⁷ Приведем два примера. Франция девальвировала франк для привлечения в свою экономику золота из других стран. В 1933–1934 гг. США провели девальвацию доллара, к 1936 г., когда многие страны также провели данную процедуру о своими национальными валютами, курсы были приведены к уровню 1930 г.

⁸⁸ Обзор истории и структуры БМР подготовлен на основании см.: Пебро М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения. М.: Прогресс, Универс, 1994. С. 19-21.

⁸⁹ Яркими примерами стран, в которых применялось жесткое валютно-финансовое регулирование, были Германия и Австрия 1930-х гг. В июле 1931 г. в Германии вводится валютный контроль, и закрываются фондовые биржи. Оба государства делают ставку на защиту национальных финансовых систем и полагаются, главным образом, на кредитную сферу и межбанковское взаимодействие. См.: Michie R.C. Op. cit. P. 186-188.

По оценкам ряда исследователей, развитие «эры» финансовой протоглобализации «обрывается» именно в этот период. Однако справедливо ли говорить о разрушении МФС в ходе II Мировой войны? На наш взгляд, ответ на данный вопрос является отрицательным, поскольку существуют прямые доказательства системного сохранения⁹⁰. Приведем некоторые из них. Во-первых, по оценкам ученых, несмотря на повышенный государственный контроль и ограничительные условия для национальных кредитных и фондовых рынков, их замкнутость и сосредоточение на внутренние потребности (все перечисленное в большей степени относится к европейским странам), работа МКР и МФР продолжалась и весомая ее доля приходилась на неофициальную сферу мировой экономики. Более того, вырос оборот внебиржевых торгов ценными бумагами. В литературе эти процессы иногда называют «нерегулируемой конкуренцией»⁹¹. Во-вторых, большинство фондовых бирж продолжали свою деятельность или быстро ее возобновляли (например, Лондонская фондовая биржа закрылась всего на неделю в 1939 г.). В-третьих, хотя европейские фондовые рынки и потеряли весомую часть своих международных связей, они продолжали работу с ценными бумагами партнеров из Латинской Америки, Южной Африки и Азии (в течение войны для поддержания взаимодействия в рамках МФР со стороны одной только Великобритании было направлено около 4 млрд. ф. ст.). Проводились торги с участием долларовых ценных бумаг. Нейтральная и необремененная повышенным государственным регулированием Швейцария также активно участвовала в поддержании МФР. Например, общее количество торгуемых на Мексиканской фондовой бирже акций при участии европейских капиталов увеличилось за 1938–1945 гг. в 20 раз. С 1943 г. в рамках МФР растет активность Индии⁹². Можно говорить о том, что финансовая активность несколько сместилась и вышла на «площадку» третьих стран. Наконец, в 1944 г. происходят ингрессионные изменения в МВС – вводится **Бреттон-Вудская мировая валютная система, или золотовалютный стандарт**. Принципы обновленной МВС сводились к следующему⁹³:

- сохранение роли мировых денег за золотом;
- закрепление функции резервных валют за долларом США и английским фунтом стерлингов;
- установление свободного обмена доллара США на золото (только для иностранных правительств и центральных банков) по фиксированному паритету, а именно 35 долл. за тройскую унцию;
- признание возможности для изменений валютных паритетов (девальвация/ревальвация) в критических ситуациях (свыше 10% – по согласованию с МВФ);

⁹⁰ Обзор данных проводился на основании сл. источника: Michie R.C. Op. cit. P. 205-215.

⁹¹ См.: Michie R.C. Op. cit. P. 208.

⁹² См.: Michie R.C. Op. cit. P. 209-213.

⁹³ На основе классификации принципов, предложенной в см.: Волгина Н.А. Указ. соч. С. 566; Рыбалкин В.Е. Указ. соч. С. 396-397.

- наличие возможности лишь для минимального колебания рыночных обменных курсов в рамках официально определенных паритетов – не более чем на 1% в любую сторону (осуществление жесткой привязки национальных валют к доллару США);
- учреждение специализированных организаций-хранительниц стабильности и устойчивости МВС – **Международного Валютного Фонда (МВФ)** и **Международного банка реконструкции и развития (МБРР)**;
- проведение обмена валют в соответствии с валютными паритетами, определенными в долларах США и золоте, а также обязательно согласованными в МВФ.

Фактически принималось решение использовать несколько видоизмененный и общий золотодевизный стандарт. При этом Бреттон-Вудские соглашения *де-юре* оказались *первым и единственным в истории документально признанным и юридически оформленным подтверждением мирового лидерства двух стран – США и Великобритании*. Однако *де-факто* основные позиции в МФС принадлежали только США. Отныне Штаты не только определяют мировое предложение денег, но и продолжают выступать в роли мировой опоры (предлагается план Маршалла для поддержания функционирования и укрепления платежеспособности европейских стран⁹⁴). Более того, США постепенно обретают статус главного финансового центра МФС, смещая Лондон на второстепенные позиции. За период II Мировой войны Штаты активно работали через МКР и МФР с иностранными партнерами, например, из Канады, с которой удобно было связываться по телефону, и Южной Африки; содействовали биржевым (77% от общего объема) и внебиржевым (23%) облигационным торгам (данные приведены на начало 1940-х г.) и т.д.⁹⁵

Особое внимание следует уделить созданным в 1944 г. международным валютно-финансовым организациям как важным структурным связующим звеньям МФС. К ним относятся МВФ и МБРР. На Фонд возлагалась большая ответственность – выполнение функции стабилизатора в мировой валютной системе (решение проблем, связанных с платежными балансами, поддержание фиксированных курсов валют, кредитование при необходимости при условии соблюдения его рекомендаций). МБРР или **Мировой банк** создавался, главным образом, для оказания помощи западноевропейским странам, которым необходимо было ускорить послевоенное общеэкономическое восстановление. В дальнейшем его функции существенно трансформировались.

Проанализированный выше интервал 1914–1945 гг. в терминах А.А.Богданова получает название «некардинальная ингрессия №1», поскольку не происходят *естественные* изменения в количестве элементов МФС и качестве ее работы, а также не обнаружен скачок индекса

⁹⁴ По разным оценкам сумма по плану оставила 13–22 млрд долл., с преобладанием выплат в виде субсидий.

⁹⁵ См.: Michie R.C. Op. cit. P. 214.

мобильности международного движения капиталов в область высоких значений, но следующим образом трансформируются условия ее функционирования:

1. Низкая мобильность международного капитала объясняется *неестественностью* природы изменений, произошедших в результате воздействия на МФС и мировую экономику в целом таких мощных внешних факторов, как мировые войны. Первая из них, согласно статистике, «выбила» развитие системы из глобального тренда и отбросила трансформацию МФС в глобальную форму финансового взаимодействия почти на 100 лет, вторая – прервала развитие Великой Депрессии и деформировала нечетко обозначившиеся после 1933 г. восстановительные процессы⁹⁶. Эти события в истории исследуемого объекта отражены как замедление скорости происходящих в нем процессов и сужение потоков капитала.
2. Структурные изменения, выраженные в форме установления Генуэзской и Бреттон-Вудской МВС, свидетельствуют о том, что МФС пыталась приспособиться к новым внутренним и внешним условиям.
3. МФС испытала мощное внутреннее потрясение – Великую Депрессию. На наш взгляд, этот финансово-экономический кризис XX в. стал, с одной стороны, определенным внутренним ответом МФС на сложившиеся внешние условия, с другой стороны, возник в ходе нарастания системных противоречий. При этом наблюдаются ингрессионные изменения в МФС, выраженные в форме борьбе за выживание, например, через создание первой мировой валютно-финансовой организации и внедрение международного клиринга. Конъюгационный характер кризиса проявляется в его очищающем воздействии: удаляются неэффективные институты, разрушаются хрупкие «пирамидальные»⁹⁷ конструкции, производится попытка ослабить финансовый моноцентризм США, создан карт-бланш для существенных преобразований МФС.
4. Неожиданное возникновение в краткосрочной перспективе феномена «горячих денег», как правило, присущее периоду финансовой глобализации, служит доказательством того факта, что МФС является активной жизнеспособной системой.
5. В терминах трилеммы Обстфельда-Тейлора указанный период времени условно разделяется на три отрезка: попытка восстановить и продлить золотой стандарт, постепенный отказ от этой идеи, и примерно с кон. 1930-х гг. следует отказ и от свободного движения капитала.
6. Как уже отмечалось выше, Вторая мировая война явилась неестественным внешним фактором, послужившим причиной окончания финансовой протоглобализации. Однако подчеркнем, что I и II Мировые войны, совокупные материальные потери (без учета России

⁹⁶ Аналогичная идея о ходе Великой Депрессии выдвигается Б.Бернанке в сл. его работе, см.: Bernanke B. Essays on the Great Moderation. Princeton University press, 2004. 320 pp.

⁹⁷ Термин А.В. Аникина, см.: Аникин А.В. Указ. соч. С. 177.

и СССР) от которых составили примерно 80 и 200 млрд. долл. соответственно⁹⁸, на наш взгляд, не привели к разрушению мировой финансовой системы во многом благодаря непрерывным процессам интернационализации. Все компоненты МФС сумели определенным образом трансформировать процессы своего функционирования в целях внутреннего самоподдержания.

Второй ингрессионный интервал 1945–1971 гг. связан с очередными некардинальными изменениями (см. определение выше) в МФС. После процессов 1914–1945 гг. главной целью развития МФС было не возвращение к довоенному ходу развития мировых финансовых рынков, а создание новой институциональной базы международных финансовых отношений, основанной на увеличении роли государства и международных валютно-финансовых организаций в мировой экономике. Таким образом, в терминах естественных наук, предполагалось, что системный «организм» должен эволюционировать под всесторонним и разноуровневым жестким контролем ради общей финансовой стабильности. Приведем несколько конкретных примеров.

В течение рассматриваемого «отрезка» времени создается большое количество международных валютно-финансовых организаций и объединений и расширяются функции уже существующих институтов. Предназначение Мирового банка меняется – с середины 1950-х – 1960-х гг. основной задачей этой организации становится оказание посильной помощи развивающимся странам в виде предоставления им долгосрочных целевых ссуд (например, на строительство дамб, дорог и т.п.), иная финансовая поддержка и консультирование. МБРР постепенно обрастает несколькими структурами филиального типа и вместе с ними образует **Группу Мирового банка. Международная финансовая корпорация (МФК)**, созданная в 1956 г., призвана содействовать развитию частного сектора в странах «третьего мира» путем привлечения национальных и иностранных инвестиций, а также предоставления в пользование средств собственных фондов. **Международная ассоциация развития (МАР)** основана в 1960 г. с целью помощи в решении проблем самых бедных государств. Визитной карточкой этой международной организации становится предоставление привилегированного (по срокам и условиям погашения) льготного кредитования. МБРР также обладает финансовыми источниками в форме собственного капитала. Таким образом, Группа Мирового банка в некотором роде замещает МФР и МКР для развивающихся стран (что соотносится с идеей кейнсианской теории).

Однако практика МБРР и МВФ вовсе не является школой гуманизма. Всемирный банк предоставляет средства исключительно платежеспособным заемщикам и в основном на предварительно оцененные высокорентабельные проекты. Система взвешенного голосования в

⁹⁸ См. оценки: Michie R.C. Op. cit. P. 214.

этих организациях ставит в особо привилегированное положение развитые страны⁹⁹. На уровне органов управления также обнаруживается подобное превосходство: в Директорате МБРР – 5 из 20, в Совете МВФ – 6 из 22 мест были «забронированы» для весомых участников, равно как и кресла персон, осуществляющих общее руководство деятельностью организаций (американец – в МБРР, европеец – в МВФ). Кроме того, Фонд руководствовался правилом: лучше загнать ту или иную страну в рецессию, чем не удержать валютный курс в фиксированном состоянии.

Созданные международные валютно-финансовые организации тесно взаимодействуют между собой. МВФ и МБРР вошли в «семейство» **Организации Объединенных Наций (ООН)** в 1947 и 1945 гг. соответственно. В 1964 г. в рамках ООН возникает ЮНКТАД (Конференция по торговле и развитию), которая стремится учитывать, прежде всего, требования и желания развивающихся стран в финансовых и торговых вопросах. Кроме того, в 1962 г. создается **Международная федерация фондовых бирж** для содействия развитию МФР.

Наряду с валютно-финансовыми создается ряд организаций (Организация европейского экономического сотрудничества, осуществлявшая план Маршалла и организовавшая Европейский платежный союз) и неформальных объединений («Группа Десяти», Парижский клуб кредиторов) и Генеральное соглашение по тарифам и торговле, которые опосредованно воздействуют на МФС и напрямую влияют на процессы, происходящие в мировой экономической системе в целом¹⁰⁰.

Таким образом, международные банковские и валютно-финансовые организации были призваны выполнять три ключевые функции: привнесения контрольно-регулирующего начала в МФС (в основном через МВС), формирования «площадок» для переговоров и налаживания сотрудничества, а также сбора и обработки информации, анализа валютно-финансовой статистики и предоставления рекомендаций для решения экономических проблем.

Продолжалось развитие элементов МФС. В рамках МВР в кон. 1950 – нач. 1960 гг. постепенно создается рынок евродолларов. По мнению В.К.Бурлачкова, страны сознательно пошли на этот шаг с целью преодоления «долларового голода», связанного с дефицитом платежных балансов большинства государств. Возникновению евродолларов, на его взгляд, способствовал ряд событий, таких как перевод долларовых депозитов СССР на счета заграничных банков из Штатов в Европу (как одно из финансовых последствий оформления биполярного мира), запрет 1957 г. на использование национальной валюты Великобритании для

⁹⁹ В рассматриваемый период в МБРР США имели 19,42% голосов, Япония – 5,52%, ФРГ – 5,49%, Франция и Великобритания – по 5,27%, таким образом, пять государств вместе располагали более чем 40% голосов.

¹⁰⁰ Данные и анализ структуры и истории всех перечисленных международных организаций приведены на основе см.: Пейро М. Указ. соч. С. 8-22.

кредитования сделок с нерезидентами и ограничение ставки процента по депозитам в США¹⁰¹. Евровалюты получили название «оффшорные» или «средства без гражданства», поскольку они представляют собой банковские депозиты, номинированные в любой свободно обращающейся валюте, размещенные за пределами «родной» страны-эмитента и выведенные из-под национальной юрисдикции¹⁰². Основная задача евровалют состояла в том, чтобы помочь капиталу США обойти существующие ограничения и проникнуть в Европу. Бурное развитие евровалютного сегмента МВР происходило в 1960-х – 1970-х гг. с появлением нефтедолларов, затем с формированием оффшорных и международных банковских зон.

С кон. 1970-х гг. постепенно нарастает новый виток ингрессии. Определим его причины. Прежде всего, поменялись задачи развития МФС и отношение к мировым финансовым рынкам. Курс был выбран на восстановление процессов финансовой глобализации, повышение мобильности международного капитала и экономический рост. Эти идеи имели наиболее активную поддержку со стороны США, Великобритании и Швейцарии.

К тому же назревали соответствующие структурные изменения в МВС, поскольку ощущалась необходимость ухода от системы фиксированных валютных курсов. Существенным, на наш взгляд, оказалось проявление проблемы, отраженной в моделях кризисов первого поколения (см. параграф 1.1). Уже в эпоху классического золотого стандарта довольно часто возникали спекулятивные атаки на национальные валюты (например, США, 1894–1896 гг.) и финансовые коллапсы (США, 1873 и 1907 гг.; Канада, 1907 г.)¹⁰³. Даже при умеренной мобильности капитала в 1970-х гг. возникали случаи спекулятивных атак, связанных с распадом Бреттон-Вудской МВС, которая не справилась со своими контрольными и регуляционными обязанностями. Согласно ее правилам, смена курсов валют допускалась только тогда, когда страна сталкивалась с так называемым «фундаментальным дисбалансом»¹⁰⁴ (устойчивым дефицитом/избытком, наличие которого доказывалось при анализе платежного баланса). Если национальная валюта оказывалась переоцененной (как в случае с долларом США), то для удержания фиксированного валютного курса центральный банк должен скупать национальную валюту, пуская в ход свои резервы, что вызывает ее девальвацию. Однако государство с резервной валютой лишается такой возможности. В ситуации с «дефицитными» США МВФ не смог справиться со своими стабилизационными обязанностями и убедить «избыточные» страны в необходимости повышения их валютных курсов. В итоге, к 1960-м гг. назрело мощное системное противоречие в структуре МФС, требующее разрешения.

¹⁰¹ Бурлачков В.К. Институциональные механизмы и факторы устойчивости денежно-кредитной системы: национальный и международный уровень. Отв. ред. д.э.н. В.К.Бурлачков, д.э.н. М.Ю.Головнин. М.: ИЭ РАН, 2012. С. 61.

¹⁰² Определение сформулировано на основе сл. источника: Федякина Л.Н. Указ. соч. С. 185.

¹⁰³ По данным см.: Федякина Л.Н. Указ. соч. С.26.

¹⁰⁴ См.: Мишкин Фр. С. Указ. соч. С. 565-566.

Подведем итоги исследования «ступеней» эволюции МФС и на основе этого сформулируем ее определение. Мировая финансовая система – это одновременно:

- целостный комплекс трех компонент, а именно мировых финансовых рынков (валютного, банковских услуг и фондового), и их структурных связей. Важную роль для мирового межрыночного сотрудничества играют мировая валютная система и международные валютно-финансовые организации.
- форма организации международных финансовых отношений, основными участниками которых являются национальные банки, государства, международные валютно-финансовые организации; обслуживающая и системообразующая составляющая мировой экономики.
- особое образование, возникшее в ходе развития и тесного взаимодействия национальных финансовых систем (включающих в свой состав централизованные и децентрализованные финансы, национальные банковские системы и сети других финансовых посредников). Р.Миши отмечает, что в 1840-х – 1850-х гг. такие крупные финансовые центры как Амстердам, Лондон и Париж не только тесно связывали между собой национальные финансовые системы Голландии, Великобритании и Франции, но и участвовали в образовании единого мирового фондового рынка. До 1840 г. в рамках зарождающегося МФР обращались преимущественно государственные долговые ценные бумаги: в Париже в основном торговались испанские и итальянские облигации, во Франкфурте – австрийские. К 1838 г. Великобритания владела корпоративными акциями и облигациями США, оцениваемыми примерно в 20 млн. долл. К началу эпохи «протоглобализации» широко распространились операции с долевыми ценными бумагами¹⁰⁵.

В истории зарождения и эволюции исследуемого объекта с помощью трехмерного анализа можно выделить ряд периодов. Этапы развития идентифицируются с помощью тектологического организационного и формального классификаторов. Четкие временные границы и сущностные характеристики определяются на основе поведения статистического показателя – индекса мобильности международного движения капитала. В ходе исследования установлено, что мировая финансовая система за время своего развития прошла три фазы: комплекссионную, конъюгационную и ингрессионную. Процессы зарождения системных компонент и оформления структуры протекают практически одновременно в течение 1860-х – 1914 гг., на период в 1880–1914 гг. приходится эволюция МФС и старт естественной финансовой и экономической протоглобализации с высоким уровнем мобильности капитала. Далее следует исторический «отрезок» времени вплоть конца 1970-х гг., в основном связанный с неестественными и некардинальными изменениями. I и II Мировые войны и конъюгационный

¹⁰⁵ Michie R.C. Op. cit. P. 68-69, 74, 79.

кризис (Великая Депрессия) – это «реквием» по финансовой глобализации, начало которой было отложено почти на сто лет.

По своему характеру МФС не отличается устойчивой внутренней стабильностью, что доказывает анализ на базе статистического и структурного классификаторов. Символом мировой финансовой системы становится «черный лебедь»¹⁰⁶, отождествляемый с неожиданным и масштабным по своим последствиям и глубине воздействия событием, предпосылки которого удастся выявить только после его возникновения.

1.3. Процесс перерастания МФС в глобальную форму финансового взаимодействия

В жизненной линии МФС выделяется еще один большой важный этап, охватывающий период с 1970-х гг. по настоящее время. Этот эпизод в истории объекта нашего исследования мы называем интервалом, в течение которого происходит трансформация МФС в глобальную форму финансового взаимодействия и развитие глобальной финансовой системы (ГФС). На основе предложенных нами классификаторов и данных рис. 1 и табл. 2 анализируемый период можно разделить на несколько интервалов. Кон. 1970-х – 1980-е гг. являются начальным отрезком времени, связанным с формированием предпосылок к смене эволюционной фазы и непосредственно стартом процесса кардинальной ингрессии, 1980-е – 1990-е гг. – этап зарождения ГФС, затем следуют предкризисные 2000–2007 гг. и «открытый» интервал развития системы с глобальным финансово-экономическим кризисом (с 2007 г. по настоящее время). В данном параграфе мы ограничимся исследованием первых двух временных «отрезков».

Сформулируем определение экономической глобализации, чтобы создать представление о рассматриваемом ингрессионном этапе и выявить его основные тенденции, а затем приступим к оценке изменений в МФС.

В исследовательской практике обнаруживаются различные варианты толкования глобализации, в нашей трактовке данное понятие вбирает в себя целый комплекс следующих явлений и процессов:

- интеграцию – объективный, осознанный и целенаправленный или спонтанный процесс постепенного сближения, взаимопроникновения и сращивания национальных

¹⁰⁶ Термин и гротескный образ, впервые используемый в литературе см.: Талей Н.Н. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости. М.: КоЛибри, Азбука-Аттикус, 2012. С.14.

хозяйственных систем на основе устойчивых экономических связей и международного разделения труда, а также наличия предпосылок для внутренней саморегуляции и развития¹⁰⁷;

- универсализацию, или придание процессам и явлениям стандартности, одинаковости, распространения широты и многосферности охвата;
- процесс создания глобальных рынков (товаров и услуг, факторов производства, особенно выделим глобальные финансовые рынки), а также формирование на различных уровнях финансово-экономических институтов и систем, исполняющих контрольно-регулирующие функции¹⁰⁸.

Отметим, что такие исторические феномены как вестернизация (заимствование/имитация каких-либо западных формальных и неформальных институтов, стиля жизни и т.п. другими странами), либерализация («процесс расширения и углубления свободы вхождения субъектов хозяйственной деятельности во взаимные технологические, организационные, производственные, торговые, финансовые и инвестиционные связи»¹⁰⁹) и интернационализация (создание и укрепление экономических связей между странами; процессы экономического сближения, о наличии которых свидетельствует увеличение форм международного сотрудничества, частоты и потоков перемещения основных факторов производства¹¹⁰) рассматриваются нами как предпосылки глобализации.

Датирование начала глобализации является довольно спорным вопросом и обычно производится исходя из специфики авторской позиции (например, В.Б.Кувалдин выделяет семь различных точек зрения на эту проблему¹¹¹). В данной диссертации предполагается, что хронология глобализации отсчитывается с кон. 1970-х – 1980-х гг. При этом на основании объективных предпосылок было признано существование этапа, названного протоглобализацией. Коренное различие между этими явлениями состоит в том, что глобализация второй «волны» – это, по сути, возобновившийся процесс, с новым балансом сил и составом ключевых игроков, а также окончательной «смертью дистанций»¹¹².

Экономическая глобализация в качестве важнейшей составляющей включает в себя и финансовую. Перейдем к анализу ингрессионных процессов в МФС и этапа ее перехода на глобальную фазу своего жизненного цикла. Для удобства анализа разделим факторы,

¹⁰⁷ Сформулировано на основе сл. источника: Рыбалкин В.Е. Указ. соч. С. 276.

¹⁰⁸ В данном случае при формулировке определения глобализации мы не даем оценку успешности конструирования систем контроля и регулирования в мировой экономике, а указываем исключительно на потребность в их наличии.

¹⁰⁹ Колодко Г.В. Указ. соч. С. 135.

¹¹⁰ Сформулировано на основе сл. источника: Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. М.: ИНФРА-М, 2006. 495 с.

¹¹¹ См.: Кувалдин В.Б. Указ. соч. С. 14.

¹¹² См. Baldwin R.E., Martin P. Op. cit. P. 2.

определившие характер очередного витка ингрессии МФС, на два типа – количественные и качественные. Фактически продолжим придерживаться «старой» схемы исследования, но на этот раз будем использовать непрерывную логическую цепь «качественные-количественные-качественные» изменения.

Итак, проведем анализ в хронологическом порядке. Во-первых, кон. 1960-х – 1970-е гг. отметились в истории МФС важным структурным изменением – крахом Бреттон-Вудской системы и установлением новой Ямайской МВС, в основу которой были положены следующие принципы¹¹³:

- золото фактически превращается в товар (его цена должна отныне формироваться под воздействием спроса и предложения), помимо средства накопления теряет свои ключевые денежные функции (меры стоимости, средства платежа, мировых денег, средства обращения). Оно не подлежит больше размену на доллары США для ЦБ и правительств, проводится его демонетизация.
- роль мировых денег играют национальные валюты (прежде всего – доллар США).
- странам предоставляется возможность выбора подходящего им режима валютного курса (любой разновидности фиксированного, «привязанного» или плавающего курса, см. Приложение, рис. 5).
- вводится новый актив МВФ (1-ая поправка к Уставу МВФ от 1969 г.) – специальные права заимствования (СДР).
- изменяются функции МВФ¹¹⁴: изначальные полномочия Фонда утрачиваются или корректируются (происходит сокращение нормативных функций), вводятся новые установки – осуществление комплексного надзора и наблюдательных функций в отношении проводимой странами валютной политики, укрепление сотрудничества с международными организациями и углубление взаимодействия с МБРР, подчеркивается отсутствие дискриминации в отношении всех стран-членов¹¹⁵.

Таким образом, вводились структурные изменения, связанные с разрешением использования плавающих валютных курсов. Эта мера в совокупности с постепенной отменой валютных ограничений и активностью всех компонент МФС (примеры которой будут приведены ниже) была направлена на достижение общей экономической цели, состоящей в возрождении глобализационных финансовых процессов.

¹¹³ На основе классификации принципов, предложенной в см.: Волгина Н.А. Указ. соч. С. 568.

¹¹⁴ Изменения отражены в сл. документах: «Руководящие принципы 1977 г. о надзоре за политикой в области валютных курсов», 2 поправка к Уставу МВФ от 1978 г.

¹¹⁵ Обзор базовых документов МВФ проводился на основании сл. источников: Смыслов Д.В. Реформирование Международного валютного фонда: проблемы и решения. Регулятивные аспекты // Деньги и кредит. 2012. №1. С. 38; www.imf.org.

Во-вторых, МФС пополняется новыми компонентами, т.е. в терминах тектологии в системе произошел «прогрессивный подбор»¹¹⁶. В состав системных элементов вошел **мировой рынок финансовых инноваций (МРФИ)**. Пробразы подобных финансовых продуктов известны еще с XII в. и получили распространение в XIX в., однако мировой рынок современных производных ценных бумаг возник и начал свое развитие именно с 1970-х гг., когда сформировался целый комплекс перечисленных ниже причин для его появления. Прежде всего, с крушением системы фиксированных валютных курсов возросла потребность в страховании от увеличившихся валютных рисков. Кроме того, изменения в монетарной политике Федеральной резервной системы США 1979 г. привели к повышению волатильности процентных ставок, поэтому возник спрос на деривативы, снижающие риски колебаний ставок процента. К тому же позже в 1990-х гг. весомую роль в стимулировании развития производных ценных бумаг сыграли инновации в теории финансов (исследования в области цен опционов, формирования и управления структурой инвестиционного портфеля, компьютерные технологии) и участвовавшие кризисы в развивающихся странах с высоким кредитным риском. Цель МРФИ заключается в осуществлении действий по снижению транзакционных издержек, а также сокращению или нивелированию различного рода рисков (хеджированию). Инновационные финансовые продукты подразделяются на следующие виды: гибкие форвардные контракты, фьючерсы с минимальными рисками уклонения контрагентов от выполнения обязательств и высокой рыночной ликвидностью, опционы и свопы, позволяющие работать по макросхемам, кредитные производные ценные бумаги. В рамках МРФИ финансовые инновации реализуются либо на специальных торговых площадках (биржах), либо путем договорных контрактов (внебиржевая торговля, OTC). Второй способ реализации в рамках рассматриваемого периода оказался доминирующим. Взаимосвязанную классификацию финансовых деривативов можно проводить и по виду базового актива, цена которого закладывается в основу стоимости контрактов (см. Приложение, табл. 3).

Итак, отныне МФС состоит уже из четырех базовых компонент, активности которых сонаправлены. Кроме того, продолжается усложнение структуры системных элементов: например, появляются новые сегменты существующих глобальных финансовых рынков (такие как инвестиционный банкинг), и постепенно трансформируется евровалютный сегмент, постепенно «растворяясь» в МКР, МВР и МРФИ.

В-третьих, в меняющейся МФС развиваются и функционируют новые крупные участники. Перечислим и кратко проанализируем некоторые из них, а именно международные интеграционные группировки, региональные валютно-финансовые организации и транснациональные корпорации (ТНК).

¹¹⁶ Богданов А.А. Указ. соч. С. 133-134.

Европейский союз (ЕС, первое название Европейское экономическое сообщество) на данный момент времени является пока единственным в истории интеграционным объединением, последовательно прошедшим стадии интеграции до экономического и валютного союза (ЭВС). Нас интересует, прежде всего, развитие валютно-финансовой составляющей взаимодействия европейских стран. Такие этапы развития интеграционной группировки как построение зоны свободной торговли, создание и развитие таможенного союза, как правило, не сопряжены с существенными изменениями в валютно-финансовой сфере. Однако отметим, что Парижским (1951 г.) и Римским (1957 г.) договорами предусматривалось создание механизмов предоставления европейских ссуд и займов с целью привлечения инвестиций в инфраструктурные и промышленные проекты¹¹⁷. В 1958 г. для финансирования инвестиционных проектов был создан Европейский инвестиционный банк.

С 1970 г. был разработан проект построения валютной интеграции, которая фактически предшествовала финансовой (доклад Вернера, см. Приложение, табл. 4). С крушением Бреттон-Вудской МВС предложенный план потерпел фиаско, и в 1972 г. валютную «змею» пришлось загонять в «тоннель»¹¹⁸. Позже были введены в практику инструменты европейской солидарности (1975 г.), т.е. кредиты для поддержки платежных балансов.

Переход к созданию ЭВС (краткая хронологическая справка по его истории представлена в табл. 4 Приложения) был ознаменован внедрением в практику Европейской валютной системы (ЕВС). В 1978–1979 гг. страны БениЛюкс, Франция, Италия, Германия, Дания и Ирландия создали ЕВС, которая включала в свой состав следующие элементы: базирующуюся на коллективной валютной единице эю валютную корзину, механизмы валютной стабилизации и финансирования валютных интервенций. Курсы валют членов ЕВС могли колебаться в рамках фиксированных границ ($\pm 2,25\%$ от согласованного курса). Это событие позволило развивать и укреплять механизмы взаимного кредитования, разработанные еще в начале 1970-х гг.: тройную систему краткосрочных интервенционных и валютных, а также среднесрочных кредитов (от 2 до 5 лет использования). В период с 1983 по 1988 гг. объем обязательств международных банков в эю вырос в 7,3 раза до уровня 88 млрд., расширились облигационные займы в эю (например, со стороны Франции до 1 млрд.)¹¹⁹.

¹¹⁷ Подчеркнем, что выделяемые для интеграционных этапов временные «отрезки» весьма формальны и основываются, главным образом, на декларируемых группировкой целях и планах. Трудности четкого хронологического деления возникают, поскольку процесс интеграции находится в постоянном движении, активно присоединяются новые страны-участницы, и к ряду, казалось бы, пройденных «ступеней» вновь приходится возвращаться.

¹¹⁸ Приведенный афоризм трактуется сл. образом: национальные валютные курсы привязывались к широкому долларовому коридору в диапазоне $\pm 2,25\%$ и к узкому внутреннему в диапазоне $\pm 1, 125\%$. См.: Буторина О.В. Европейская интеграция: учебник / под ред. О.В. Буториной. М.: Издательский Дом «Деловая литература», 2011. С. 133.

¹¹⁹ См.: Пебро М. Указ. соч. С. 242, 249, 255.

В 1986 г. страны-участницы интеграционной группировки подписали Единый европейский акт, в котором предусматривалось ускорение финансовой либерализации и строительство европейского финансового пространства параллельно с эволюцией валютной интеграции. Однако ЕВС все же не смогла стать гарантом устойчивого развития: за 1979–1986 гг. зафиксировано 9 случаев корректировок курсов, а в 1992 г. систему поражает валютный кризис. Итак, структурная проблема фиксированных валютных курсов, рассмотренная в моделях первого поколения кризисов (см. параграф 1.1), вновь проявилась на практике. На стадии развития общего рынка (формальной датой образования Единого европейского экономического пространства считаются 1992–1993 гг.) провозглашается свобода движения капитала внутри группировки и по отношению к третьим странам.

Маастрихтские номинальные критерии конвергенции (1992–1993 гг.) становятся основой для членства стран в ЭВС и состоят из следующих требований: 1) уровень инфляции не должен превышать более чем на 1,5 процентных пункта средний аналогичный показатель в 3 странах с минимальным ростом цен за предыдущий год; 2) номинальные процентные ставки по долгосрочным (10-летним) государственным ценным бумагам не должны превышать более чем на 2 процентных пункта соответствующий средний уровень для 3 стран с наилучшими показателями инфляции за предыдущий год; 3) государственный бюджет полностью должен сводиться с положительным или 0-ым сальдо, либо в крайних случаях имеющийся дефицит не должен быть более 3% от ВВП; 4) государственный долг не должен превышать 60% ВВП; 5) обменный курс должен быть стабилен, т.е. оставаться в заранее определенных границах колебаний за 2 предыдущих года (критерии включаются в механизм валютных курсов ERM-II).

Соблюдение данных требований обеспечивает доверие инвесторов к единой валюте, снижает их риски, свидетельствует о способности стран отвечать по своим обязательствам и поддерживать стабильность экономического развития. Крупными событиями становятся создание учрежденного Маастрихтским договором Европейского центрального банка, ядра Европейской системы центральных банков (центральные банки стран, не вошедших в еврозону, имеют специальный статус) и введение в обращение единой валюты евро (1999, 2002 гг.). В 2002 г. вводятся Копенгагенские критерии для вступающих в ЕС, в число которых входит экономический (требование о наличии в претендующей стране работающей и конкурентоспособной рыночной экономики). Однако этих действий было недостаточно для объединения финансовых рынков, поэтому создаются планы финансовой интеграции.

Что касается современного этапа развития финансовой интеграции в рамках ЕС, то с 1999 г. начал постепенно реализовываться План действий в сфере оказания финансовых услуг, направленный на детальную разработку правовой базы для отраслей ценных бумаг, банковской и инвестиционной деятельности, страхования и т.п., действие которого было предусмотрено до

2005 г. Процесс разработки стратегий финансовой интеграции продолжался, и была выпущена «Белая книга ЕС по политике в сфере оказания финансовых услуг в период 2005–2010 гг.», посвященная дальнейшей гармонизации и дополнению/обновлению соответствующих статей законодательства и укреплению достигнутых ранее успехов. Подобные меры смогли укрепить интеграцию рынка государственных и корпоративных облигаций. Однако целый ряд проблем пока еще продолжает существовать: например, высокий уровень «индекса сегментации» розничного регионального финансового рынка и рынка акций. Запущены процессы активного объединения национальных торговых площадок и образования биржевых холдингов, а также различных общих «площадок взаимодействия», к которым отнесем Единую зону платежей в евро (*SEPA*, в разработке с 2008 г. по февраль 2014 г.) и проект по созданию Единой платежной платформы по ценным бумагам в зоне обращения евро (*TARGET2-Securities*). Кроме того, стимулируется взаимопроникновение банковских и небанковских (проект регулируемых *UCITs*-фондов) посредников, и в 2012 г. взят курс на создание «Банковского союза», главным условием появления которого стала разработка Единой системы надзорных механизмов за коммерческими банками (*SSM*). В ответ на глобальные вызовы 2007–2009 гг. и 2010–2012 гг. страны ЕС реализовали ряд успешных совместных финансовых программ – операции длительного рефинансирования (*LTROs*) и выкупа государственных облигаций (*OMTs*)¹²⁰.

Кроме европейского, известен пока еще более скромный опыт азиатской финансовой интеграции. Главным образом, усилия данного региона направлены на развитие регионального рынка облигаций как наименее рискованного источника привлечения финансовых ресурсов с учетом фиксированной доходности этих бумаг. М.Ю.Головнин и А.А.Абалкина выделяют ряд инициатив анализируемого направления: меры, изложенные в Декларации 2003 г. Азиатского диалога по кооперации; проект Азиатско-Тихоокеанского Форума Экономического Сотрудничества (АТЭС) по укреплению сотрудничества в области развития рынка облигаций, новых финансовых продуктов и кредитных гарантий; создание Азиатского облигационного фонда (первая стадия с 2003 г., вторая – с 2005 г.) по решению Собрания руководителей центральных банков стран Восточной Азии и Тихоокеанского региона в целях сближения финансовых рынков, их эффективного регулирования и совместного решения проблем; совместной инициативы Ассоциации стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН), Японии, Китая и Южной Кореи (АСЕАН+3), направленной на взаимодействие в области кредитно-рейтинговых агентств. Все перечисленные выше проекты сонаправлены и подчинены единой цели: на базе локальных (национальных) финансовых рынков создать трансграничный рынок облигаций, а

¹²⁰ Обзор документов проведен на основании сл. источников: Головнин М.Ю., Абалкина А.А. Финансовая интеграция в Европе и Азии // Информационно-аналитический бюллетень ЦПИ ИМЭПИ РАН. 2005. №2. С. 1-24; Головнин М.Ю. Взаимодействие финансовых систем стран СНГ / Отв. ред. М.Ю. Головнин. СПб.: Алетейя, 2010. С. 10-36; Financial Integration in Europe // European Central Bank (ECB). April 2013. P. 7-59, 86-108.

затем перейти к единому интегрированному Азиатскому облигационному рынку, т.е. движение от финансовой гетерогенности к гомогенности. В рамках АСЕАН также запускаются дальнейшие проекты, направленные на упрочнение финансовой интеграции: например, в рамках работы по созданию единого рынка ценных бумаг, введение фондовых индексов семейства FTSE-ASEAN. Кроме того, в рамках АСЕАН+3 с 1999–2000 гг. реализуется Инициатива Чианг Май, идея которой заключается в создании региональной системы безопасности валютного рынка (*Safety network of Bilateral Swap Arrangements*, с 2009 г. данная Инициатива стала многосторонней)¹²¹.

Отметим также, что активную деятельность, охватывающую конкретные регионы и сегменты МФС ведут различные региональные банки развития: Европейский (ЕБРР, 1991 г.), Азиатский (с 1965 г.), Африканский (с 1965 г.), Межамериканский (с 1960 г.), Исламский (с 1975 г.) и другие.

Таким образом, задачи разноуровневых региональных интеграционных процессов в сфере финансов и банков развития не противоречат целям финансовой глобализации и состоят в повышении эффективности финансового взаимодействия и успешном осуществлении взаимовыгодного выхода на глобальные рынки для каждой страны.

ТНК представляют собой еще одну мощную группу новых субъектов хозяйственной деятельности. Эти мощные и масштабные компании имеют в основном однонациональный акционерный капитал и контроль за своим функционированием, обладают целой сетью зарубежных филиалов, представительств и дочерних фирм. В рамках тематики данной работы рассмотрим более подробно такой их вид, как транснациональные финансовые компании (назовем их Ф-ТНК). К ним относятся крупные банковские и небанковские финансовые посредники, которые не только помогают производственным ТНК размещать, продавать и страховать ценные бумаги, получать кредитные ресурсы, но и осуществляют целый спектр финансовых услуг, функционируя в рамках своих динамично развивающихся ниш мирового масштаба. Они начали появляться в 1990-х гг., благодаря смене финансовых стратегий и соответствующим реформам в США (принятие закона Ригла-Нейла об эффективности банковской деятельности и открытии филиалов в нескольких штатах 1994 г. и акта Гремма-Литча-Блиля о модернизации рынка финансовых услуг 1999 г.), европейских странах (введение банковского европейского «паспорта») и Японии («Большой взрыв»)¹²². Все

¹²¹ Обзор документов и событий проводился на основании сл. источников: Головин М.Ю. Указ. соч. 2010. С. 42-52; Suk H., Bum J.H. Bond Market Development in Asia // Japan Bank for International Cooperation (JBIC), UNESCAP, Bank of Korea. 2008. P. 4-28.

¹²² Закон Ригла-Нейла отменил Закон Макфаддена (1927 г.) и Поправку Дугласа к Закону о банковских холдинговых компаниях (1956 г.), которые ограничивали работу банков за пределами границ своих штатов, и создал предпосылки для выведения банковской системы на общенациональный уровень. Акт Гремма-Литча-Блиля отменил действие Закона Гласса-Стигалла (1933 г.) о разделении банковской деятельности и иных

перечисленные преобразования имели схожие задачи и были направлены на расширение свободы функционирования банков (совмещение кредитной и инвестиционной деятельности), их финансовых и географических масштабов, облегчались условия для слияний и поглощений, поощрялся выход на региональные и мировые рынки. Если ранее существовали три основных типа стратегий финансовых учреждений – инвестиционная, узкоспециализированная (нишевая) и коммерческое кредитование – то с 1990-х гг. начинают активно развиваться универсальные компании. В качестве репрезентативного примера проанализируем процесс создания и работу Citigroup США. Этот гигант образовался в 1998 г. в результате слияния Citibank, предоставлявшего услуги коммерческого кредитования, и Travellers Group, занимавшейся предоставлением инвестиционных услуг. Далее, за счет сделок по слияниям и поглощениям, финансовая корпорация смогла укрепиться в Северной и Латинской Америке, Западной Европе и ЦВЕ, Азии и на Ближнем Востоке. Расширение объемов и видов финансовых продуктов и услуг, а также объединение клиентских баз данных позволило ей аккумулировать огромные финансовые ресурсы и занять лидирующие позиции в рейтингах мировых агентств. Обратимся к статистике: в 2001 г. в рейтинге *The Banker* анализируемая компания занимала 2 место по размеру совокупных активов, составлявших 1 178 млрд. долл. В 2006 г. аналогичный показатель достиг уровня 1 884 млрд. долл., а в 2013 г. после прохождения острой фазы глобального кризиса восстановился до уровня 2006 г. До начала глобального кризиса XXI в. Citigroup была признана самой «интернализированной финансовой группой» с 506 иностранными филиалами в 75 странах мира и 337 000 служащих. В первой половине 2013 г. «география» активов данной компании оказалась следующей: 36% и 11% приходилось на регионы Северной и Латинской Америки соответственно, 18% - на страны Европы, Ближнего Востока и Африки, 20% - на Азиатские страны, и 15% - на остальные регионы. Более 50% выручки компания получает за пределами региона Северной Америки. Организационная структура деятельности Citigroup базируется главным образом на охвате трех глобальных сегментов: 1) потребительского, 2) корпоративного и институционального, 3) инвестиционного управления и частного банковского обслуживания (см. Приложение, табл. 5). Кроме того, ТНК осуществляет и собственные капиталовложения. Стратегия управления Citigroup позволила компании остаться «на плаву» в период глобальных потрясений 2000-х гг., и после чистых потерь в 27,6 млрд. долл. в 2008 г. выйти на показатель чистой прибыли в 11 млрд. долл. и 7,5

финансовых услуг. Банковский европейский «паспорт» (Single passport for banking and financial services. European Commission. Economic and Financial Affairs. November 14, 2002) - одна из инициатив в рамках рассмотренных выше документов по финансовой интеграции в ЕС (1999–2010 гг.), предоставляющая возможности осуществления банковской деятельности на всей территории ЕС при регистрации кредитного учреждения в одной из стран-участниц данной интеграционной группировки. Японская реформа «Большой взрыв» (1998 г.) предусматривала комплексный пересмотр национального законодательства о банковской деятельности, фондовых сделках, страховании и т.п.

млрд. и 7,9 млрд. долл. за 2011 г. и два квартала 2013 г. соответственно. Рабочая и организационная схема анализируемой Ф-ТНК изначально создавала преимущества перед чисто кредитными и инвестиционными конкурентами¹²³.

В отличие от североамериканских и японских финансовых корпораций, банкам Европы сразу приходилось расширяться за счет выхода на рынки развивающихся стран других регионов, поскольку налоговые, судебные и культурные барьеры оказывались труднопреодолимыми (этим фактом, например, объясняется широкое присутствие испанских финансовых групп в Латинской Америке).

В-четвертых, укоренение неолиберальных идей в качестве ключевой идеологической установки, на многие годы определяет характер взаимодействия субъектов экономической деятельности, в том числе в рамках обновленной МФС. По мнению Гж. Колодко, «для глобальных финансовых рынков неолиберализм – это канон, поскольку ничто так не благоприятствует им, как эта доктрина и опирающаяся на нее экономическая политика»¹²⁴. Особое значение в данном контексте имеет концепция «Вашингтонского консенсуса» Вильямсона как яркое отражение философии и практическое воплощение неолиберализма. Она включает в себя 10 пунктов, из которых для целей нашего исследования наиболее важны следующие¹²⁵:

- финансовая либерализация: через отмену пониженных ставок для привилегированных заемщиков и поддержание невысокой положительной реальной процентной ставки выйти на устанавливаемые рынком процентные ставки;
- поощрение прямых иностранных инвестиций (ПИИ): снижение барьеров для прихода иностранных компаний на отечественный рынок;
- приватизация: частные предприятия функционируют эффективнее, чем государственные;
- дерегулирование: избыточное правительственное регулирование вредно для экономики, оно порождает коррупцию и дискриминацию.

Кроме того, есть стандартные доводы о пользе либерализации рынка капитала, которые четко сформулировал Дж. Стиглиц: средства и ресурсы направляются туда, где они наиболее эффективно используются; создаются благоприятные условия для международной конкуренции; оказывается помощь для стабилизации экономики; финансируются инвестиционные проекты; свободная торговля товарами выгодна, а капитал не имеет особых

¹²³ Статистика, приведенная в данном абзаце, собиралась и анализировалась автором на базе сл. источников: Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC). LCG2198chapIII.pdf // United Nation Publication. Santiago. Chile. 2002. April. Sales NE.03IG.11. P. 117-118, 152; Citigroup Inc. Form 10-K for the fiscal year ended December 31, 2012 // Securities and Exchange Commission. Washington D.C. 2012. File number 1-9924. P. 4-12; Resolution Plan for Citigroup Inc. & Citibank, N.A. Public Section // Citi. 2013. October 1. P. 10, 19-21.

¹²⁴ См.: Колодко Гж. В. Указ. соч. С. 293-294.

¹²⁵ Анализ пунктов «Вашингтонского консенсуса» проводился на основании см.: Полтерович В.М. Указ. соч. С. 28-30.

отличий от товара¹²⁶. Однако во многом спорные «рецепты» «Вашингтонского консенсуса» могут оказаться чрезвычайно опасными, поскольку имеют слишком универсальный характер, не предлагают технологий создания «цепочек» институтов и не описывают последовательность реформ. Более того, не учитывалась стадия и особенности развития тех стран, которым они навязывались под видом рекомендаций МВФ и Мирового банка (безусловно, никакого «консенсуса» в действительности не было).

Наконец, ингрессия затрагивает изменения в составе и ряде функций международных валютно-финансовых организаций и объединяющих страны «площадок». Возрастает значение, и расширяются их функции в МФС. В рамках БМР в 1974 г. возникает новая структура – **Базельский Комитет по банковскому надзору**, созданный для разработки унифицированных требований, директив и рекомендации с целью совершенствования банковского регулирования. Главными результатами его деятельности считаются Основные принципы эффективного надзора (1997 г.), соглашения о достаточности капитала Базель-1 (публикация 1988 г.), Базель-2 (публикация 2004 г.), Базель-3 (тексты 2010–2011 гг.). В 1988 г. в группе Мирового банка появляется новая организация – **Многостороннее инвестиционно-гарантийное агентство (МИГА)**. Специфика его работы заключается в предоставлении гарантий иностранным инвесторам для предотвращения потерь, вызываемых некоммерческим риском. Влияние на МФС оказала преемница ГАТТ – Всемирная торговая организация (ВТО, 1995 г.), в состав основополагающих документов которой войдут **Генеральное соглашение по торговле услугами (ГАТС)** и **Соглашение по торговым аспектам инвестиционных мер (ТРИМС)**. Первое содержит общие принципы либерализации международной торговли услугами (среди них особое место отводится финансовым услугам). ТРИМС запрещает странам использовать определенный ограниченный круг мер торговой политики, способных оказать негативное влияние на иностранные инвестиции. В 1974 г. создается **Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO)** сначала на региональном, а с 1983–1984 гг. – на общемировом уровне. Основными задачами IOSCO становятся налаживание и поддержание сотрудничества между странами для обеспечения эффективного регулирования национальных и региональных рынков ценных бумаг, взаимный обмен информацией и помощь в борьбе с правонарушениями. С кон. 1990-х гг. IOSCO стремится сформировать единые международные стандарты для рынков ценных бумаг. В 1998 г. данная организация принимает «Общие цели и принципы регулирования в области ценных бумаг», которые в 2003 г. дополняются методологией для оценки достижения поставленных задач на различных уровнях. В 2002 г. подписывается «Многосторонний меморандум о консультировании, кооперации и обмене

¹²⁶ Приводится по: Полтерович В.М. Указ. соч. С. 47-48.

информацией», а с 2005 г. разрабатывается стратегия по расширению действия данного документа и укреплению трансграничного сотрудничества для целей регулирования рынков¹²⁷.

В области создания правил регулирования международных инвестиционных потоков и поддержания финансовой стабильности важную роль играет Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), состав которой в 1995 г. пополнился 6 развивающимися государствами и странами с переходной экономикой. Ключевыми документами ОЭСР в инвестиционной сфере, на наш взгляд, являются Кодексы о либерализации капиталов (о свободном ведении сделок на международном уровне по любым финансовым операциям и с любыми финансовыми инструментами, исходный текст неоднократно изменялся и дополнялся по мере развития международных финансов) и текущих ненаблюдаемых операций (1961 г.), Декларация о зарубежных инвестициях и многонациональных корпорациях (1976 г.) и Руководящие принципы для многонациональных корпораций¹²⁸.

За 1975–1997 гг. на международном уровне в качестве важного неформального механизма, способствующего сотрудничеству в финансово-экономической и социально-политической сфере, выступала «Большая Восьмерка» или G-8 (*Group of Eight Finance Ministers and Central Bank Governors*) в составе представителей из США, Японии, ФРГ, Франции, Италии, Великобритании, Канады, России¹²⁹. В 1999 г. в ответ на азиатский кризис 1997–1998 гг. принимается решение о создании форума сотрудничества «Большая Двадцатка» (G-20) на уровне министров финансов и глав центральных банков. G-20 представляет собой международный клуб в формате встреч на уровне министров финансов и глав центральных банков 19 крупнейших национальных экономик, включая страны с формирующимися рынками (Аргентины, Австралии, Бразилии, Великобритании, Германии, Индии, Индонезии, Италии, Канады, Китая, Мексики, России, Саудовской Аравии, США, Турции, Франции, ЮАР, Южной Кореи и Японии), а также интеграционной группировки ЕС. На эти страны приходится около 90% глобального ВВП, 80% международной торговли, в них проживает 64% населения Земли. Основная цель создания G-20 состояла в привлечении к обсуждению ключевых финансово-экономических вопросов крупных развивающихся стран, ранее недостаточно вовлеченных в процессы глобального управления¹³⁰.

¹²⁷ URL: <http://www.iosco.org>.

¹²⁸ Тексты данных документов разбирались автором на основании сл. источника: Ливенцев Н.Н. Международное движение капитала (Инвестиционная политика зарубежных стран): учебник / Н.Н. Ливенцев, Г.М. Костюнина. М.: Экономистъ, 2004. С. 279-285.

¹²⁹ В данном случае мы используем G-8 за указанный период времени как собирательную категорию. Историческая хронология следующая: в 1975 г. возникла «Большая Шестерка» (Франция, ФРГ, Великобритания, Италия, США, Япония). В 1976 г. к ним присоединилась Канада, и образовалась «Большая Семерка». В 1990-х гг. форум расширился до формата «Большой Восьмерки».

¹³⁰ URL: http://ru.g20russia.ru/docs/about/about_G20.html.

Кроме того, в 1999 г. начинается история Форума финансовой стабильности (ФФС). В его работе участвовали представители ответственных за обеспечение финансовой стабильности государственных органов (министерств финансов, центральных банков, регуляторов банковской системы и фондового рынка), международные экономические и валютно-финансовые организации (БМР, Всемирный банк, ЕЦБ, ОЭСР), мировые регулирующие и надзорные учреждения, комитеты экспертов по центральным банкам. Данный институт был призван обеспечивать финансовую стабильность системы путем «рекомендаций по созданию новой структуры кооперации национальных и международных регулирующих органов и финансовых институтов и обмена информацией»¹³¹.

В МВФ происходит следующий ряд существенных изменений, которые Д.В.Смыслов определил как «реформы второго поколения»¹³²:

- 1998–1999 г. – реформы по стандартизации: утверждены «Кодексы надлежащей практики по обеспечению транспарентности» в бюджетно-налоговой сфере (переработан в 2007 г.) и в области денежно-кредитной политики, проводимых странами-участницами МВФ.
- 1999 г. – совместная с МБРР Программа по оценке финансового сектора (*Financial Sector Assessment Program*) в рамках мероприятий по оценке стабильности финансовой системы, таким образом, усиливался надзор за состоянием финансовых рынков и общей макроэкономической стабильности.
- 1999–2007 гг. – реформы по интегрированию валютного и финансового контроля и регулирования. Прежде всего, определен комплекс показателей финансовой устойчивости, на основе мониторинга процессов МФС регулярно издаются доклады *International Capital Markets* (до 2002 г.) и *Global Financial Stability Report*, модернизирована система надзорных функций (2005–2007 гг.) с учетом применения двустороннего подхода к контролю в области валютной и макроэкономической политики стран-участниц. Кроме того, проведены изменения в организационной структуре МВФ. Например, Временный комитет по вопросам МВС (1974 г.) трансформировался в постоянный орган стратегического планирования Международный валютно-финансовый комитет (1999 г.); на базе Департамента по мировым рынкам капитала (2001 г.) и Департамента финансовых систем возник Департамент монетарных систем и рынков капитала (2006 г.), созданный в целях обнаружения финансовых рисков и предотвращения финансовых кризисов.
- 2007 г. – реформа по изменению концептуальных установок в области надзорных функций: планировалось разработать специальные ориентиры для противодействия финансово-экономическим кризисам и поддержания внешней стабильности. В качестве источников

¹³¹ URL: <http://www.financialstabilityboard.org/about/history.html>.

¹³² См.: Смыслов Д.В. Указ. соч. С. 38.

повышенных рисков были определены следующие сферы: функционирование крупных финансовых институтов, рынок структурированных финансовых продуктов, внебалансовая деятельность с финансовыми инструментами, практика кредитно-рейтинговых агентств, общие вопросы управления ликвидностью. Итак, поддержание необходимого уровня макроэкономических показателей позволило бы производить эффективные действия в ответ на финансовые кризисы и предотвращать появление «эффектов заражения»¹³³.

Таким образом, Фонд должен был стать универсальной международной валютно-финансовой организацией, сочетающий в своей деятельности надзорно-регулирующие, консультативно-рекомендательные и финансовые функции. Распространение его работы на сферу МФС, на наш взгляд, в большей степени было вызвано комплексом попеременно обостряющихся валютно-финансовых проблем и растущим участием развивающихся стран в международных финансовых отношениях¹³⁴. БМР, МВФ, группа МБРР, IOSCO, ВТО, ФСФ, G-8 и G-20 создавались и в дальнейшем реформировались, прежде всего, для совместной, взаимодополняемой работы по обеспечению устойчивого финансово-экономического роста и развития. Однако, забегая вперед, отметим, что данная цель так и не была достигнута, поскольку в 2007–2008 гг. начался глобальный финансово-экономический кризис, и был запущен новый «виток» реформ основных международных организаций как и в прошлые времена опять по схеме «в ответ», а не «на опережение» событий в МФС.

Перечисленные и проанализированные выше качественные изменения в большинстве своем придали ускорение количественным финансово-экономическим изменениям, размеры которых в 1980-х – нач. 2000-х гг. оказываются внушительными:

1. Индекс мобильности международного капитала снова достигает высокого уровня в 1990-е гг. (см. параграф 1.2, рис. 1) и остается на «ребне» второй «волны» финансовой глобализации. В свою очередь, ускоренное движение капиталов вызывает необходимость качественного изменения, а именно должного уровня регулирования данного процесса. На период с 2007 г. по настоящее время – в наших терминах кардинальной ингрессии №2 – приходится резкое изменение динамики анализируемого индекса (характеризуется соответствующим изгибом графика на рис. 1). Процесс снижения скорости потоков в ГФС связан, прежде всего, с обострением системных финансовых проблем, возникновением в 2007–2008 гг. и развитием глобального финансово-экономического кризиса (результаты его исследования см. в главе II).
2. В кон. 1980-х – сер. 1990-х гг. мировой валютный рынок на глобальной стадии развития резко увеличивает количество и объемы своих ежедневных операций. За 1986–1998 гг.

¹³³ Обзор документов проводился на основании сл. источников: Смыслов Д.В. Указ. соч. С. 36-39; www.imf.org.

¹³⁴ Это отразилось и на соответствующем изменении структуры заемщиков МВФ: доля развивающихся государств среди них возросла с примерно 40% в 1970-х гг. до около 92% к началу 1990-х гг.

ежедневный оборот МВР возрастает примерно в 4 раза (достигнув 1 527 млрд. долл.), а за 1998–2007 гг. – приблизительно в 2,2 раза (до отметки в 3 324 млрд. долл.). Особую популярность приобретают страховые контракты, различные арбитражные и спекулятивные сделки. В рамках МВР складывается определенная иерархическая структура: высший уровень включает лондонский, нью-йоркский и токийский мировые центры; следующий эшелон представлен в основном европейскими (например, Цюрих) и азиатскими (такими как Сингапур) региональными центрами. Главные характеристики обновленного МВР – динамичность, непрерывность операций, обеспеченность современными техническими разработками. За 2007–2013 гг. глобальный валютный рынок в среднем увеличивает свои ежедневные обороты в 1,6 раза до примерно 5,5 трлн. долл.¹³⁵

3. Изменения затронули мировой кредитный рынок: объем совокупных международных банковских кредитов увеличивается за 1980–1990 гг. в 23,4 раза (достигнув уровня в 7,5 трлн. долл.). При этом объем капитала, например, европейских банков в период «второй» волны финансовой глобализации равен немногим больше $\frac{1}{10}$ активов, тогда как в нач. XX в. данный показатель составлял $\frac{1}{4}$ активов¹³⁶. Если в декабре 1997 г. совокупные активы банков составляли 10 502 млрд., из которых 9 174 млрд. долл. насчитывали иностранные активы, то к июню 2005 г. аналогичные показатели выросли в 2,2 раза. С июня 2005 г. по сентябрь 2013 г. совокупные банковские активы возросли в 1,4 раза и оказались равными 32 854 млрд. долл., из которых 86,8% составляют иностранные активы¹³⁷.
4. В период протогобализации на мировом фондовом рынке преимущество отдавалось операциям с акциями (см. параграф 1.2). По расчетам Р.Миши в 1990 г. при совокупной рыночной стоимости (*market value*) долевых и долговых ценных бумаг МФР в 21,2 трлн. долл. позиции акций и облигаций по данному показателю практически совпадали (10,4 и 10,8 трлн. долл. соответственно). В 1997 г. при совокупной рыночной стоимости долевых и долговых ценных бумаг на МФР в 40 трлн. долл. США равенство анализируемых показателей по акциям и облигациям сохранялось. Однако в 2005 г. при общем показателе в 95 трлн долл. облигации стоимостью в 58,4 трлн. долл. стали приоритетными для МФР (по сравнению с аналогичным показателем по акциям в 36,6 трлн. долл.). При этом необходимо отметить, что в 1990-е гг. определяющей становится внебиржевая торговля облигациями¹³⁸. В период 2006–2013 гг. глобальный фондовый рынок несколько раз существенно меняет свою динамику (см. главу II).

¹³⁵ Статистика в данном абзаце приведена из сл. источников: Рыбалкин В.Е. Указ. соч. С. 410-411; Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results // BIS. September 2013. Triennial Central Bank Survey. P. 9.

¹³⁶ См.: Рыбалкин В.Е. Указ. соч. С. 414-415; Фергюсон Н. Указ. соч. С. 75.

¹³⁷ Preliminary International Banking Statistics (The international banking market) // BIS. November 1999, October 2005; Preliminary International Banking Statistics (The international banking market) // BIS. January 2014.

¹³⁸ См.: Michie R.C. Op. cit. P. 298, 309.

5. Несмотря на бурное развитие «старых» компонент МФС во второй половине XX в., лидирующие позиции в системе занимает ее новый динамично развивающийся элемент – мировой рынок производных финансовых инструментов. Например, объемы торгов процентных и валютных свопов, а также процентных опционов в течение 1987–1997 гг. расширились в 32,6, 10 и 15 раз соответственно (см. динамику показателей в Приложении, рис. 6)¹³⁹. Один только совокупный объем внебиржевых деривативов к погашению (валютных, процентных, товарных, вторичных по отношению к акциям, прочим) в 2003 г. превысил 197 трлн. долл. США, а в 2005 г. составил 298 трлн. долл.¹⁴⁰. При этом внебиржевая торговля перечисленными выше производными финансовыми инструментами в нач. 2000-х гг. составляла более 85% совокупного оборота МРФИ. Динамика глобального рынка финансовых инноваций 2006–2013 гг. подробно исследуется в главе II.
6. Уверенно ускоряются и расширяются международные инвестиционные потоки. За 1980–1990 гг. мировой показатель по притоку прямых иностранных инвестиций (ПИИ) увеличился в 4 раза, за следующее десятилетие – в 6,8 раза. К 2007 г. анализируемый показатель достиг отметки в 1 971 млрд. долл. Изменяются объемы и структура потоков иностранных инвестиций (см. Приложение, рис. 7). Портфельные и прочие инвестиции по масштабам потоков занимают лидирующие позиции. За 1997–2007 гг. совокупные портфельные инвестиции увеличились с примерно 6 трлн. до 39,3 трлн. долл.¹⁴¹. Феномен «горячих» денег, которые «перетекают» из страны в страну в поисках наиболее выгодных проектов и возможностей вложения (т.е. с оптимальным соотношением риска и доходности), находит свое яркое отражение в анализируемый период. Более того, Н.Фергюсон отметил, что если в 1913 г. ¼ иностранного капитала направлялась в бедные страны, в которых уровень дохода на душу населения был в 5 раз меньше аналогичного показателя по США, то в 1997 г. эта доля оказалась равной всего 5%¹⁴². Соотношение различных видов инвестиций за 2006–2013 гг. подробно исследуется в главе II.
7. Новые субъекты хозяйственной деятельности – Ф-ТНК – особенно выделяются на мировой арене. Общее число трансграничных слияний и поглощений имело тенденцию к повышению со второй половины 1994 г. (см. Приложение, рис. 8)¹⁴³. Отметим, что Ф-ТНК, осуществляющие банковскую деятельность (транснациональные банки, или ТНБ), активно развивались в период кон. 1990-х – нач. 2000-х гг.: если в 2001 г. совокупные активы 10

¹³⁹ International Swap and Derivatives Association (ISDA) Market Survey, 2010.

¹⁴⁰ Источники данных: BIS Quarterly Review 2005.

¹⁴¹ Handbook of Statistics // UNCTAD. 2011; World Investment Report // UNCTAD. 2012; Coordinated Portfolio Investments Survey (CPIS) 2013; IMF Data Warehouse 13/03/2013.

¹⁴² См.: Фергюсон Н. Указ. соч. С. 315.

¹⁴³ Статистика приведена на основе обзора сл. источников: World Investment Report. UNCTAD 2001–2006; Волгина Н.А. Указ. соч. С. 457-458; Богомолов О.Т. Указ. соч. С. 203-219.

крупнейший финансовый компаний составили 8 136 млрд., то в 2006 г. они увеличились более чем вдвое и достигли 17 592 млрд. долл. Агрегированные активы 1000 крупнейших ТНБ по расчетам *The Banker* в 2012 г. составили 112 391 млрд. долл. США, при этом с учетом регионального распределения по данному показателю лидируют еврозона, Китай и США. Общий объем капитала 1-го уровня 10 ведущих ТНБ в 2001 г. оказался равным примерно 334 млрд., а в 2013 г. он оценивался в 1 391 млрд. долл.¹⁴⁴.

8. В ряде областей мировой экономики меняются тренды: снижение доли государства и увеличение доли трансграничных инвестиций. Например, в 1990–1999 гг. были приватизированы государственные активы на общую сумму около 850 млрд. долл. Иностраные активы в процентах к ВВП после падения за 1913–1930 гг. с 17,5% до 8,4% и дальнейшего сокращения в 1945 г. до 4,9% начинают стремительно расти до отметок 17,7% в 1980 г. и 56,8% в 1995 г.¹⁴⁵
9. На фоне динамичного развития МФС более скромным ростом показателей отмечается производственный сектор мировой экономики. Мировой ВВП в долларовом выражении в 1980 г. составил 10,9 трлн., в 1990 г. – увеличился в 2 раза, в 2007 г. – оказался равным 56,4 трлн., а в 2013 г. – 73,5 трлн.¹⁴⁶.
10. Существенно расширились ежегодные потоки в форме денежных переводов, переводимых трудовыми мигрантами. Согласно международной статистике, в 1970 г. анализируемый показатель составил 2 млрд. долл., в 1995 г. – 70 млрд., а в 2011 г. – 440 млрд. (из которых свыше 350 млрд. «уходят» в развивающиеся страны). В отличие от аналогичных процессов в период протоглобализации европейские страны выступают не только в качестве доноров, но и как реципиенты рабочей силы. Отметим интенсификацию трудовой миграции между азиатскими странами: расширились потоки низко квалифицированной рабочей силы из Китая, Филиппин, Индонезии и Таиланда в Японию и новые индустриальные страны (за 1975–2001 гг. поток мигрантов в Японию увеличился более чем вдвое)¹⁴⁷. Активным реципиентом рабочей силы стали государства-экспортеры нефти из Ближнего Востока. Особенностью рассматриваемого периода является развитие такой сферы мировой миграции, как международный туризм. В 1995 г. общее число международных туристических прибытий составило 529 млн., в 2007 г. – 853 млн., а в 2013 г. – 1 087 млн.

¹⁴⁴ Статистика, приведенная в данном абзаце, собиралась и анализировалась автором на базе сл. источников: ECLAC. Op. cit. 2002. P. 117, 152; World Investment Report. Transnational Corporations and the Infrastructure Challenges // UNCTAD. 2008. P. 30-33, 226; The Top 1000 World Banks. Cover Story // *The Banker*. July 2013. P. 116; www.thebankerdatabase.com.

¹⁴⁵ См.: Michie R.C. Op. cit. P. 4-5, 299.

¹⁴⁶ World Economic Outlook Database // IMF. October 2013.

¹⁴⁷ International Migration Data and Statistics. World Migration Report // Organizations of United Nations. 2005. P. 389-390, 396; World Migration Report: Costs and Benefits of International Migration // Organization for Migration. 2005.

Международные потоки туристов, осуществляющих расходы на покупку путевок и отдых и, таким образом, оказывают воздействие на международное движение капитала¹⁴⁸.

В результате проведенного анализа качественных и количественных изменений можно сделать важный вывод: в целом за ингрессионный период 1970-х – 1990-х гг. они оказались настолько кардинальными и существенными, что резко преобразили МФС, трансформировав ее в форму глобальной финансовой системы (т.е. произошел новый качественный финансовый «скачок»). Отметим, что переход от МФС к ГФС в 1980-х – 1990-х гг. произошел не посредством системного кризиса, а естественным эволюционным образом (о чем свидетельствует проявление закона взаимного перехода количества в качество, которое в мировых масштабах мы наблюдаем с вековым перерывом во второй раз). Однако при этом рождение ГФС, образно говоря, проходило на «пороховой бочке»: по прошествии относительно спокойного восстановительного этапа кон. 1940-х – нач. 1970-х гг. возникли «нефтяные шоки», серии банковских коллапсов и кризисов суверенных долгов развивающихся стран Латинской Америки и Африки, надувание и схлопывание японского и азиатского финансовых «пузырей», финансовые проблемы государств распавшегося социалистического блока и т.д.

Сформулируем определение ГФС с учетом проведенного анализа, посвященного истории развития международных финансовых отношений и их системы. Итак, глобальная финансовая система – это одновременно:

- целостный объект, представляющий собой единство однородных по задачам, тесно связанных и всесторонне взаимодействующих между собой четырех компонент (глобальных валютного, кредитного, фондового рынков и рынка финансовых инноваций);
- комплекс четырех перечисленных выше системных элементов с усложняющейся внутренней структурой и их формирующаяся глобальная финансовая архитектура (ГФА – структурная категория, включающая формальные и неформальные связи и институты, площадки, руководящие правила и стандарты, применяемые субъектами хозяйственной деятельности в финансовом секторе глобальной экономики¹⁴⁹);
- исторически вторая (после МФС) стадия эволюции и форма системной организации синхронизируемых процессов финансового развития и МФО, основными участниками которых стали международные и региональные валютно-финансовые организации, международные интеграционные группировки, ТНК, а также глобальные банки и небанковские финансовые учреждения (страховые компании, взаимные фонды и другие финансовые посредники), инфраструктурные организации (биржи);

¹⁴⁸ См.: Богомолов О.Т. Указ. соч. С. 203-219; данные International Organization for Migration, World Tourism Organization, URL: <http://www.iom.int/cms/en/sites/iom/home/what-we-do/labour-migration.html>; <http://mkt.unwto.org/en/barometer>.

¹⁴⁹ По аналогии с определением, см. Аникин А.В. Указ. соч. С.327.

- особо динамичная и расширяющаяся подсистема глобальной экономики;
- этап развития МФС, с возникновением которого связаны появление финансовых инноваций, передвижение масштабных потоков «горячих» денег.

Подведем итоги теоретико-исторического анализа этапов эволюции мировой финансовой системы. В основу методики изучения закладывается принцип тройственности: концептуальная база МФС построена на комплексе трех теоретических блоков (идеологический каркас, базовые финансовые и макроэкономические гипотезы и модели, теории международного движения капитала), и в основу определения подробной хронологии системного развития закладывается динамика трех классификаторов (общесистемного, статистического и формального). Согласно теории Богданова, адаптированной нами к особенностям международных финансовых отношений, МФС прошла четыре важных этапа: предстартовую стадию, или формирование предпосылок к зарождению, до 1860 г.; механическую комплексию и конъюгацию 1860–1914 гг. с первой «волной» финансовой глобализации 1870–1914 гг.; трехступенчатую ингрессию – 1) некардинальную 1914–1945 гг. с мировым финансово-экономическим кризисом 1929–1933 гг., 2) некардинальную 1945–1970 гг., 3) кардинальную с формированием предпосылок к возникновению второй «волны» финансовой глобализации 1970–1980 гг. и переходом от МФС к ГФС 1980-х – кон. 1990-х гг., бурным развитием ГФС в период 2000–2007 гг., с глобальным финансово-экономическим кризисом, стартовавшим в 2007–2008 гг. (по настоящее время). На комплексийный, конъюгационный и ингрессионный этапы системного развития приходятся порядка 5 статистических циклов МФС с частой сменой показателя мобильности международного капитала, а также 4 структурные эволюционные «ступени» МВС от Парижской с 1867 г. через Генуэзскую (1922–1931 гг.) и Бреттон-Вудскую (1944–1971 гг.) до Ямайской (с 1976-1978 гг.). Подчеркнем, что надзорно-регулирующее «звено» и на этапе МФС (когда, по большому счету, все регулирование сосредотачивалось на национальном уровне), и на стадии ГФС внедрялось в систему гораздо позже ее оформления и имело узконаправленное воздействие, а в период развития второй «волны» финансовой глобализации неолиберализм окончательно устанавливается в качестве ключевой парадигмы и практики.

Глава II. АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ МФС НА ЭТАПЕ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

2.1. Противоречивый характер и особенности развития глобальной финансовой системы

Начнем наш анализ с сопоставления преимуществ и недостатков ГФС.

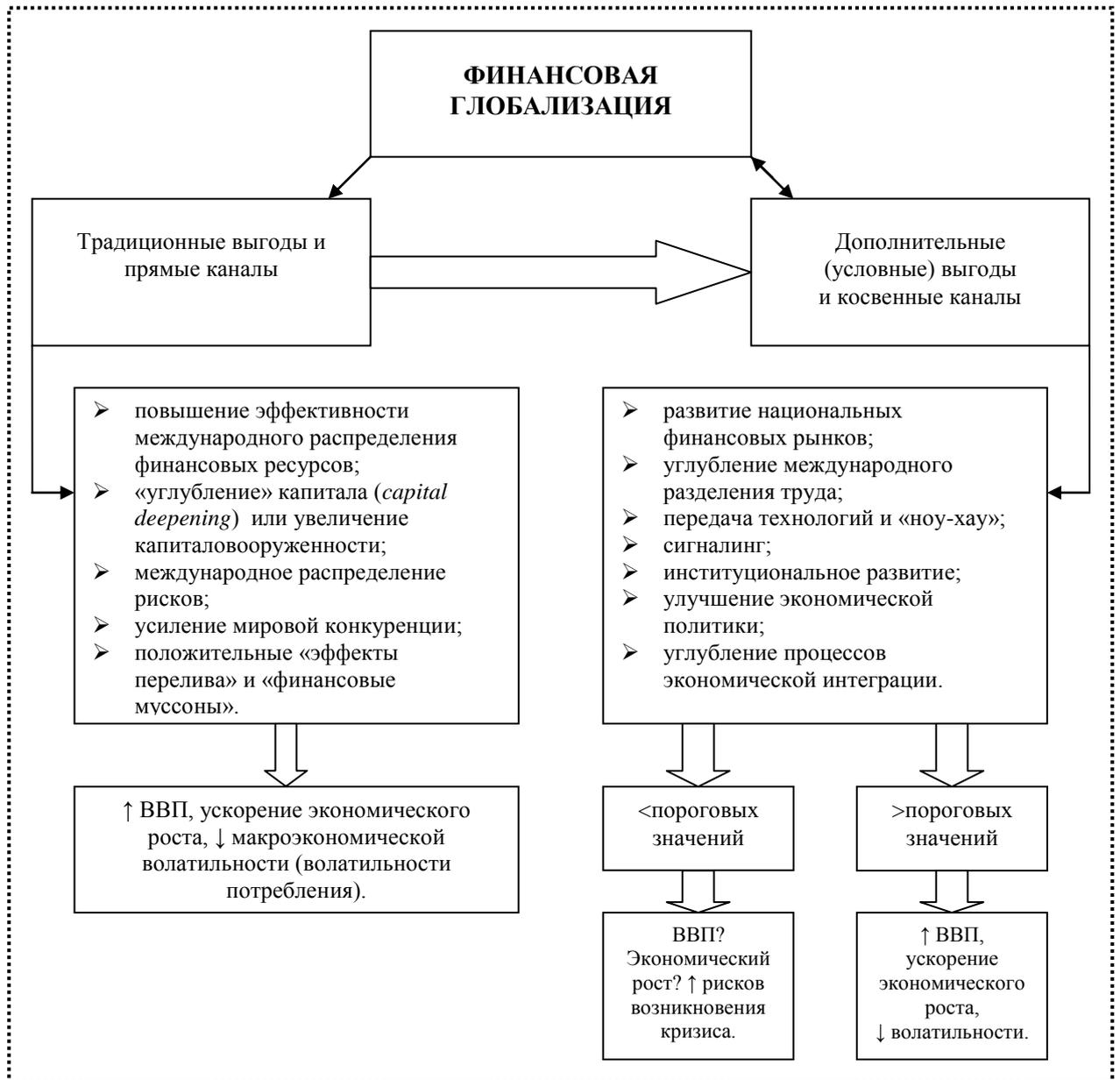
Выделяемые в теоретических работах¹⁵⁰ выгоды финансовой глобализации можно условно классифицировать на глобальные и национальные, а их критерием может послужить достижение общих ключевых целей экономического развития, например, увеличение ВВП, устойчивый экономический рост. В верхней части рис. 3 представлены как традиционные общемировые выгоды финансовой глобализации, ведущие напрямую к реализации поставленных задач, так и дополнительные положительные качества, которые потенциально открыты для любого государства.

К первой группе достоинств ГФС относится, прежде всего, качественный рывок в развитии глобальных финансовых рынков (ниже рассмотрена «оборотная» сторона этого процесса). Расширяются возможности для улучшения международного распределения и использования финансовых ресурсов, поскольку предполагается, что финансовая либерализация и трансграничное движение капитала способствуют эффективной трансформации сбережений в инвестиции. Кроме того, прямые каналы распространения выгод «подпитывают» косвенные. При прочих равных условиях должно действовать правило взаимной выгоды (или сонаправленного движения): капиталодефицитные страны получают доступ к финансовым ресурсам, а капиталозбыточные государства – высокий факторный доход. Обратной стороной максимизации прибыли, как ожидается, будет общее снижение издержек на капитал, реализуемое в большей степени посредством международной диверсификации финансовых рисков.

Активно призывающий к скорейшему использованию всего блока выгод от процессов ГФС Фр.Мишкин и скептически относящийся к подобной идее без всестороннего взвешенного анализа Дж.Стиглиц сходятся в мысли о том, что к традиционным достоинствам финансовой

¹⁵⁰ Систематизация потенциальных выгод финансовой глобализации проведена в сл. работах: Prasad E.S., Rogoff K., Wei S.-J., Kose M.A. 1) Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence // IMF. 2003. Occasional paper 220; 2) Financial Globalization: A Reappraisal // IMF. 2006. August. Working Paper WP/06/189.

глобализации следует отнести повышение уровня конкуренции в системе: субъекты хозяйственной деятельности развитых стран соперничают за рыночные ниши не только между собой, но и с игроками из развивающихся государств¹⁵¹. В обзоре теоретических работ по данному вопросу М.Ю.Головнин отмечает, что рост конкуренции стал одним из ключевых факторов, повлиявших на сокращения мирового и глобального темпа инфляции¹⁵² (см. Приложение, рис. 9).



Примечание: рис.3 построен с использованием метода графического наложения 3-х схем. Источник: авторские построения на основе диаграмм Prasad E.S., Rogoff K., Wei S.-J., Kose M.A. 1) Op. cit. 2003. P. 13; 2) Op. cit. 2006. P. 5-6, 34-35.

Рисунок 3 – Положительные результаты финансовой глобализации. Теоретический подход

¹⁵¹ Stiglitz J.E. Op. cit. 2000. P. 1077; Mishkin F.S. The Next Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich. Princeton University Press, 2008. P. 3-230.

¹⁵² Головнин М.Ю. Моделирование инфляционных процессов (обзор работ). М.: Институт экономики РАН, 2011. С. 29-35.

Действительно, в период 1980-х – сер. 1990-х гг. среднегодовой мировой показатель инфляции колебался в пределах 15–35%, однако в 2000–2013 гг. значение данного макроэкономического индикатора не превышало 6%.

На наш взгляд, список традиционных выгод ГФС, представленный на рис. 3, следует дополнить несколькими положительными эффектами международного движения капитала, к которым мы отнесем:

- эффект перелива (от англ. *spillover effect*), связанный с развитием основанных на взаимодействии финансовых игроков фундаментальных межрыночных финансовых связей как на уровне компонент ГФС, так и в межстрановом (географическом) финансовом пространстве. Характерная черта данного финансового эффекта заключается в том, что он исходит из фундаментальных особенностей движения финансового капитала, который теоретически, исходя из рациональных экономических предпосылок, должен вкладываться в наиболее перспективные и прибыльные проекты. К примеру, как отмечалось ранее, эволюция рынка финансовых инноваций (в особенности его американского и европейского сегментов) привлекла и сосредоточила огромные финансовые ресурсы в данной сфере ГФС.
- интеграционный или трансформационный эффект перетекания (от англ. также *spillover effect*), отражающий качественное и количественное взаимодействие реального и финансового секторов мировой и глобальной экономики. Как подчеркивалось ранее, по сути МФС на каждом этапе своего развития является наиболее динамичной и прогрессивной подсистемой общеэкономической системы, поэтому изменения в международных финансовых отношениях так или иначе, мгновенно или со временем влекут трансформационные процессы в международном производстве и торговле, что, в свою очередь, запускает новый виток финансовой эволюции. В качестве конкретного примера можно привести интеграционные процессы в европейских странах: валютно-финансовая интеграция усиливает и упрочняет взаимодействие национальных экономических систем и способствует их успешной адаптации в рамках ГФС и глобальной экономики в целом.
- эффект финансового «муссона» (*monsoonal effect*), отражающего влияние позитивных финансовых изменений развитых стран на национальные финансовые системы, платежные балансы и другие экономические показатели развивающихся государств и стран с переходной экономикой. К «муссонам» с положительными экономическими последствиями, например, стоит отнести повышение степени участия развивающихся государств и стран с переходной экономикой в мировых и глобальных финансово-экономических процессах. В качестве примера приведем несколько фактов, связанных с эволюцией МВР. Именно мировой фондовый рынок в период первой и второй «волны» глобализации стал важным средством финансового общения, сблизившего страны мира (см. параграфы 1.2 и 1.3).

Во вторую группу преимуществ финансовой глобализации входят сигналинг или выражение той или иной страной готовности к выходу на глобальные финансовые рынки, развитие национальных финансовых рынков, совершенствование финансовых и правовых институтов и создание благоприятного инвестиционного режима, позволяющего также привлечь новые технологии. Кроме того, конкуренция отечественных и иностранных финансовых посредников стимулирует конструирование инновационных финансовых продуктов. Финансовая глобализация способствует дальнейшему развитию специализации, углублению международного разделения труда, процессы которого детально анализировали А.Смит и К.Маркс. Взаимодействие финансового и реального секторов глобальной экономики приводит к тому, что рационализация производства происходит уже во всемирных масштабах, совершенствуется и углубляется экономическая интеграция.

К условным выгодам финансовой глобализации Дж.Стиглиц добавляет наличие возможности (хотя бы во многом лимитированной) для различных групп государств воспользоваться глобальными финансовыми рынками как источниками финансовых ресурсов и диверсификацией финансовых портфелей. Фр.Мишкин в своей работе расширяет границы преимуществ ГФС для развивающихся стран и вводит в данную группу выгод финансовой глобализации развитие прав собственности и эволюцию финансовых институтов, что, по его мнению, ускорит достижение поставленных в производственном секторе экономики целей¹⁵³.

Наличие ряда перечисленных выше преимуществ финансовой глобализации частично подтверждается на практике. Приведем несколько конкретных примеров.

Финансовая глобализация как новая стадия развития МФС и ее элементов характеризуется через такие категории, как «смерть дистанций», операции «на расстоянии вытянутой руки» и сверхтесное сотрудничество, что не только является отражением наличия доверия в обществе (духовная сторона), но позволяет снизить транзакционные издержки, увеличить качество и скорость обслуживания клиентов (материальная составляющая). Эти процессы проявились, в том числе, в работе универсальных финансовых компаний, генерирующих синергетические эффекты (например, в виде перекрестного финансирования или предоставления расширенных пакетов услуг). Создание особого доступного информационного Интернет-пространства, соответствующих технико-технологических установок по осуществлению различных финансовых операций и средств коммуникации, преодоление языковых барьеров (универсализация английского языка) способствуют дальнейшему развитию финансовой глобализации.

Кроме того, расширяются возможности для субъектов хозяйственной деятельности снизить или добиться устранения финансовых рисков (кредитного, рыночного, операционного,

¹⁵³ См.: Stiglitz J.E. Op. cit. 2000. P. 1077; Mishkin F.S. Op. cit. 2008. P. 3-230.

репутационного, расчетного, ликвидности, волатильности и получения прибыли). Во-первых, для реализации этих целей в 1949 г. созданы многочисленные небанковские финансовые посредники, например, такие как хедж-фонды (ХФ). Эти финансовые институты в основном связаны с понятием «альтернативного» капиталовложения, и зачастую определяются как особые механизмы коллективного инвестирования, позволяющие осуществлять выгодные финансовые сделки, в том числе, и на неэффективных инвестиционных рынках. Рабочий процесс находится в ведении профессиональных менеджеров, которые часто имеют долю в управляемой ими структуре. Глобальные ХФ считаются значительными и влиятельными игроками глобального финансового рынка, поскольку используют активные торговые стратегии и широкое кредитное плечо. Хедж-фонды могут покупать ценные бумаги в кредит и продавать их «без покрытия», осуществлять выбор того или иного инвестиционного инструмента (операции по ценным бумагам с фиксированным доходом с игрой на коротких и длинных позициях, биржевые и внебиржевые сделки с производными финансовыми инструментами, валютные торги и т.д.) или их комбинации. В первом приближении подобные небанковские посредники выгодны для ГФС, поскольку позволяют повысить уровень ликвидности и эффективности и, таким образом, нивелировать влияние отдельных видов финансовых рисков, скорректировать рыночные ценовые аномалии.

Во-вторых, появляется целый спектр финансовых инноваций. В качестве примеров приведем обеспеченные активами ценные бумаги *asset-backed securities (ABS)* и связанные с ними кредитные дефолтные свопы (*credit default swaps, CDS*). Такой вид производных ценных бумаг, как CDS находит широкое применение в начале 2000-х гг. (размер данного сегмента глобального рынка деривативов расширяется за период 2003–2007 гг. в 12 раз¹⁵⁴), поскольку, согласно теории, помогает не только избавиться от кредитного риска, но и без дополнительных транзакционных издержек проанжировать компании в зависимости от вероятности их дефолта, тем самым, снижая уровень неопределенности на финансовых рынках¹⁵⁵.

В-третьих, на практике активно используются результаты оценок рейтинговых агентств, чья задача состоит в устранении рисков асимметрии информации, повышении эффективности и прозрачности глобальных финансов. Наконец, за 2000–2007 гг. в шесть раз вырос совокупный экспорт финансовых услуг, к которым относятся страхование и сопутствующие отрасли, а также различные посреднические и вспомогательные услуги, нацеленные на снижение и устранение перечисленных выше финансовых рисков¹⁵⁶.

¹⁵⁴ Анализировались показатели объема CDS к погашению. Источник: BIS Quarterly Review. Different Issues.

¹⁵⁵ Эта отличительная черта CDS отмечена в Энтов Р.М. Анализ в свете теории кризисов. В сб.: Чебанов С.В. (науч. ред.). Мировой кризис: угрозы для России. Материалы совместного заседания Ученого совета ИМЭМО РАН и Правления ИНСОП 10 декабря 2008 г. М.: ИМЭМО РАН, 2009. С. 34.

¹⁵⁶ Источник данных: International Trade and Market Access Data, www.wto.org, 2013. Отнесение услуг к финансовой группе проводится на основе классификации ВТО, см.: Financial Services Background. www.wto.org. 2013.

Финансовая глобализация приводит к изменению отношений между суверенами (государствами). Во взаимодействии стран начинает преобладать «мягкая сила», выражающаяся через преимущества инновационного развития финансовых продуктов и финансовой глубины. Кроме того, анализируемый процесс имеет широкий географический охват, что привело к выходу на глобальные финансовые рынки развивающихся государств и стран с переходной экономикой. Например, в докладе ЮНКТАД 2013 г. отмечается, что в 2012 г. развивающиеся страны обогнали развитые государства по показателю притока ПИИ (62% против 42% общего объема), 9 из 20 крупнейших реципиентов ПИИ и 7 из 20 крупнейших инвесторов – относятся к группе развивающихся стран¹⁵⁷. В 2013 г. китайские ICBC, China Construction Bank Corporation, Bank of China и Agricultural Bank of China заняли соответственно первое, пятое, девятое и десятое места в рейтинге крупнейших глобальных ТНБ по показателю капитала 1-го уровня¹⁵⁸.

Однако, несмотря на разнообразие положительных результатов, работа компонент и звеньев глобальной финансовой системы содержит в себе множество угроз. Выделим и подробно исследуем их, поскольку именно исходя из четко определенных недостатков ГФС в дальнейшем мы будем анализировать стратегию реформ системы. Обратимся к рис. 4, на котором конкретные угрозы финансовой глобализации представлены в виде графического «дерева». Такую схему необходимо анализировать снизу вверх. Негативные последствия от воздействия нефинансовых факторов, размещенные нами в корнях причинно-следственного «дерева», являются определяющими для всех недостатков финансовой глобализации.

К нефинансовым факторам, обуславливающим «корневые» угрозы финансовой глобализации, отнесем, прежде всего, коллективные психофизические и эмоциональные состояния финансовых игроков, обуславливающие их иррациональное принятие финансовых решений и рыночное поведение в ГФС. Подобные психологические факторы будем называть *«коллективное иррациональное»*. В параграфе 1.1 мы подробно описывали различные определенные в теории психологические эффекты, создающие угрозы для ГФС (в том числе возникновение повышенной «рефлексии» финансовых рынков в терминах Дж. Сороса).

Основываясь на институциональной концепции «зависимости от общего пути» и марксистской трактовке мирового финансово-экономического развития, выделим второй блок «корневых» недостатков ГФС и подчеркнем его связь с проблематикой «коллективного рационального». Во-первых, *угроза финансовой глобализации в общеполитическом и историческом контексте* заключается в том, что в «организме» МФС прогрессируют врожденные и приобретенные финансовые «заболевания» (в качестве примера можно привести

¹⁵⁷ Данные приведены из сл. источника: World Investment Report 2013: Global Value Chains and Trade for Development. Geneva // UNCTAD. 2013. P. 4-7.

¹⁵⁸ См.: www.thebankerdatabase.com.

системные дисбалансы и финансовые «пузыри»). Во-вторых, системные недостатки отражаются через «ложное» проявление свободы: а) относительной, когда люди, действуя в соответствии с собственными мотивами, «не ведают, что творят»; б) «действительной» (в терминах К.Маркса) – в том случае, если общество упускает возможность овладеть обстоятельствами¹⁵⁹. Наконец, угроза, заложенная в ходе истории развития МФС, исходит из низких способностей (или отсутствия таковых) у ряда важных эффективных финансовых институтов к выживанию и умножению своих видов, а у всего системного организма – к стабильному развитию и естественной эволюции.



Рисунок 4 – Угрозы финансовой глобализации для общесистемного и национального финансово-экономического развития

¹⁵⁹ См.: Мареев С.Н., Мареева Е.В. Указ. соч. С. 529-549.

Например, известная XVIII в. и проверенная временем немецкая технология трансформации долговых обязательств в ценные бумаги «Pfandbriefe» и основанные на ней модели европейских покрытых облигаций, доказавшие свою эффективность с точки зрения надежности (при повышенной прозрачности и высоком уровне стандартизации и регулирования, балансовой «природе» трансформации долговых обязательств в ценные бумаги и низкой вероятности банкротства организации благодаря гарантии непрерывного кредитования на основе динамичного пула активов)¹⁶⁰, не стали столь же широко применяться в ГФС, как позволяющие получать краткосрочные выгоды – менее надежные бумаги ABS, которые будут более подробно проанализированы нами ниже.

Конкретным проявлением и продолжением «корневых» угроз является возникновение «стволовых» недостатков финансовой глобализации – ***укоренения неолиберальной идеологии и телеологии, теорий «мейнстрима»*** (подробно рассматривались в главе I). О негативных аспектах выбора пути развития ГФС в стиле «мейнстрима» можно судить по результатам ее функционирования и, исходя из ответа на поставленный в теоретическом блоке диссертации вопрос: обладает ли анализируемая система эффективностью, критерием которой является способность к саморегулированию, т.е. к самостоятельному преодолению внутренних противоречий и избежанию финансовых кризисов – без стороннего вмешательства? Опираясь на постулаты посткейнсианского подхода, мы приходим к выводу об отсутствии этого важного качества среди атрибутов мировых и глобальных финансовых рынков и системы в целом на каждом этапе ее эволюции. Приведем доказательства данного утверждения на практике посредством анализа следующего блока проблем финансовой глобализации.

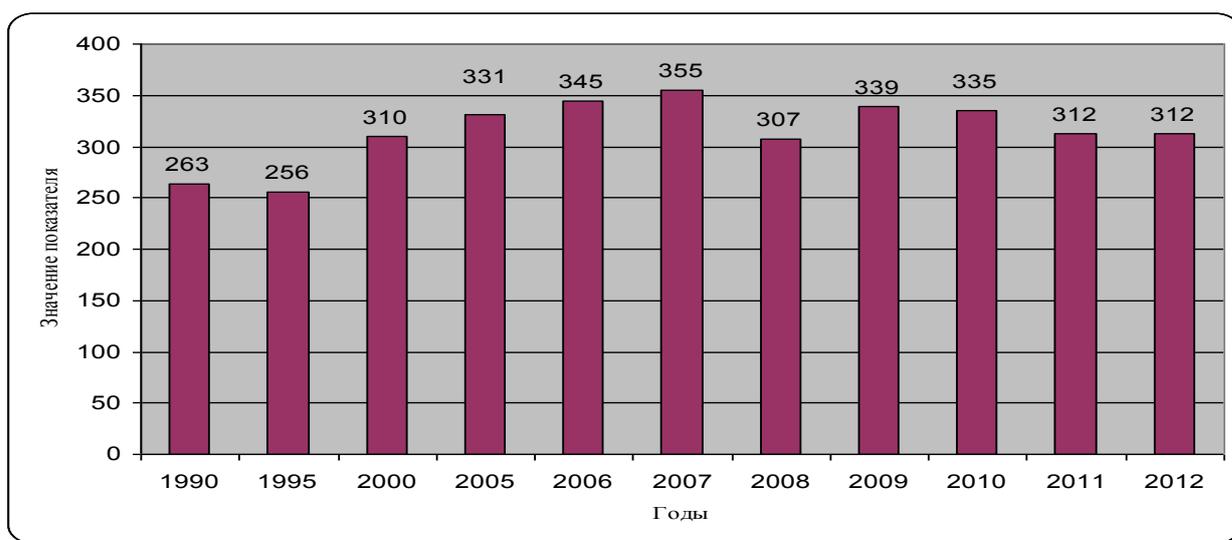
Если «корневые и стволовые» угрозы финансовой глобализации связаны в основном с философскими, историческими, психологическими и организационными факторами развития, то недостатки ГФС, располагаемые нами в «ветвях» причинно-следственного «дерева», носят сугубо финансовый характер. В теории их принято называть встроенными и автоматически срабатывающими «дестабилизаторами»¹⁶¹, приводящими к сбоям в работе ГФС и составляющими основание системной «хрупкости» (в терминах Х.Мински). Подробно анализируем «ветвистые» системные угрозы финансовой глобализации.

Прежде всего, к ним относятся ***гипертрофированные масштабы процесса «финансиализации»***, который, по сути, представляет собой разрушение основ естественного экономического системного взаимодействия. Подчеркнем, что, согласно приведенному в первой главе диссертации, определению, ГФС должна играть важную обслуживающую роль по отношению к реальному сектору глобальной экономики. На практике финансовый сектор

¹⁶⁰ Mastroeni O. Pfandbrief-style products in Europe // BIS. 2001. Papers №5. P. 46.

¹⁶¹ Термин Дж.Стиглица, см.: Доклад Стиглица. Указ. соч. 2010. С.81.

начинает доминировать в мировой экономике. Доказать данное утверждение можно на основе анализа нескольких показателей. Протяженность разрыва между производственным и финансовым секторами глобальной экономики определяется, в частности, с помощью измерения финансовой глубины, которая рассчитывается экспертами McKinsey Global Institute как соотношение между стоимостью глобальных финансовых активов (капитализация фондового рынка, суммарный объем государственных долговых ценных бумаг, накопленный объем облигаций финансовых институтов и нефинансовых организаций, суммарное количество секьюритизированных и несекьюритизированных кредитов) и мировым ВВП. За период 1990–2007 гг. общая финансовая глубина увеличилась с 263 до 355 процентных пунктов (см. рис. 5).



Источник: Financial Globalization: Retreat or Reset. Global Capital Markets 2013 // McKinsey Global Institute. March 2013. P. 2.

Рисунок 5 – Финансовая глубина, в % к ВВП

На уровне конкретных элементов ГФС обратимся к статистике сегмента облигаций в рамках глобального фондового рынка. За период с августа 1996 г. по сентябрь 2011 г. глобальный объем облигаций к погашению вырос в 11,5 раз, достигнув 28,7 трлн. долл. (что эквивалентно расширению объемов анализируемого глобального рынка облигаций, рассчитываемых в % к мировому показателю ВВП, с 8 до 42%), а в декабре 2013 г. – отметился на уровне 22,8 трлн. долл.¹⁶². Капитализация сегмента акций глобального фондового рынка за 1997–2007 гг. увеличилась с 20 до 53 % от мирового ВВП¹⁶³.

С большой скоростью и масштабностью трансграничного движения капитала связан ряд отрицательных сторон для развития ГФС, названный К.Борио и П. Дисиагатом «*повышенной системной эластичностью*»¹⁶⁴. Главным образом, эта проблема ассоциируется с двумя видами капиталовложений. Например, активно перемещаются финансовые потоки с высокой

¹⁶² BIS Quarterly Review. March 2012; BIS Quarterly Review. March 2014.

¹⁶³ World Development Indicators // World Bank. Database 2012, 2013.

¹⁶⁴ Borio C., Disyatat P. Global imbalances and financial crisis: Link or no link // BIS. 2011. May. Working Papers № 346.

волатильностью, а именно портфельные и прочие инвестиции, используемые для получения спекулятивных прибылей и наиболее подверженные риску неожиданного изменения в направлении движения. Для оценки стабильности инвестиций Д.В.Смыслов предлагает применять коэффициент вариативности, который показывает годовые изменения объема капиталовложений за 7-летний период (с охватом кризисов в развивающихся государствах и странах с переходной экономикой 1995–2002 гг.) и равен стандартному отклонению величины денежного потока, деленному на ее среднее значение¹⁶⁵. Результаты работы с этим коэффициентом показывают, что потоки портфельных и прочих инвестиций гораздо более нестабильны, чем ПИИ. Наименьшие расхождения при сравнении этих показателей по выборке из 11 развивающихся стран продемонстрировали Россия и Южная Корея, максимальные – Таиланд, Индонезия, Аргентина. Кроме того, увеличивающиеся глобальные потоки «горячих денег», по сути фиктивного капитала, стимулируют создание избыточной ликвидности и инфляции в одних странах, и одновременно образование дефицита финансовых ресурсов в других государствах, тем самым, в ГФС нарушается баланс. Обратимся к статистике: за 1997–2011 гг. совокупные портфельные инвестиции увеличились с примерно 6 трлн. до более 39 трлн. долл. По оценкам специалистов МВФ, за кон. 1990-х – нач. 2000-х гг. доля портфельных и прочих инвестиций в международном потоке капитала в среднем достигала 77%¹⁶⁶.

Особое место среди проблем развития ГФС занимают *угрозы финансовой транснационализации*, связанной с функционированием Ф-ТНК и взаимодействием глобальных банковских и небанковских (инвестиционные и страховые компании, пенсионные и хеджировочные фонды, ипотечные агентства вторичного рынка) финансовых посредников.

Как отмечалось нами ранее, глобальные транснациональные банки являются важными участниками ГФС. Основные индикаторы финансовой деятельности этих Ф-ТНК говорят сами за себя. Если соотнести объемы совокупных активов 1000 крупнейших банков с объемом мирового ВВП в текущих ценах, то в среднем за 2006–2013 гг. значение полученных показателей будет колебаться около 143%¹⁶⁷. Деятельность ТНБ в глобальной экономике имеет широкий географический охват: в среднем за 2006–2013 гг. размер внешних активов в % к совокупным активам компании для Dexia (Бельгия) составил 89,9%, Danske Bank (Дания) – 60%, BNP Paribas (Франция) – 50,8%, Deutsche Bank (Германия) – 65,7%, Unicredito (Италия) – 59%, ING Group (Нидерланды) – 60,9%, Banco Santander (Испания) – 60,6%, Nordea Bank (Швеция) – 79,6%, UBS (Швейцария) – 68,8%, Credit Suisse (Швейцария) – 80%, HSBC

¹⁶⁵ Смыслов Д.В. Реформирование мировой валютно-финансовой архитектуры: 1990-2000-е годы. М.: ИМЭМО РАН, 2009. С. 15; International Financial Statistics // IMF. Database 2002, 2013.

¹⁶⁶ Источник данных: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS), 2013; выборка из IMF Data Warehouse на 13/03/2013.

¹⁶⁷ Рассчитано по данным сл. источников: World Economic Outlook Database // IMF. October 2013; Financial Market Series: Banking // TheCityUK partnership prosperity. 2012-2013; The Banker Database 2013.

(Великобритания) – 58,8%, Barclays (Великобритания) – 66,6%, Citigroup (США) – 64%. Следует учитывать, что на период острой фазы глобального кризиса размеры активов перечисленных ТНБ варьировали от 680 млн. долл. до более 1 880 млрд. долл., количество занятых превышает 23 000 человек, общее число иностранных филиалов – свыше 50¹⁶⁸. При этом, основной угрозой ГФС, связанной с деятельностью транснациональных банков, является **повышенная банковская концентрация в глобальной экономике**. Глобальный показатель концентрации, рассчитанный как отношение 3 и 5 крупнейших банков к совокупным активам коммерческих банков, отражает изменение масштабов деятельности ТНБ и за период 1997–2011 гг. существенно не изменялся (см. Приложение, рис. 10). Таким образом, высокий показатель банковской концентрации свидетельствует о том, что глобальные ТНБ контролируют около 70–80% активов отрасли и практически не имеют равных себе по возможностям конкурентов. Крупнейшие глобальные банковские центры располагаются в США, Великобритании, Японии, Китае, Германии, Франции и Италии. Кроме того, Совет по финансовой стабильности в 2013 г. выделил всего 29 так называемых «системообразующих финансовых институтов», и были определены критерии их идентификации (главным образом, размер активов, уровень левиреджа, степень вовлеченности в МФО и т.д.)¹⁶⁹. Тем самым, если хотя бы один из этих финансовых гигантов потерпит фиаско, ряд структурных «цепочек» ГФС будет фактически выведен из строя.

Определим некоторые дополнительные угрозы, связанные с ТНБ. Выше на примере Citigroup уже рассматривалась ситуация объединения кредитной и инвестиционной культур, а также достоинства такого взаимодействия. Теперь выделим отрицательные стороны процесса финансовой универсализации.

Во-первых, в универсальной компании часто возникают конфликты подразделений организационной иерархии, например, вследствие отличия в стратегиях взаимоотношений с клиентами: коммерческие банки в основном ориентируются на долгосрочную перспективу, в то время как их инвестиционные партнеры – на краткосрочный период. Таким образом, уже внутри универсальной структуры возникают мощные потоки разнонаправленной активности и, как следствие, противоречий. Отметим, что сфера глобальных инвестиционных банков (ИБ) также активно развивается и предлагает широкий спектр финансовых услуг: андеррайтинг (порядка 49% прибыли отрасли), слияния и поглощения (27%), синдицированные кредиты (24%). Крупнейшие ИБ зачастую основываются на деятельности ТНБ, в число крупнейших из

¹⁶⁸ International Financial Statistics (IMF) 2011-2013; Banks' Annual Reports 2011-2013; Schoenmaker D., Werkhonen D. What is the Appropriate Size if Banking System? // Duisenberg School of Finance Policy. 2012. October. Paper Series №28. P. 17-24.

¹⁶⁹ 2013 update of group of global systemically important banks (G-SIBs) // Financial Stability Board. 2013. November 11. P. 1-3; Global Systemically Important Banks: update assessment methodology and the higher loss absorbency requirement // BIS. July 2013.

них входят JP Morgan, Bank of America Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Credit Suisse, Deutsche Bank, Citi Bank, Barclays Capital, UBS, Wells Fargo Securities. Показатель концентрации в сфере ИБ довольно высок – на 10 крупнейших Ф-ТНК за период 2007–2013 гг. приходилось от 52 до 59% анализируемого рыночного сегмента ГФС. Инвестиционные банковские центры сосредоточились в США, Канаде, европейских странах, Японии и Китае¹⁷⁰.

Во-вторых, одним из тяжелых последствий воздействия «ложного» целеполагания в ГФС стало изменение системы стимулов финансовых игроков разных масштабов и уровней. Ф-ТНК, включая транснациональные банки, в 2000-е гг. переориентировались от аспектов сохранения стабильности и устойчивости в финансовой деятельности на извлечение сверхкраткосрочных прибылей. Постепенно конкуренция между немногочисленными финансовыми гигантами в ГФС смещается в иное пространство и перерастает, главным образом, в борьбу за финансовые показатели и наращивание скорости финансовых оборотов и внедрения компьютерных технологических систем, и основным психологическим мотивом становится страх, выраженный в боязни потерять свои рыночные ниши и быть поглощенными. Наиболее ярким примером «гонок за выживание» является поведение банка UBS. Тремя крупнейшими игроками по показателю фиксированного дохода за 2005–2006 гг. стали Goldman Sachs, Citigroup и Deutsche Bank. UBS занял лишь 9 место в данном списке. Руководство этого банка спешно начало разработку стратегию «я тоже», предполагающую «рост любой ценой»¹⁷¹.

Наконец, глобальные банки вовлекаются в схемы секьюритизации, т.е. процесса «превращения» целых блоков из неликвидных активов (ипотечных и авто кредитов, дебиторской задолженности по кредитным карточкам и т.п.) в ценные бумаги, например, синтетические облигации, привязанные к кредитным дефолтным свопам. При этом новая банковская модель в большей мере ориентирована на быстрое получение доходов от *внебалансовой деятельности* и расширение масштабов своего географического и финансового присутствия, чем на диверсификацию и устранение рисков функционирования. Данная стратегия начинает реализовываться благодаря созданию благоприятных внешних условий (достижение соглашения о международном банковском регулировании «Базель-2», в рамках которого для банков конструируются сверхчувствительные к рискам системы взвешенного расчета регулятивного капитала, открываются широкие возможности для арбитража, и активизируется их внебалансовая деятельность) и внутренние стимулы в виде соответствующей системы вознаграждений управленческого персонала¹⁷². Согласно международным нормативам для финансовых организаций «Базель-2», веса по ипотечным кредитам были снижены с 50%

¹⁷⁰ Financial Market Series: Banking // TheCityUK partnership prosperity. 2012-2013.

¹⁷¹ Blundell-Wignall A., Atkinson P., Lee S.H. The current financial crisis: causes and policy issues // Financial market trends. OECD. 2008. P. 10.

¹⁷² Blundell-Wignall A., Atkinson P., Lee S.H. Op. cit. P. 5-6.

(по «Базель-1») до 35% по упрощенной версии в новой редакции, а также до всего лишь 15-20% в зависимости от того, какой подход к расчету кредитного риска на основе рейтингов специализированных агентств будет использовать банк. При оценке кредитного риска анализируются такие его элементы, как вероятность дефолта, возможные потери в случае наступления неблагоприятных событий и т.п. Помимо так называемого надзорного процесса, в «Базель-2» входят минимальные требования к капиталу и рыночная дисциплина. В рамках первого «пилотного» Базельского соглашения было необходимо использовать стандартизированный подход к оценке кредитного риска, и отношение совокупного капитала к активам не должно было составлять менее 8%. Подобный подход стимулировал краткосрочное кредитование. Во втором блоке международных стандартов предусматривалось внедрение дифференцированного гибкого подхода с учетом взвешивания активов по риску и измененного алгоритма расчета регулятивного капитала. Раскрытие информации распространялось на бухгалтерскую отчетность, но внебалансовая деятельность финансовых организаций зачастую оставалась в «тени»¹⁷³. Таким образом, меры и инструменты, *де-юре* направленные на регулирование международной банковской сферы, *де-факто* усиливали дестабилизирующее начало в ГФС.

Проанализируем особенности функционирования ряда небанковских финансовых посредников. Процессы секьюритизации в большей мере связаны со сферой недвижимости, входящей в число самых прибыльных и динамично развивающихся экономических направлений. Одним из первичных и самых передовых институтов, встраивающихся в ряды финансовых посредников в данной среде, является агентство вторичного рынка ипотечных кредитов, распространенное в США. Оно занимается тем, что выкупает первичные долговые обязательства, на основании заранее определенных признаков группирует их, затем продает доли выстроенных пулов в форме ценных бумаг на вторичном ипотечном рынке¹⁷⁴. По сути, представленный процесс является агентским алгоритмом создания структурированных финансовых инструментов. В качестве примеров кредитных агентств можно привести квазигосударственные организации Федеральную национальную ипотечную ассоциацию (*Fannie Mae*) и Федеральную корпорацию жилищного ипотечного кредита (*Freddie Mac*), а также Правительственную национальную ипотечную ассоциацию (*Ginnie Mae*). Они выполняют отчасти посреднические функции, однако обладают и собственными средствами, которые пускают в оборот. Изначально в функции данных агентств входило выполнение четко регламентированных государственных социальных программ. Однако в 1970-х гг. они стали

¹⁷³ Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: Уточненные рамочные подходы. Банк международных расчетов. 2004. Июнь.

¹⁷⁴ Классификация и характеристики ипотечных институтов представлены на основе: Полтерович В.М. Указ. соч. С. 208-211.

налаживать выпуск и продажу производных ценных бумаг, обеспеченных пулами закладных, что позволило им в дальнейшем не только захватить контроль над сферой ипотеки США, но и активно оперировать на европейской части глобального финансового рынка. С 1970 по 2000 гг. совокупный выпуск производных финансовых инструментов, обеспеченных ипотекой (*MBS*) трех вышеперечисленных агентств увеличился почти в 40 раз, достигнув отметки в 2 130 млрд. долл. (см. Приложение, рис. 11). Уже в начале 2000-х гг. Freddie Mac держало под своим влиянием более 9% европейской доли рынка. При этом в 2001 г. европейские выпуски производных финансовых инструментов, обеспеченных коммерческой недвижимостью (*commercial mortgage-backed securities, CMBS*) и жилищной ипотекой (*residential mortgage-backed securities, RMBS*), составили приблизительно 14 и 53 млрд. долл. соответственно (показатель для глобального рынка был равен 45,6 и 147 млрд. долл. соответственно)¹⁷⁵. Таким образом, параллельно происходит и мультиотраслевое, и глобальное взаимодействие финансовых игроков.

Другим важным глобальным финансовым игроком является хедж-фонд. В 1998 г. насчитывалось около 3500 ХФ, владеющих капиталом в 300 млрд. долл. и совокупными активами примерно в 1 трлн. долл. Фондов, имеющих объем капитала более 1 млрд долл., было всего несколько десятков. В сравнении с другими финансовыми посредниками позиции ХФ выглядели довольно скромно: совокупные активы частных пенсионных фондов – 4,3 трлн. долл., государственных – 2,3 трлн. долл., страховых компаний – 3,7 трлн. долл.¹⁷⁶. За последние годы характерными чертами развития хедж-фондов становятся следующие тенденции¹⁷⁷:

- a) Стремительное увеличение количества ХФ (к концу 2012 г. зарегистрировано 10 100 фондов, общая сумма активов, располагаемых глобальными ХФ, составила 2 050 млрд. долл. с учетом посткризисного восстановления) и множественность инвестиционных стилей и инструментов.
- b) Расширение географии глобальных ХФ. Управление активами этих финансовых посредников происходит в основном из оншорных зон: в 2012 г. 70% глобальных активов находились под управлением США, 21% – европейских стран (из них 67% активов под контролем Великобритании, 8% – Швеции, 4% – Швейцарии) и 9% – азиатских государств (в основном Гонконга, Сингапура, Японии). Около половины ХФ зарегистрированы в

¹⁷⁵ Обзор данных проводился на основе сл. источников: Копейкин А.Б. Ипотечные ценные бумаги / А.Б. Копейкин, Н.Н. Рогожина, Ю.Е. Туктаров. М.: Фонд «Институт экономики города», 2008. С. 19-20; The Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Database 2012, 2013. www.sifma.org.

¹⁷⁶ Report of the President's Working Group on Financial Markets. Hedge Funds, Leverage and the Lessons of Long-Term Capital Management // U.S. Department of the Treasury. April 1999. <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgfund>.

¹⁷⁷ Выявлены на основе статистического отчета Hedge Funds. Financial Market Series // TheCityUK partnership prosperity. May 2013; Special Issue. Hedge Funds // Banque de France, Eurosystem. April 2007. Financial Stability Review. P. 7-29, 151-161.

оффшорных зонах, что позволяет им воспользоваться «мягкими» финансовыми и налоговыми режимами: 34% глобальных фондов – на Каймановых о-вах, 10% – в Люксембурге, 7% – в Ирландии, 6% – на Британских Виргинских о-вах и 3% – на Бермудских островах. Основными источниками средств для глобальных ХФ служат институциональные инвесторы (в 2012–2013 гг. около 22% из них составили пенсионные фонды, располагавшие активами в размере 7,6% мирового ВВП). 100 крупнейших ХФ объединяют под своим управлением свыше 61% совокупных активов отрасли (мировыми гигантами по количеству управляемых активов считаются Bridgewater Associates США, JP Morgan Asset Man. США, Man Group Великобритания). ХФ охотно инвестируют в быстро развивающиеся страны Азии, Латинской Америки, Ближнего Востока и т.д.

- с) Динамичное развитие «фондов фондов» (*funds of funds, FoF*) как результат эволюции ХФ (крупные центры этих гигантов – США, Швейцария и Франция) и прибыльного их «упаковывания» по 10-25 игроков для решения мультиуправленческих и инвестиционных задач (совокупные активы в 2012 г. были равны 500 млрд. долл., т.е. ¼ глобальных активов отрасли). Общее количество FoF в период острой фазы глобального кризиса достигло 639.
- d) Создание «пучков» контрагентов по схеме «первичный брокер – ХФ». В число глобальных крупнейших первичных брокеров, предоставляющих целый спектр финансово-управленческих услуг хедж-фондам, входят ТНБ и глобальные инвестиционные банки, а именно Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley Prime Brokerage (с 19, 13 и 13% обслуживаемых ХФ за 2012 г. соответственно).
- e) Юридическая свобода от специальных требований к отчетности, дополнительному раскрытию информации и торговой стратегии. По оценкам БМР, документов, предоставляемых ХФ для предварительной комплексной экспертизы, было недостаточно для объективной оценки рисков их деятельности. Кроме того, эти небанковские финансовые посредники ограничены в использовании кредитного плеча только предпочтением своих управляющих и готовностью кредиторов предоставить финансовую поддержку.

Еще одним из ключевых финансовых посредников в ГФС, на наш взгляд, являются закрытые и открытые взаимные фонды (*mutual funds*), которые стали важным «звеном» при инвестировании в развивающиеся государства, страны с переходной экономикой и формирующимися рынками. Отличительной чертой взаимных фондов является их гибридная модель поведения, когда инвестиционное решение принимают как управляющие, так и сами инвесторы. За 1993–2013 гг. активы этих финансовых игроков колебались в пределах 6,6–16% от мирового показателя ВВП, причем на долю взаимных фондов США и Европы в сер. 1990-х – нач. 2000-х гг. приходилось 59 и 33% глобальных активов данной финансовой отрасли соответственно. Число глобальных взаимных фондов в кон. 1990-х – нач. 2000-х гг. превысило

273, доля активов 20 крупнейших из них в общем объеме активов фондов составляет свыше 75%. При этом глобальные взаимные фонды предпочитают инвестировать в развитые страны и развивающимся латиноамериканским и азиатским странам достается только около 10-17% их капиталовложений. Остальные взаимные фонды ориентируются, главным образом, на Бразилию, Мексику, Аргентину и Чили – в Латинской Америке; Гонконг, Индию, Южную Корею, Малайзию, Тайвань и Таиланд – в Азии; Чехию, Венгрию, Польшу, Россию – среди стран с переходной экономикой¹⁷⁸.

Результаты анализа функционирования ряда банковских и небанковских посредников привели к образованию целых агломераций финансовой активности или глобальных финансовых центров (ГФЦ), работающих сразу в нескольких сегментах ГФС и объединяющих страны и континенты. ГФЦ получили название «глобальные финансовые хабы» (*global hubs*) и стали «узлами» сформировавшейся сети глобальных финансовых игроков¹⁷⁹. Характеристиками хабов являются масштаб кредитования (количество предоставленных и взятых кредитов), степень тесноты (количество связующих каналов в «узле»), уровень посредничества (задействованное число сторонних промежуточных финансовых посредников), качество и количество объединяемых финансовых игроков. Согласно оценкам экспертов БМР, самая высокая рыночная доля хабов в глобальном финансовом секторе зарегистрирована в Великобритании (22%), США (13%) и Франции (6,6%)¹⁸⁰. Эти три страны также лидируют по качеству перечисленных выше характеристик сетевых «узлов». Таким образом, угроза ГФС в контексте агентской проблематики состоит в повышенной концентрации и, как следствие, «хрупкости» сети глобальных финансовых посредников.

Поскольку ГФС является подсистемой глобальной экономики, угрозы финансовой глобализации и транснационализации сказываются на реальном секторе. В «кроне» графического «дерева» мы располагаем наиболее яркие изменения в глобальной экономике, напрямую связанные с ГФС.

Прежде всего, это угроза диктата ГФС в глобальной экономике, производственная база которой оказалась «вплетена» во внутренние взаимоотношения глобальных финансовых рынков вследствие сохранения и развития треугольной структуры экономических связей «производящая фирма – инфраструктурные институты глобальных финансовых рынков – банк». В естественном базовом варианте этой простейшей схемы производитель реального

¹⁷⁸ World Development Indicators // World Bank 2012, 2013; Emerging Market Funds Research and International Financial Corporation.

¹⁷⁹ В терминах А.Нагурни и Т.Ваколбингера она образуется в рамках экономической и общественной «мировой суперсети», см.: Nagurney A., Wakolbinger T. Supernetworks: An Introduction to the Concept and its Applications with a Specific Focus on Knowledge Supernetworks // International Journal of Knowledge, Culture and Change Management. 2004. №4. P. 1523-1530.

¹⁸⁰ BIS banking statistics 2012-2013; Research on global financial stability: the use of BIS international financial statistics // BIS. June 2010. CGFS papers №40. P. 74-79.

сектора глобальной экономики должен находиться на главной вершине треугольника взаимодействия, а инфраструктурные институты (например, фондовая биржа) и банк – в точках его основания, что символизирует важное, но подчиненное по отношению к производству положение финансовой сферы в экономической системе. В условиях финансовой глобализации на месте главной вершины треугольника оказываются системно значимые финансовые институты и компоненты ГФС.

К «крановым» проблемам также относятся угрозы общего процесса транснационализации. Уже в начале 2000-х гг. на 100 крупнейших ТНК приходится до $\frac{1}{3}$ мирового экспорта. Основным инструментом деятельности транснациональных корпораций являются ПИИ, которые предоставляют возможности для контроля и влияния на масштаб и структуру производства, как правило, входящих в сферу специализации государств-реципиентов. По своей сути, деятельность ТНК связана с рядом противоречий. Способствуя развитию стран через создание рабочих мест (в 2012 г. для более 70 млн. чел.) и работу с совокупными активами иностранных филиалов (порядка 86,6 трлн. долл.)¹⁸¹, транснационализация определенным образом ограничивает, а нередко даже ставит под угрозу, суверенитет государств, на чьи территории возникают отделения крупнейших ТНК (можно привести в качестве примера механизм трансфертного образования цен). Это происходит, поскольку исследуемые субъекты хозяйственной деятельности проводят предпочтительные для них рыночные операции (такие как аутсорсинг с перемещением производства в страны с дешевой рабочей силой, что позволяет многократно сократить издержки производства), т.е. с позиции «мейнстрима» функционируют абсолютно рационально – руководствуясь задачей максимизацией прибыли и эгоизмом.

Вновь вернемся в «ствол» нашего графического «дерева», иллюстрирующего недостатки ГФС, и обратимся к **проблеме оффшоризации**. Хотя традиционно считается, что ПИИ являются наиболее стабильным компонентом иностранных инвестиций, согласно отчету ЮНКТАД за 2013 г., сферу прямых иностранных инвестиций также можно считать одной из крайне нестабильных в ГФС. Доказательством этого служит повышательный (за период с 1996 по 2000 гг. и в особенности с 2007 г.) тренд движения ПИИ через оффшорные финансовые центры (ОФЦ) с льготными налоговыми режимами и либеральными законами, регулирующими деятельность компаний. Опасность, которую представляют эти территории для системы, состоит в том, что они пропускают через себя «замаскированные» ПИИ, не учитываемые в статистической базе ЮНКТАД, работают как схемы ухода от налогов и нередко способствуют деятельности подставных компаний (*shell companies*) и легализации финансовых ресурсов, полученных преступным путем. Схемы операций данных финансовых игроков содержат как

¹⁸¹ Источники данных: World Investment Report 2013. Op. cit. P. 24; Богомолов О.Т. Указ. соч. С. 19-26, 36-38.

алгоритмы «кругового движения» ПИИ, так и каналы их перенаправления от государств-доноров в третьи страны. Кроме того, эксперты ЮНКТАД отмечают, что по движению ПИИ через «налоговый рай» можно судить о размерах нераспределенных прибылей ТНК¹⁸². Конкретными примерами использования ОФЦ могут служить оффшорные банковские лицензии, деятельность оффшорных корпораций и организаций специального назначения (*special purpose entities, SPE*), создаваемых Ф-ТНК в форме иностранных филиалов для исполнения конкретных функций, схемы уклонения от уплаты налогов и «теневого» управления активами. В табл. 6 (см. Приложение) представлены основные географические места расположения ОФЦ: как правило, это небольшие по площади страны или территории, небогатые природными ресурсами, но с квалифицированным человеческим капиталом и высоким уровнем политической стабильности. По оценкам Мирового банка, финансовый индикатор, полученный в ходе соотнесения оффшорных банковских депозитов к аналогичному национальному показателю, за период 1995–2007 гг. колеблется в пределах от 25 до 35%¹⁸³. ОФЦ предоставляют широкий диапазон финансовых услуг: международный банкинг, страхование, структурированные финансы, управление активами, коллективные инвестиционные схемы и т.д. Следует различать ОФЦ и «налоговые гавани», поскольку задача последних в основном не сводится к привлечению потоков международного капитала, а концентрируется на работе с клиентами из стран с высокими налогами. Венгрия, Люксембург, Нидерланды в 2011 г. объявили об общих глобальных потоках ПИИ через свои оффшорные центры в размере, превышающем 690 млрд. долл. При этом для сравнения в 2011 г. совокупный приток ПИИ в глобальной экономике составил 1 652 млрд. долл. В некоторых ОФЦ совокупные финансовые активы в % к национальному ВВП составляют от 100 до 1 300%¹⁸⁴. Таким образом, процессы оффшоризации не только усложняют реализацию задачи по повышению уровня системной прозрачности, но и создают дополнительные схемы ухода от налогов. Данная финансовая проблема считается глобальной и требует многостороннего подхода к решению.

К «стволовым» угрозам финансовой глобализации мы также относим *генерирование и/или усиление различных рисков в ГФС*, которые, главным образом, связаны с наличием обоснованной посткейнсианцами проблематики экономической неопределенности. В теории и на практике выделяются несколько типов рисков и их подвидов: кредитный (повышенной банковской концентрации, секьюритизации, кредитных деривативов), конкретных глобальных финансовых рынков (например, валютный), операционный, репутационный, общесистемный, риски ликвидности, волатильности, потери прибыли и т.д. В данной работе мы проанализируем

¹⁸² World Investment Report 2013. Op. cit. P. 2-31.

¹⁸³ World Development Indicators //World Bank. Database 2012, 2013.

¹⁸⁴ World Investment Report 2013. Op. cit. P. 2-31; Motorina N., Rutkowski F. Offshore financial centers: Rogue players or useful refuges? // Johannes Gutenberg Universitat. January 18. 2013. P. 17.

риски одного конкретного сегмента ГФС, а именно глобального рынка финансовых деривативов и секьюритизированных производных ценных бумаг, связанных с ипотекой.

Развитие финансовых инноваций привело к созданию структурированных инструментов. Финансовая структуризация обязательно предполагает проведение трех важных операций: а) объединение активов или создание их гомогенных (однородных) или гетерогенных пулов; б) конструирование структуры на основе траншей ABS или ценных бумаг, обеспеченных пулами залоговых активов, и их ранжирование от старших (низкорисковых и почти безубыточных) до младших, сочетающих все многообразие рисков; в) отделение кредитного риска от пула залоговых активов, обычно осуществляемое с помощью специального юридического лица (SPE), которое размещает новые инструменты, обеспеченные пулами залоговых активов и, например, привязанные к CDS, тем самым, перекадывая кредитные риски на плечи контрагентов. По закону естественного отбора на рынке, как правило, выживает сильнейший, поэтому массовое уклонение от рисков приводит к тому, что они накапливаются наиболее дезинформированными и слабыми участниками, крупными чрезвычайно значимыми игроками (объектами государственной поддержки) и организациями-рискофилами (созданными для «снятия сливок»). Таким образом, на индивидуальном уровне финансовым игрокам удается в краткосрочной перспективе избавиться от некоторых видов рисков (операционного, кредитного, ликвидности), однако ***системный риск в сети ГФС остается и накапливается.***

ABS представлены целым «семейством» ценных бумаг: обеспеченными долговыми обязательствами (*collateral debt obligations, CDO*), CMBS и RMBS и т.п. Объемы этих инструментов в ГФС огромны: например, за 2000–2006 гг. глобальный выпуск CDO увеличился почти в 8 раз, достигнув 520,6 млрд. долл., а суммарный их объем к погашению в экономике в 2006 г. составил 1 060 млрд. долл. (см. Приложение, рис. 12-15). Таким образом, наблюдается ***еще один вид системной концентрации, связанный с масштабным аккумулярованием и доминированием инновационных финансовых продуктов.***

Особую роль в сфере структурированных финансов играют рейтинговые агентства. Они зачастую принимают участие в оценке пулов залоговых активов и помогают в разработке структуры нового финансового инструмента. Согласно документации крупнейших рейтинговых агентств, в 2003 г. работа со структурированными финансами принесла Moody's заработок в 460 млн долл. США (что составило 40% доходов этой компании от рейтингования), агентству Fitch – 50% выручки. За 1996–2003 гг. общие доходы рейтинговых агентств от оценок структурированных инструментов росли со скоростью 30% в год¹⁸⁵. При этом деятельность этих организаций связана с повышенными рисками вследствие действия следующих факторов:

¹⁸⁵ Данные приведены на основе обзора сл. источников: The role of ratings in structured finance: issues and implications // BIS. January 2005. P. 2, 19; Sinclair T.J. Credit Rating Agencies and the Global Financial Crisis //

- а) обострения конфликта интересов игроков на глобальном рынке финансовых инноваций. Поскольку инициируют сделку и оплачивают работу рейтинговых агентств эмитенты структурированных инструментов, у исполнителей есть стимул для выставления оценок с учетом интересов непосредственных заказчиков, а не инвесторов. Однако необходимо понимать: как правило, оценщики очень дорожат своей репутацией, поэтому нередко ссылаются на то, что зарплата и премии аналитиков не зависят от рейтингов, они строго придерживаются деловой этики и часто приглашают известных ученых-экономистов для получения соответствующих комментариев в ходе работы. Таким образом, независимость функционирования рейтинговых агентств ставится под вопрос¹⁸⁶.
- б) углубления системных угроз в результате вероятностного характера выставляемых оценок. Например, в качестве методологии рейтингования CDO ведущие агентства в начале 2000-х гг. использовали в целом схожие подходы: Moody's применяло биномиальную BET-модель и усовершенствованную CDOROM-модель, Fitch внедрило VECTOR-модель, а Standard & Poor's – EVALUATOR-модель. В основном эти эконометрические конструкции базируются на методике Монте-Карло. Кроме того, для проведения соответствующего сравнительного анализа необходим ряд исторических данных, а структурированные инструменты – это довольно новое изобретение.
- в) характеристик и действий участников глобального рынка финансовых инноваций. Во-первых, далеко не все субъекты хозяйственной деятельности осознают, что рейтинги основаны на ожидаемых событиях и носят вероятностный характер. Во-вторых, редкие контрагенты разбираются в методиках моделирования и получения соответствующих оценок, а при этом аналитики могут совершать операционные ошибки (например, перегрузить модель параметрами). В-третьих, процесс траншевания (разделения на классы) финансовых инструментов создает их структуру в виде многослойного пирога, что нередко вносит путаницу и сложности для общего понимания и определения степени рискованности сделок. Кроме того, оценки выставляются по одной шкале, поэтому реальная возможность выбора весьма ограничена. Наконец, исследование и опрос, проведенные среди европейских банков, показали, что в основном на рейтинги слепо и безоговорочно полагаются небольшие и/или наименее развитые рыночные организации, поскольку они не имеют возможности

Economic sociology_the European electronic newsletter. 2010. November. Vol.12. №1. P. 4-10; Report on the Role and Functioning of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets // U.S. Securities and Exchange Commission. January 2003.

¹⁸⁶ В данном контексте можно провести параллель с работой аудиторов и случаем их недобросовестного поведения в результате обследования компании Enron.

оценить достоверность полученной от агентств информации и самостоятельно выстраивать свои стратегии¹⁸⁷.

Таким образом, проблематика деятельности рейтинговых агентств вновь восходит к вопросам психологии финансовых игроков, рассмотренных нами выше. Например, усиливается моральный риск: акторы глобальных финансовых рынков в большей своей массе доверяют рейтингу «ААА» и ассоциируют эту высокую оценку с надежным источником вложения.

Обратной стороной всеобъемлющего характера финансовой глобализации становятся финансовые риски и угрозы, связанные с *неравномерностью получения различными государствами и группами стран выгод от функционирования ГФС*. В большинстве работ, посвященных данной тематике, оценивались возможности стран эффективно распределять финансовые риски (кроме системного) на международном уровне¹⁸⁸. Выясняется, что только промышленно развитые страны достигают лучших результатов при диверсификации некоторых видов рисков на современном этапе процесса глобализации. Для развивающихся стран (даже для тех, кто активно включился в процессы ГФС), в общем и целом, был закрыт доступ к подобным привилегиям (нарушается принцип географической сонаправленности в развитии, или *co-movement*). Развивающимся странам было посвящено совсем небольшое число работ. М.Обстфельд и К.Льюис включили в свой анализ некоторые из этих государств, но их выборки (ограничивающиеся 1988 и 1992 гг., соответственно) не охватывали большую часть «волны» финансовой глобализации середины 1980-х гг. Среди трудов отечественных ученых выделим работу О.Т.Богомолова¹⁸⁹.

Результаты наиболее полного исследования в 2007 г. опубликовали М.Коуз, Е.Прасад, М.Терронс¹⁹⁰. Они рассматривают комплекс данных для выборки из 69 стран, разделенных на две группы – развитые (21) и развивающиеся (48). Развивающиеся государства объединены в два класса – 21 страну с формирующейся рыночной экономикой (*emerging countries, EME*) и 27 остальных стран. Для анализа выбирается период с 1960 по 2004 гг., который условно разделяется на три части. Первый отрезок времени охватывает 1960–1972 гг., т.е. соответствует

¹⁸⁷ Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness // IMF. 2008; The role of ratings in structured finance: issues and implications // BIS. January 2005. P. 22.

¹⁸⁸ Obstfeld M. Are Industrial-Country Consumption Rises Globally Diversified? // NBER. 1993. March. Working Paper № 4308, International Capital Mobility in the 1990s. 1994, <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP902>; Lewis K.K. What can Explain the Apparent Lack of International Consumption Risk Sharing? // NBER. 1995. August. Working Paper № 5203; Artis M.J., Hoffmann M. Declining Home Bias and the Increase in International Risk Sharing: Lessons from European Integration. 2007. URL: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP6617>, The Home Bias and Capital Income Flows Between Countries and Regions. 2006. URL: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP5691>; Sorensen B.E., Yosha O. International Risk Sharing and European Monetary Unification // Journal of International Economics. 1998. August. Vol. 45. Issue 2. P. 211-238; Sorensen B.E., Yosha O., Wu Y.-T., Zhu Y. Home Bias and International Risk Sharing: Twin Puzzles Separated at Birth. 2005. URL: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP5113>.

¹⁸⁹ См.: Богомолов О.Т. Указ. соч. С. 30-34.

¹⁹⁰ Богомолов О.Т. Указ. соч. С. 30-34; Анализируется исследование Kose M.A., Prasad E.S., Terrones M.E. How does financial globalization affect risk sharing? Patterns and Channels // IMF. 2007. October. WP/07/238.

действию Бреттон-Вудской системы с режимом фиксированного валютного курса, и отличается относительной стабильностью. Второй подпериод (1973–1986 гг.) ознаменовался общими шоками, вызванными резкими колебаниями цен на нефть, сдерживающей денежно-кредитной политикой и применением на практике плавающих валютных курсов. Третий интервал 1987–2004 гг. относится к эпохе ускорения развития ГФС. Для оценки распределения рисков использовались три основных подхода: а) метод построения уравнения регрессии для годовых пространственных выборок с оценкой изменения анализируемых показателей (как отклонения увеличения национальных индикаторов от роста мирового показателя); б) метод построения регрессии на временных рядах для каждой страны; в) комбинированный метод, предполагающий оценку коэффициентов уравнения с применением панельных данных. В ходе эконометрического анализа исследователи установили, что развитые государства достигли более высоких результатов в распределении индивидуальных агентских рисков за период финансовой глобализации, чем остальные государства. Среди наиболее вероятных причин неспособности стран с формирующимися рынками активно участвовать в диверсификации рисков авторами выделяется высокая волатильность потоков капитала.

В целях углубления анализа причинно-следственных связей по данной тематике обратимся к нижней части рис. 3. Для получения дополнительных выгод от финансовой глобализации, стране необходимо добиться того, чтобы основные национальные финансово-экономические показатели превысили некие пороговые значения (определяемые международными организациями по различным группам стран). Другими словами, экономическое развитие стран проходит поэтапно, и выход на более высокую эволюционную ступень предполагает успешное преодоление предыдущих стадий. Кроме того, повышаются риски асимметрии информации (к анализу данной проблематики в МФС обращался Дж.Стиглиц, см. параграф 1.1) как на микро-, так и на макроуровне. Например, основные разработки и позиции на глобальном рынке финансовых инноваций принадлежат США и странам ЕС, которые обладают в данной сфере большим опытом и знаниями, чем развивающиеся государства и, соответственно, имеют преимущество перед ними. При этом очень постепенно в данную сферу начинает проникать Китай: в 2005 г. в рамках пилотного проекта секьюритизации, утвержденного Народным Банком Китая, Construction Bank выпустил первую партию RMBS в размере 3 млрд. юаней. Работа с секьюритизированными и иными производными финансовыми инструментами в Китае в основном пока направлена на внутренние цели, однако к ней подключены не только национальные, но и иностранные участники – филиалы HSBC и Citigroup (по процентным и валютным деривативам). Кроме того, если обратиться к развитию глобального взаимодействия фондовых рынков, то выясняется, что в рамках Программы привлечения иностранных квалифицированных институциональных

инвесторов (с 2002 г.) на фондовый рынок Китая проникают Morgan Stanley, Goldman Sachs, UBS, Deutsche Bank. Шанхайская фондовая биржа стала одной из крупнейших в Азии и 6-й по размерам в мире. В 2007 г. Нью-Йоркская фондовая биржа и NASDAQ открыли офисы в Китае, Лондонская фондовая биржа активно привлекает к сотрудничеству китайские компании. К 2020 г. планируется выведение Шанхая на уровень международного финансового центра. Кроме того, в основной список «глобальных системно значимых банков» 2013 г. вошли китайские Bank of China и Industrial and Commercial Bank of China Limited¹⁹¹. Однако примеров подобного успеха у группы развивающихся государств пока немного.

Крупным изменением в глобальной экономике стала негативная трансформация процессов ценообразования для целого ряда товаров в эпоху финансовой глобализации, следовательно, произошло увеличение рисков в производственном секторе (см. «крону» графического «дерева» угроз ГФС). В число анализируемых товаров входят не только недвижимость, но и нефть, золото, зерно и металлы¹⁹².

Остановимся более подробно на анализе функционирования нефтяного рынка. Его роль в глобальной экономике очень важна, поскольку ценообразование на нефть зачастую является одним из факторов, определяющим денежные доходы субъектов хозяйственной деятельности, распределение ресурсов между различными отраслями, возможности для минимизации издержек и направление решения различных вопросов экономической политики. Именно в условиях ГФС «нефть перестала быть просто товаром, а превратилась в объект спекуляций на финансовых рынках»¹⁹³.

На практике история ценообразования нефти, по мнению О.Б.Брагинского, прошла четыре этапа: однобазовая система цен по принципу “cost +” (1940-е гг.); двухбазовая система цен (определялись на «корзину» нефтей по тому же принципу, 1950-е – нач. 1970-х гг.); принцип «обратного отсчета» (1973–1986 гг.); система биржевых цен (1986 г. – настоящее время). Первые три этапа были в основном периодом установления монопольных цен под руководством картеля «7 сестер», а в дальнейшем – ОПЕК. Что касается системы биржевых цен, то здесь ключевым фактором, согласно теории эффективного рынка, должно было стать соотношение спроса и предложения, т.е. вся информация сразу и в полной мере отражается в цене данного товара, а получение сверхприбылей оказывается невозможным. Однако на практике в нефтяной сфере начали применяться производные финансовые инструменты, задача

¹⁹¹ См.: China's capital markets. The changing landscape // KPMG, FTSE financial services. 2011. P. 22-24; The Rise of China's Markets. A study of China's stock, bond and derivatives markets // KPMG, FTSE financial services. 2007. P. 15-26.

¹⁹² International Organization for Energy Economics выпустила целый номер журнала со статьями, посвященными данной проблеме, см.: Financial Speculations in the Oil Markets and the Determinations of the Price of Oil // The Energy Journal. 2013. Vol. 34. № 3. P. 7-30, 35-50, 83-102, 217-234.

¹⁹³ Брагинский О.Б. Цены на нефть: история, прогноз, влияние на экономику // Рос. хим. ж. (Ж. Рос. хим. Об-ва им. Д.И.Менделеева). 2008. Т. LI. №6. С. 25-36.

которых сводилась к упрощению поиска ценовой категории и предоставлению возможности передачи риска от производителя и потребителя к субъектам экономической деятельности, готовым его принять. Фактически в ГФС произошла «финансализация глобальной торговли нефтью», т.е. повышение роли финансовой мотивации, финансовых игроков и финансовых рынков в работе нефтяного сектора. Возник целый ряд угроз и рисков в глобальной экономике в целом: природа цены на нефть претерпела кардинальные изменения – она перестала определяться спросом и предложением товарно-сырьевого рынка, ее волатильность увеличилась. Более того, традиционные участники нефтяного рынка (производители, торговцы, потребители) не могут больше ориентироваться на привычные ценовые сигналы и вынуждены использовать стратегию «стадного поведения» для снижения своих рисков¹⁹⁴. Таким образом, прямая связь нефтяного рынка с операциями на глобальном рынке финансовых деривативов (заключением фьючерсных, опционных и своповых контрактов) нарушили нормальную работу рыночных механизмов и привели к возникновению финансовых «пузырей». За 2003–2008 гг. произошло увеличение средней спотовой цены сырой нефти марок Brent, West Texas и Dubai Fateh в 3,4 раза (см. Приложение, рис. 16).

На основе проведенного выше анализа угроз отдельных сегментов ГФС можно сделать важный вывод: в процессе развития финансовой глобализации зачастую не только не устраняются, но и усиливаются многие виды как чисто финансовых, так и общеэкономических рисков. Огромные умственные усилия и материальные затраты субъектов хозяйственной деятельности на уничтожение этих рисков оборачиваются против них же самих.

Снова обратимся к «стволовым» недостаткам ГФС и проанализируем прогрессирующее явление «повышенной системной эластичности» через проявление негативных наблюдаемых эффектов, возникающих в процессе глобального перемещения капитала¹⁹⁵. К ним относятся, во-первых, эффект перелива (*negative spillover effect-1*), связанный с проблемой «необъективности богатства» (см. параграф 1.2). Во-вторых, отметим действие эффекта перетекания (*negative spillover effect-2*), создающего отрицательное качественное и количественное воздействие ГФС на реальный сектор глобальной экономики (см. пример негативной трансформации в работе глобального нефтяного рынка). В-третьих, в системе действует побочный эффект (*negative spillover effect-3*), который обычно ассоциируется с кардинальной трансформацией фундаментальных финансовых связей и выражается в форме передачи возникших в момент времени $t-1$ финансовых проблем от одного финансового актора или их группы к другому/им, т.е. в географическом и межрыночном пространствах.

¹⁹⁴ Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information // UNCTAD. June 2011. P. 13-27.

¹⁹⁵ Формулировка определений эффектов производилась на основе обзора сл. источников: Kaminsky G.L., Reinhart C.M., Vegh C.A. Op. cit. P. 51-74; Masson P. Contagion: macroeconomic models with multiple equilibria // Journal of International Money and Finance. 1999. №18. P. 587-602.

Особенностью данного финансового эффекта является то, что он расценивается как ответная реакция финансовых игроков на *ожидаемые* события или процессы и наблюдается с ярко выраженным временным лагом. Проявление данного негативного финансового эффекта в МФС наблюдалось в период Великой Депрессии (см. параграф 1.2). Наконец, динамизм финансовых потоков в ГФС наиболее ярко проявляется через возникновение важнейшего финансового феномена – *эффекта «заражения»* (*contagion effect*). Как и побочный эффект, финансовая «инфекция» напрямую связана с кардинальной трансформацией фундаментальных финансовых связей и представляет собой передачу финансовых проблем (стрессов, кризисов) от одного финансового игрока или их группы к другому/им. Однако характерная черта «заражения» заключается в том, что это *неожиданная, практически мгновенная цепная реакция*, распространяющаяся в системе с огромной скоростью и приводящая к «скачку» в новое равновесное множество. Эффект «заражения» при международном перемещении финансового капитала возникает в период финансовой глобализации благодаря такому социально-экономическому феномену как «смерть дистанций», что еще раз свидетельствует о наличии сформировавшегося общего финансово-экономического глобального пространства.

Эффект распространения финансового «заражения» имеет несколько вариаций: 1) глобальный «волновой» эффект – это географический финансовый феномен, связанный с распространением эффекта «заражения» из развитой страны (группы стран) в развитые же государства по всем существующим финансовым каналам; 2) глобальный «муссонный» эффект или географический финансовый феномен, возникающий при передаче финансовой «инфекции» от развитой страны (группы стран) к развивающимся государствам и странам с переходной экономикой; 3) глобальный межрыночный эффект, связанный с «заражением» различных сегментов глобальных финансовых рынков; 4) глобальный сетевой эффект – это агентский и межрыночный финансовый феномен, отражающий негативные результаты высокой степени концентрации банковских и небанковских системообразующих посредников в ГФС и представляющий собой практически мгновенную «цепную реакцию» финансовых проблем и трудно предотвратимые каскадные фиаско глобальных финансовых игроков.

Результаты подробного исследования в области действия и последствий каждого из перечисленных выше эффектов мы изложим во второй части этой главы, а в данном случае обратимся к изучению глобального сетевого эффекта «заражения». Для удобства анализа прибегнем к графическому представлению сети глобальных финансовых посредников и воспользуемся методикой, разработанной такими учеными как К.Фарфайн, Ш.Маркоуз и Ж.Сапир, а именно результатами последовательного алгоритма, иллюстрирующего каскадное

развитие финансового стресса в системе контрагентов¹⁹⁶. Такой механизм позволяет не только определить и оценить масштабы системного риска, но и обозначить «цепочки» взаимодействия глобальных финансовых игроков.

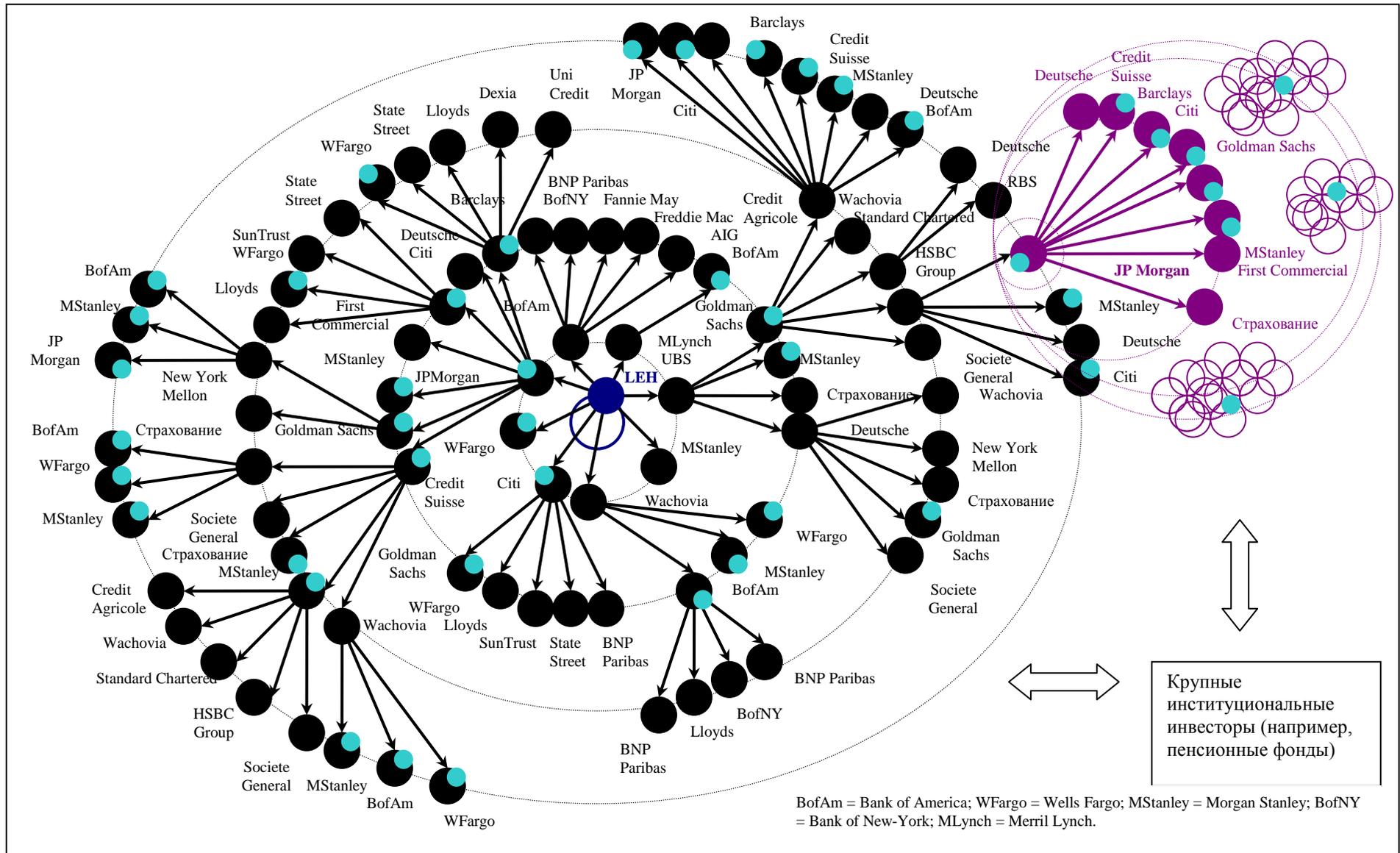
На рис. 6 изображено графическое представление в виде механической схемы каскадного эффекта «заражения», распространяемого от Lehman Brothers (*LEH*). Эта инвестиционная компания рассматривается в нашем примере как эпицентр финансового стресса для глобальных рынков кредита и финансовых инноваций. Данная схема построена на основе анализа доступных автору баз данных по банковским и небанковским финансовым посредникам и теоретических рекомендаций, ее следует начинать читать с середины.

На черных концентрических кругах иллюстрируется процесс передачи «инфекции» от первичного носителя LEH, находящегося в первом круге финансового стресса, к его ближайшим сетевым партнерам (2-й круг), которые в свою очередь сообщают негативные импульсы по агентским «цепочкам». Отметим, что в подобной ситуации нарастания кризисного «каскада» возможен вариант рецидива или повторного заражения финансовых игроков (фиолетовые концентрические круги с триггерным банком JP Morgan и очередными «пучками» зараженных партнеров).

Фактически подобных концентрических кругов гораздо больше, чем их представлено на схеме. «Эффект заражения» в банковской и инвестиционной сферах, практически мгновенно парализует страховых игроков, которые являются частью гигантских Ф-ТНК, а также крупнейшие хедж-фонды, создавая проблемы у своих институциональных инвесторов.

Глобальные ХФ получают «инфекцию» не только вместе с услугами своих первичных брокеров (на рис. 6 крупнейшие брокеры отмечены светло-синими кругами), но и в ходе операций с секьюритизированными финансовыми инструментами. Возможна и обратная ситуация, когда вызванные в среде ХФ проблемы и проданные им банковские риски через встречные финансовые потоки курьезно возвращаются в начало «цепочки». Таким образом, мы привели качественное доказательство взаимосвязи угрозы повышенной степени агентской концентрации в глобальной финансовой сети и риска возникновения эффекта кризисной «цепной реакции» за счет кредитного канала и процессов секьюритизации.

¹⁹⁶ Furfine C.H. Interbank Exposures: Quantifying the Risk of Contagion // BIS. 1999. June. Working Papers №70; Sapir J. Global Finance in Crisis: A provisional account of the “subprime” crisis and how we got into it // Real-world economics review. 2008. Issue №46; Markose S.M. Systemic Risk from Global Financial Derivatives: A Network Analysis of Contagion and Its Mitigation with Super-Spreader Tax // IMF. 2012. Working Paper Draft.



Источник: Bank and derivatives BIS statistics 1980–2009, NBER и Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) statistics, Global Financial Development Database; The factbook. Lehman Brothers, 2006. 28 p.; Markose S.M. Op. cit. P. 12-47; Hedge Funds. Op. cit. 2013. P. 7.

Рисунок 6 – Механическая форма иллюстрации стресса в глобальной сети финансовых посредников на примере LEH

Отметим также, что по представленной схеме финансового «каскада» можно составить представление и о географии ГФС, в которой сложился *особый внутренний «порядок»*. США со своими финансовыми «ястребами»¹⁹⁷ занимают центральное положение в глобальной гибридной финансовой сети. Системное ядро образует так называемый «финансовый клуб» (*rich club*) развитых стран, а остальные государства находятся на периферии.

Развитие в эпоху финансовой глобализации различных видов негативных финансовых эффектов от глобального движения капитала привело к тому, что ГФС приобрела тенденцию постоянно *накапливать в своих компонентах и структурных звеньях кризисные явления*. С.Клайссенс и М.А.Коуз, К.Рейнхарт и К.С.Рогофф предложили классификацию финансовых кризисов на основе их объединения в три большие группы: а) валютные и «неожиданной остановки» притока капитала (или кризисы платежного баланса); б) долговые и банковские; в) серийные¹⁹⁸. Кризисы первой категории определяются с помощью количественных пороговых значений, например, годовое обесценение курса валюты свыше 15% говорит о ее крахе или вследствие резкого и неожиданного сокращения притока капитала¹⁹⁹. Кризисы второй категории идентифицируются на основе событий. Различают государственные дефолты, связанные с внешним (отказ или невозможность отвечать по внешним обязательствам) и внутренним долгом. Банковские кризисы подразделяются на суровые (системные) и мягкие. Они определяются наличием таких событий, как банкротство, поглощение и национализация. Наконец, серийные кризисы ассоциируются с множественностью кризисов суверенных долгов. Такие классификации позволяют выявить точное количество эпизодов различного рода кризисов. Согласно исследованиям в 37 странах за 1970–2007 гг. оказалось около 400 таких случаев (124 системных банковских, 208 валютных и 63 долговых). Л.Лайвин и Ф.Валенсия продляют анализируемый интервал до 2011 гг. и обнаруживают 430 эпизодов, в числе которых 146 банковских, 218 валютных и 66 долговых кризисов. Более того, из общей результирующей суммы они выделяют 68 двойных и 8 тройных кризисов, т.е. случаев, когда один коллапс перетекает в другой или они «вызревают» параллельно (см. Приложение, рис. 17). Большинство моделей кризисов, рассмотренных в первой главе настоящей диссертации, созданы именно в результате попыток ученых разобраться в природе возникновения и оценить силу воздействия наиболее мощных и масштабных коллапсов. Отметим, что в число исследователей из стран СНГ, активно занимающихся изучением кризисов, входят А.В.Аникин и К.В.Рудый²⁰⁰. Анализ частоты дефолтов показывает, что 1980-е–1990-е гг. выбиваются в абсолютные лидеры по

¹⁹⁷ Термин Ольсевича Ю.Я. См. Ольсевич Ю.Я. Указ. соч. 2009. С. 39-53.

¹⁹⁸ См.: Claessens S., Kose M.A. Op. cit. P.11-12; Рейнхарт К.М., Рогофф К.С. Указ. соч. С. 3-26.

¹⁹⁹ Индикатор в 15% определен в теории как пороговое значение. См.: там же.

²⁰⁰ См.: Аникин А.В. Указ. соч. С. 217-415; Рудый К.В. Финансовые кризисы: теория, история, политика. М.: Новое знание, 2003. 398 с.

количеству кризисных случаев. География кризисов весьма обширна: как развитые государства, так и развивающиеся страны находятся в зоне повышенного риска. Однако все же следует отметить, что за три десятилетия до 2008 г. большинство кризисов приходилось на развивающиеся страны²⁰¹. В основном, поскольку ГФС накапливает кризисные явления в форме нарастающих внутренних противоречий, можно утверждать, что она является система с неустойчивым внутренним развитием.

Анализируя недостатки ГФС, невозможно абстрагироваться от учета проблем одного из ее важнейших структурных элементов – *глобальной валютной системы*, отрицательной стороной которой является *повышенная волатильность курсов основных мировых валют*. При этом диапазон колебаний реального эффективного курса доллара за декабрь 1964 г. – февраль 2014 гг. оказался достаточно высоким: от 92,9 до 152,1 пунктов (по номинальному курсу разрыв между минимальным и максимальным значением был еще большим и составил 85 пунктов). Период 1980–1988 гг. демонстрировал самый резкий всплеск и падение в динамике эффективных курсов доллара. Далее существенное изменение его амплитуды зафиксировано в 1998–2004 гг. Сводный эффективный валютный курс стран еврозоны за общий анализируемый период также довольно нестабилен: диапазон колебаний реального – 38,2, номинального – 44. Следует отметить, что амплитуда его изменений меньше, чем курса доллара, и пошла 3 этапа нарастания и снижения: 1972–1982, 1986–2000 и 2002–2012 гг. (см. рис. 7-8). Главным образом, государства манипулируют валютным курсом в целях торгового протекционизма и поддержания национальной экономики.

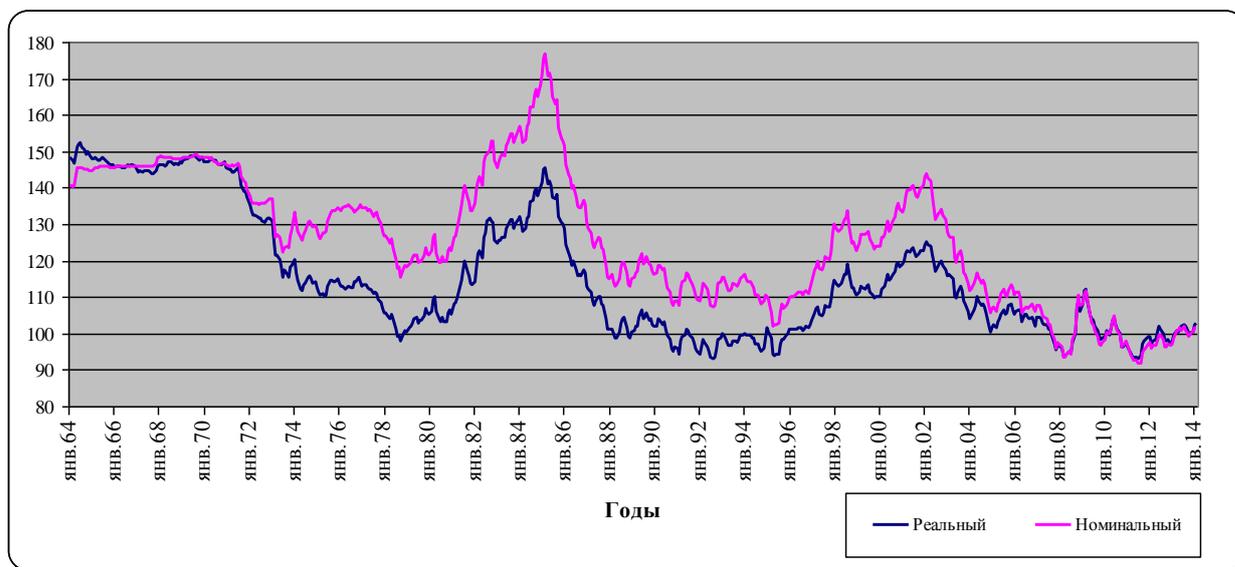
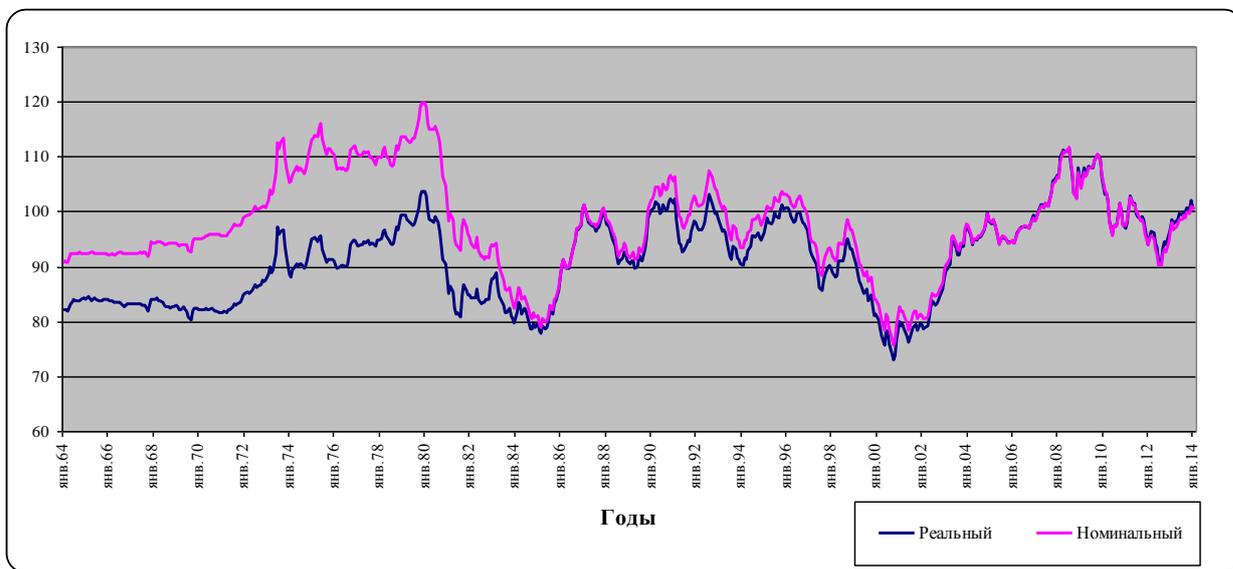


Рисунок 7 – Динамика эффективного курса доллара США (2010 г. = 100%)

²⁰¹ Обзор данных по кризисам проводился на основе сл. источников: Сильвестров С.Н. Мировой экономический кризис и формирование новой архитектуры глобальной экономики // «Вестник финансовой академии». 2009. №2. С. 5; Laeven L., Valencia F. Systemic Banking Crises Database: An Update // IMF. 2012. June. Working Paper WP/12/163. P. 11-13.

В условиях финансовой глобализации с явным перевесом отдельных валют (доля доллара США в среднем дневном обороте глобального валютного рынка с 2001 г. колебалась в пределах от чуть более 80 до 90%, доля евро – в рамках 33,4–39,1%)²⁰², значительные изменения их курсов приводят к нестабильности развития ряда структурных связей ГФС.



Примечание: при расчете данного показателя BIS применялся метод взвешенных переменных. Источник по рис. 7-8: BIS effective exchange rate. Real (CPI-based), Narrow Indices. Monthly averages; 2010=100.

Рисунок 8 – Динамика сводного эффективного курса валюты в странах еврозоны (2010 г. = 100%)

Крупный блок угроз финансовой глобализации создают **проблемы глобальной финансовой архитектуры**. К ним относятся, прежде всего, отсутствие системности, а также существование межюрисдикционного арбитража или нечеткости распределения надзорно-регуляционных функций между ключевыми валютно-финансовыми организациями (см. параграф 1.3). Кроме того, данная проблематика также связана с наличием финансовой коррупции на всех уровнях, включая глобальный. Основным доказательством данного негативного явления служит развитие теневого банкинга (*shadow banking*), или парабанковской финансовой индустрии. Теневой банкинг стал полноценным сегментом ГФС, работающим за рамками надзора и контроля официальных национальных и наднациональных регуляторов. В 2011–2012 гг. размер активов неформального финансового сектора составил 111% к мировому ВВП или примерно 67 трлн. долл. (в США был равен 152% к ВВП, в еврозоне – 168% к ВВП, в Великобритании – 370% к ВВП)²⁰³. Главными участниками теневого банкинга выступают ХФ, взаимные фонды, инвестиционные банки, страховые компании, SPV, брокеры и дилеры глобального фондового рынка и т.п. Деятельность перечисленных финансовых посредников позволяет реализовывать стратегию краткосрочного «снятия сливок» и, по мнению

²⁰² Foreign Exchange Turnover // BIS. 2001-2013.

²⁰³ Asia Focus. Country Analysis Unit // Federal Reserve Bank of San Francisco. April 2013.

исследователя Н.Т.Пата, привлекает «жирных котов» (*fat cats*) ГФА, поддерживающих тактику невмешательства в глобальные процессы обогащения финансовых элит на основе принципа платности за свои услуги²⁰⁴.

После анализа положительных и отрицательных сторон финансовой глобализации вернемся к вопросу о практической способности ГФС к саморегулированию и самостоятельному бескризисному преодолению внутренних противоречий. Как было показано в первой главе настоящей диссертации, это важное качество не является «природным» свойством МФС, т.к. при закономерном нарастании внутренних противоречий ее самостоятельным «решением»²⁰⁵ становится только кризис. Точная общая скорость нарастания внутренних противоречий как внутри компонентов, так и в системе в целом практически не вычисляема (будем называть данные факты частичной и фундаментальной неопределенностью соответственно). Как было установлено в ходе анализа негативных финансовых эффектов и системных кризисных явлений, подобные характеристики сохраняются и в эпоху финансовой глобализации. Более того, при *реальном отсутствии необходимого уровня государственного и надгосударственного мониторинга и вмешательства* финансовая система диктует «ложные» цели – ориентация на агрессивную максимизацию сверхкраткосрочной прибыли – в результате, происходит разрушение основ естественного взаимодействия, процессы «финансизации» начинают доминировать над производственными в глобальной экономике. В таких условиях теории мейнстрима становятся своего рода оправданием выгоды для «рациональных» субъектов хозяйственной деятельности «свободы» функционирования ГФС.

Итак, проведенный выше анализ позволяет выявить, что развитие ГФС носит двойственный характер. С одной стороны, финансовая глобализация несет выгоды и открывает дополнительные перспективы субъектов экономической деятельности, с другой стороны, практически каждое предоставляемое преимущество имеет свою оборотную сторону: тесное сотрудничество и взаимозависимость неразрывно связаны с уязвимостью системы, новые возможности – с усилением имеющихся и генерацией новых рисков, работа ТНК – с финансовой и экономической экспансией. При этом недостатки ГФС несоизмеримо больше достоинств финансовой глобализации и ставят под угрозу нормальное функционирование ее собственной внутренней структуры и компонент. Таким образом, влияние финансовой глобализации на глобальную экономику характеризуется чистым негативным эффектом.

²⁰⁴ Phat N.T. Causes and consequences of financial corruption: a conceptual inquiry // International Journal of Economics, Finance and Management Sciences. 2013, №1(2). P. 115-118.

²⁰⁵ См.: Богданов А.А. Указ. соч. С. 343.

2.2. Финансовые «пузыри» и глобальные дисбалансы

К характеристикам ГФС относятся не только непосредственные особенности функционирования системных компонент и структуры, но и способность трансформировать имеющиеся и/или порождать внутренние явления и процессы. В данной части диссертации рассмотрим такие объекты, как глобальный финансовый «пузырь» (ГФП) и системные дисбалансы, определим эти понятия и проанализируем присущие им черты²⁰⁶.

В экономической науке с 1720 г. используется ненаучный термин *«пузырь»*, для того чтобы подчеркнуть такую особенность данного финансового феномена, как «хрупкость». История крупных финансовых «пузырей», активизация процессов их изучения, создание семантического образа и трактовка соответствующих финансовых изменений начинаются с предшествовавших эпохе ГФС локальных событий, возникавших до образования мировой финансовой системы (в качестве примера можно привести голландскую «тюльпаноманию» 1636 г., биржевые бумы и срочные сделки с акциями 1720 г. во Франции и Великобритании, или «миражи» Компаний Миссисипи и Южных морей) и в период развития МФС (фондовый «пузырь» 1927–1929 гг.)²⁰⁷. Само определение финансового «пузыря», сформулированное теоретиками «экономики пузырей» Х.Ф.Мински, Ч.Киндлбергером, Р.Алибером, Дж.Соросом связывается, главным образом, с особенностями психологии инвесторов, расширением кредитной массы, и характеризуется стремительным увеличением цен на активы в течение приблизительно 15-40 месяцев и их резким падением впоследствии (см. параграф 1.1)²⁰⁸.

В эпоху финансовой глобализации за период 1980–2014 гг. не только многократно возрастает частота возникновения финансовых «пузырей» и расширяются масштабы их воздействия на экономики различных стран, но и между, на первый взгляд, отдельными финансовыми феноменами обнаруживается *системная связь*²⁰⁹.

Мы *определяем глобальный финансовый «пузырь»* как одновременно объект генерации МФС на этапе глобальной стадии ее развития; результат процесса глобального движения финансового капитала и возникновения очагов с повышенной концентрацией финансовых ресурсов (состояния их концентрации); единое множество поэлементных (отдельные сегменты глобальных финансовых рынков) и географических «пузырей», носящих системный характер, и

²⁰⁶ Исследование опубликовано, см.: Архипова В.В. Глобальный финансовый «пузырь»: области возникновения, география, каналы распространения // Экономические науки. 2014. №4 (113). С. 143-153; Глобальный финансовый «пузырь» как феномен эпохи финансовой глобализации // Инновации и инвестиции. 2014. №5. С.74-84.

²⁰⁷ См.: Киндлбергер Ч., Алибер Р. Указ. соч. С. 28-29; Аникин А.В. Указ. соч. С. 5-8.

²⁰⁸ См.: Киндлбергер Ч., Алибер Р. Указ. соч. С. 53-59.

²⁰⁹ Medlen C. The Bubble Machine: Relative Capital Valuation, Distributive Shares and Capital Gains // Journal of Economic Issues (JEI). 2007. March. №1; Киндлбергер Ч., Алибер Р. Указ. соч. С. 45, 248.

выраженное посредством их взаимодействия через структурные «звенья» проявление эффекта «заражения». В литературе существует термин «сверхпузырь»²¹⁰ Дж.Сороса, схожий по смысловой нагрузке с ГФП. Географические эпизоды внутри ГФП, как правило, имеют ярко выраженное циклическое развитие. В работе Ч.Киндлбергера и Р.Алибера выделяются следующие традиционные этапы финансового кругооборота: подъем (или старт, который начинается с возникновения новых рынков, производственных или финансовых технологий, высокодоходных источников капиталовложений) → рост (или эйфория от увеличения цен в совокупности с расширением кредитования) → бум (или мания, выраженная в попытках инвесторов избавиться от денег путем вложения их в неликвидные активы) → прекращение роста и стресс → саморазвивающаяся паника (при максимальном спросе на наличность) и схлопывание. Первые две фазы связаны с увеличением кредитных объемов и повышением цен на финансовые активы, на третьей стадии «подключается» производственный сектор и стремительно растут цены реальных активов²¹¹. Географические «пузыри» внутри ГФП могут быть как полными, т.е. проходящими все стадии малого цикла Киндлбергера-Алибера, так и неполными (внутренне неразвитыми, имеющими скрытые фазы цикла, или искусственно прерванными). Подчеркнем, что ГФП развивается в рамках собственного большого цикла.

Появление в ГФС глобального финансового «пузыря» датируется нами 1980-ми гг. XX века. Именно начиная с указанного времени, происходит активное нарастание укоренившихся в системном «организме» угроз второй «волны» финансовой глобализации (см. параграф 2.1). Другими словами, ГФП возник в системе с неустойчивым внутренним развитием. Проанализированные выше комплексные проблемы ГФС не только создали «почву» для образования данного финансового феномена, но и вследствие его эволюции усилили свое деструктивное воздействие на глобальные финансовые рынки.

Общесистемные доказательства существования и проявления ГФП, были найдены нами благодаря наличию взаимопроникновения ключевых элементов ГФС и, как негативное следствие, *глобальных межрыночных эффектов «заражения»*. Иллюстрация и всестороннее исследование указанных процессов существенно упрощается и ускоряется за счет использования методики Базельского комитета, основанной на построении и наблюдениях за динамикой трех классов глобальных финансовых индикаторов по ключевым сегментам глобальных финансовых рынков²¹².

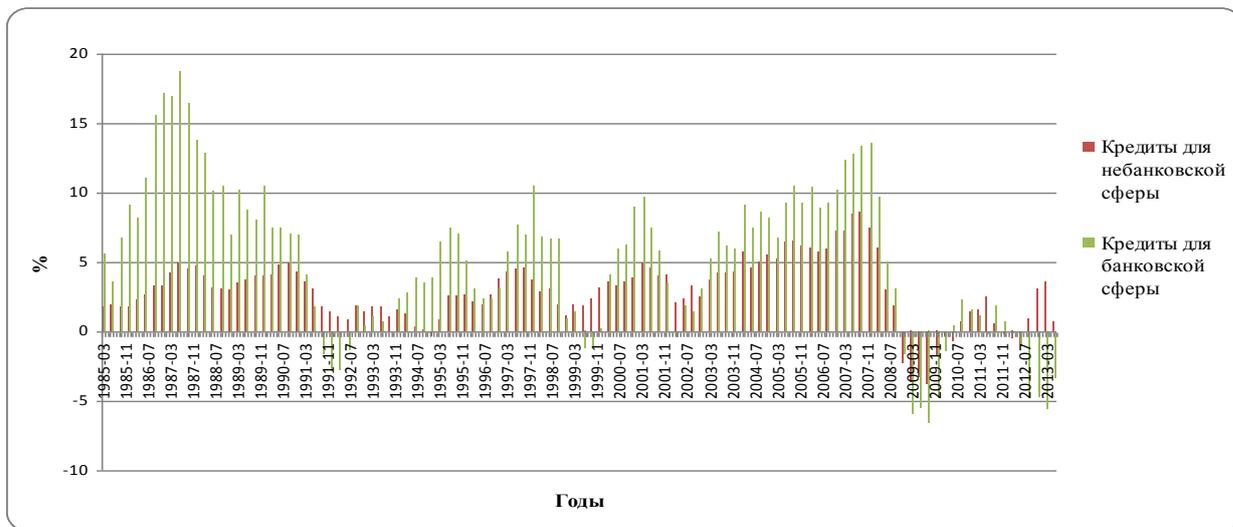
Первый вид представлен глобальными кредитными агрегатами и отражает поведение глобального кредитного рынка (ГКР). На основе приведенного графика (см. рис. 9)

²¹⁰ См.: Фергюсон Н. Указ. соч. С. 362; Soros G. The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash of 2008 and What It Means. New York, 2008. 208 p.

²¹¹ См.: Киндлбергер Ч., Алибер Р. Указ. соч. С. 15-214, 249-354.

²¹² Global liquidity: selected indicators // BIS. 2013. October 7. P. 1-6.

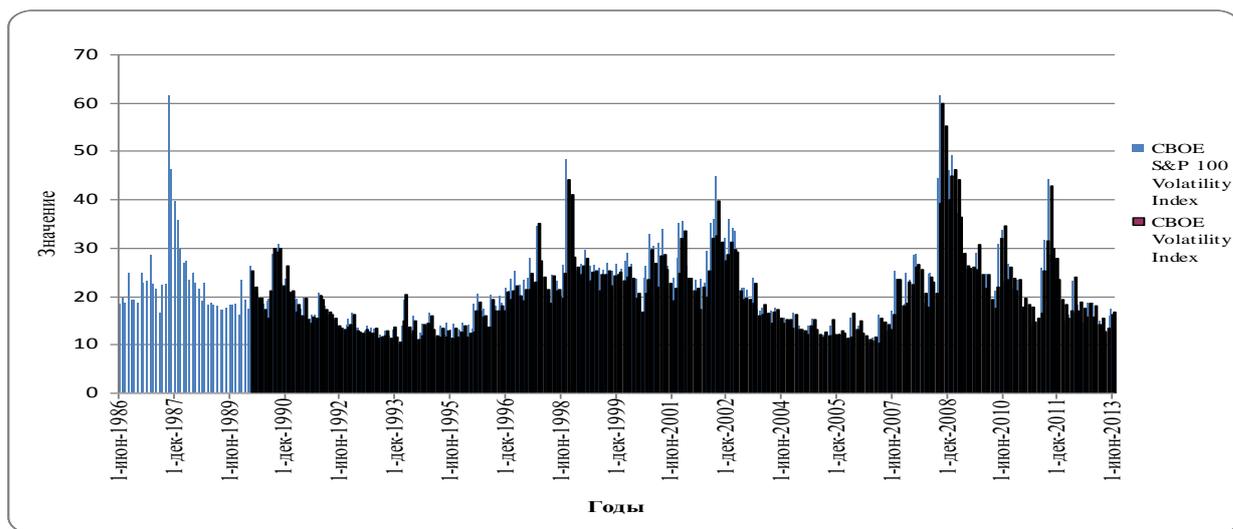
представляется возможным выделить фазовость и четкие периоды развития ГКР, обозначить основные категории действующих на нем игроков (банковские и небанковские). Отметим, что с 2004 г. заметно расширяются объемы кредитования небанковских финансовых посредников.



Примечание: годовые темпы роста кредитных ресурсов, в %.
Источники: Bloomberg, BIS locational banking statistics by residence.

Рисунок 9 – Динамика глобального кредитного рынка

Второй класс глобальных финансовых индикаторов включает индекс восприятия риска. На рис. 10 приведена динамика интегрированного показателя VIX, отражающего рыночные ожидания финансовых игроков относительно будущей волатильности цен опционов по фондовому индексу S&P 500. Для анализа 1980-х гг. и проведения межвременных сравнений используется ранняя версия VIX – индекс волатильности VXO, который базируется на индикаторе торговли опционами S&P 100²¹³.



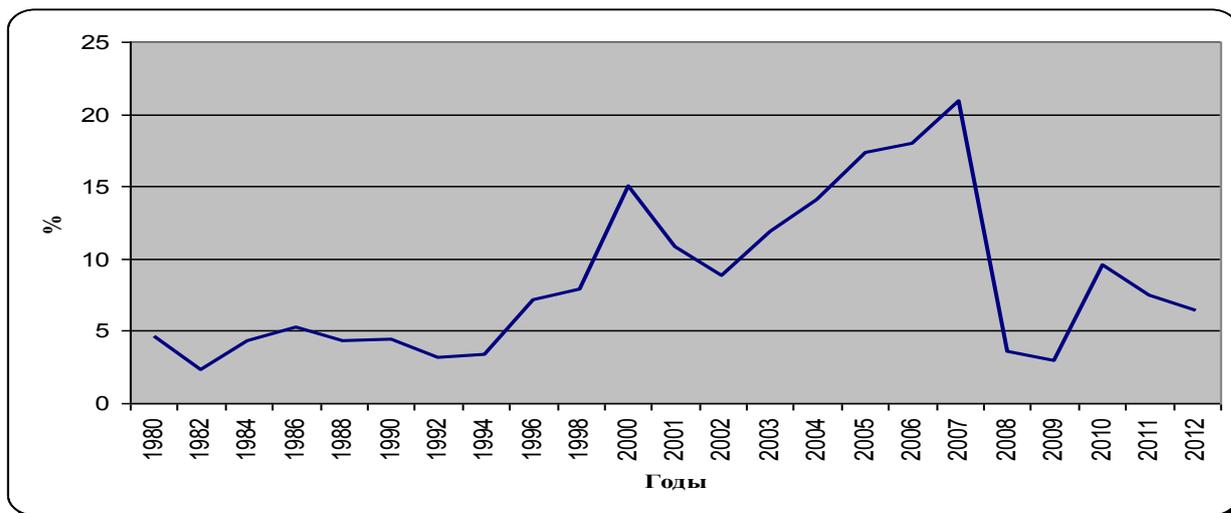
Источники: Bloomberg and CBOE.

Рисунок 10 – Динамика индексов VIX и VXO, 1986–2013 гг.

²¹³ VIX – Fact & Fiction // Chicago Board Options Exchange (CBOE). 2009. May 1. Issue #2. P. 1-3; Общая информация об индексах: www.cboe.com/VIX, <http://www.cboe.com/micro/vxo>.

Индексы VIX и VXO применяются для измерения неопределенности и воспринимаемого рыночного риска, позволяют совместить на одном «поле» и универсализировать анализ динамики глобального фондового рынка (ГФР) и психофизического состояния финансовых игроков, поскольку ГФП – не только финансовое, но и психологическое явление²¹⁴. Подчеркнем, что рис. 9-10 и соответствующие глобальные индикаторы отражают во многом совпадающую динамику ГФР и ГФП, свидетельствуют об их сонаправленном и нестабильном развитии: стремительно набирающие обороты зоны подъемов и пиков несколько раз чередуются с резкими падениями показателей, что является непосредственным атрибутом ГФП.

С целью выявления наиболее продвинутого периода развития ГФП, когда данный финансовый феномен становится наиболее опасным для функционирования глобальной финансовой системы, нами был специально привлечен общий собирательный показатель трансграничного движения капитала, включающий объемы прямых иностранных инвестиций, кредиты и депозиты, покупку иностранных акций и облигаций за 1980–2012 гг. (см. рис. 11). Как отмечено на предложенном графике, 2003–2007 гг. оказываются самым насыщенным в истории системы интервалом, в который попадают и всплеск активности ГФП, его частичное схлопывание в ряде сегментов ГФС и начало глобального финансово-экономического кризиса.



Источники: McKinsey Global Institute analysis (2013), IMF Balance of Payments, IMF World Economic Outlook Database (October 2013).

Рисунок 11 – Глобальные трансграничные потоки капитала, в % к мировому ВВП

Третий класс индикаторов состоит из статистических показателей ГФР, представленного сегментами акций и облигаций, и глобального рынка деривативов (ГРД). Данные индикаторы базируются на ежемесячных и полугодовых данных за период 2003–2013 гг. в хронологическом порядке в целях проведения детального анализа определенного нами выше насыщенного периода эволюции ГФП. Согласно статистике, приведенной на рис. 12-13, объемы внебиржевых

²¹⁴ Одним из первых важность психологического фактора при «надувании» финансового «пузыря» отметил Дж.Гэлбрейт в работе 1954 г. «Великий крах 1929 года».

кредитных дефолтных свопов и товарных производных ценных бумаг к погашению достигают своего максимума в 2007 и 2008 гг. соответственно, после чего начинается их стремительное снижение. При этом «всплеск» цен за репрезентативные 2006–2008 гг. в 17 раз по CDS и в 3 раза по товарным деривативам вплоть до их «обвала» не оказывал существенного воздействия на повышенный спрос на представленные к исследованию финансовые продукты в анализируемом сегменте ГРД²¹⁵.

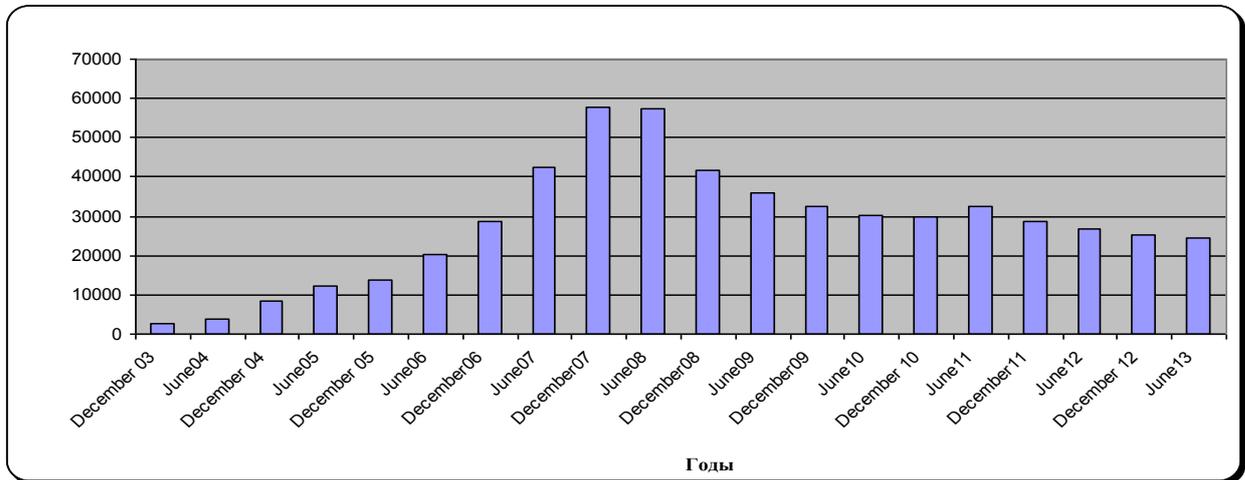
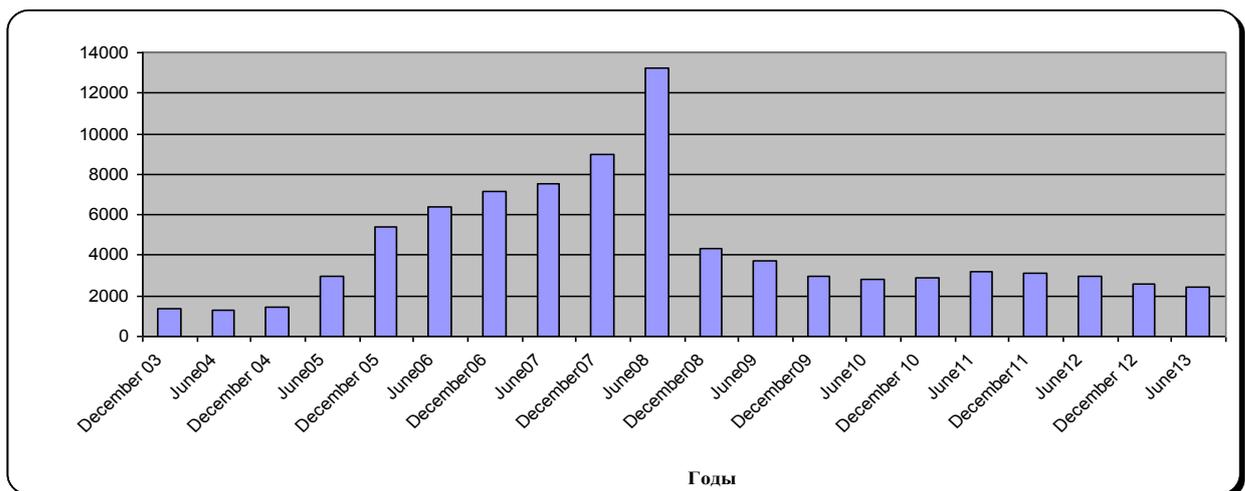


Рисунок 12 – Объем рынка внебиржевых кредитных дефолтных свопов как сегмента глобального рынка финансовых инноваций, млрд. долл.

Объемы CDS, напрямую связывающие ГКР и ГРД, за указанный период составляли от 4 до почти 10% от представленных совокупных показателей. Кроме того, общий объем внебиржевых деривативов к погашению за кон. 2003 – сер. 2008 гг. вырос примерно в 3,5 раза до 683,7 трлн. долл. (и до 693 трлн. долл. в 2013 г.).



Примечание к рис. 12-13: по показателю объема производных ценных бумаг к погашению.
Источник по рис. 12-13: BIS Quarterly Review. Different Issues.

Рисунок 13 – Объем рынка внебиржевых товарных деривативов как сегмента глобального рынка финансовых инноваций, млрд. долл.

²¹⁵ Рассчитано на основе данных ISDA Market Survey Research Notes (2008); BIS Quarterly Review. Different Issues.

Динамика расширенных фондовых индексов, отраженная на рис. 14-16, свидетельствует о взаимной ответной реакции ведущих фондовых бирж развитых и развивающихся стран на смену состояний и перемещение ГФП в системе.

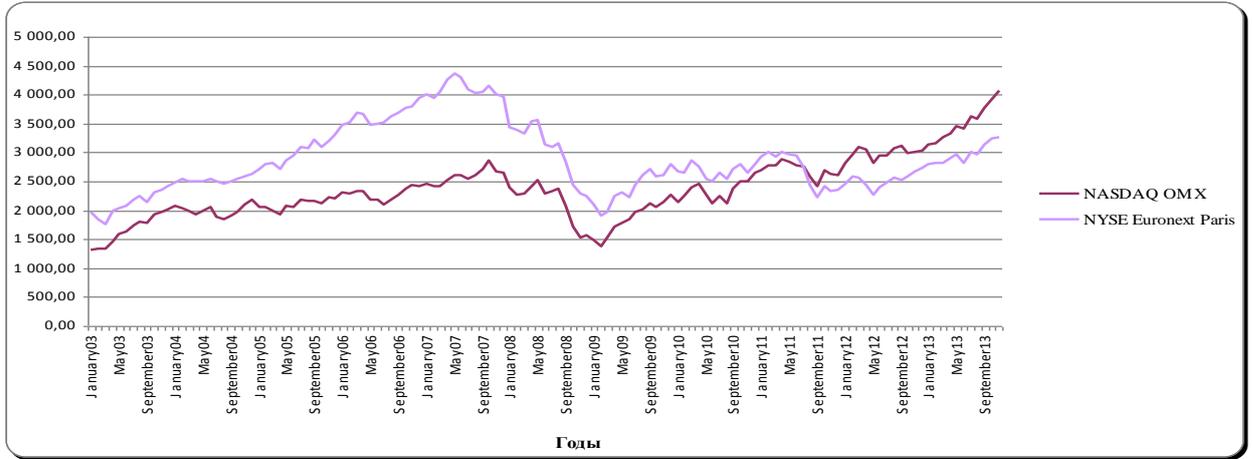


Рисунок 14 – Динамика расширенных фондовых индексов США и европейских стран

Особенно четко это проявляется в их совместном падении в период острой фазы ГФЭК.

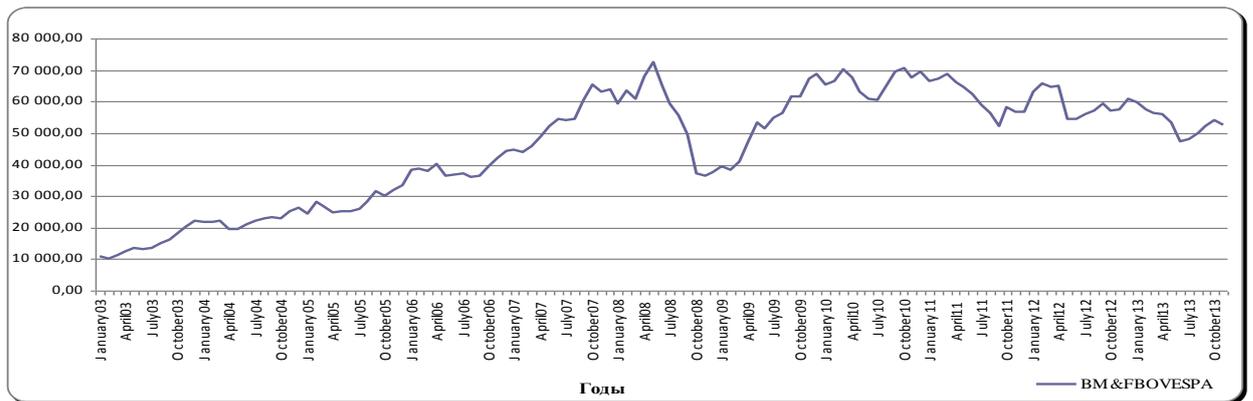
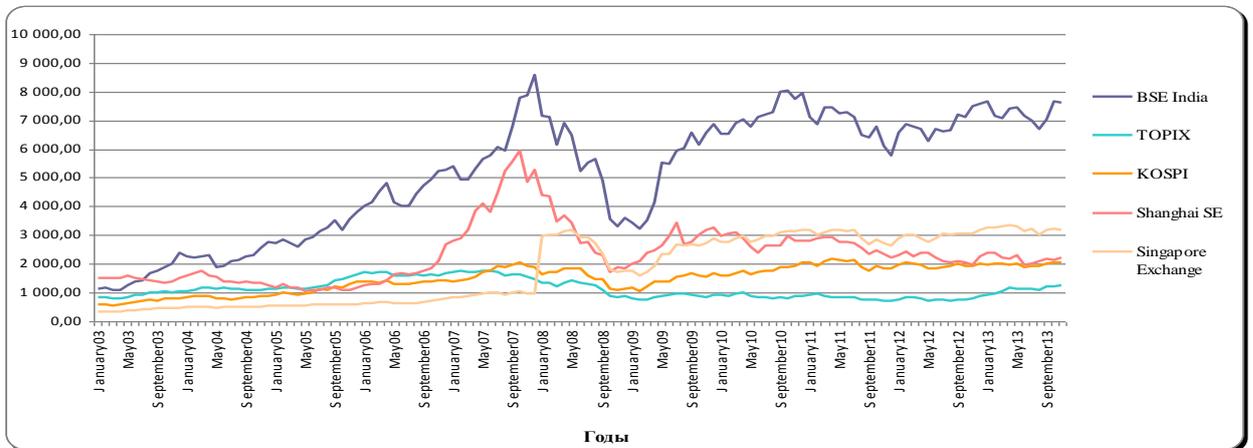


Рисунок 15 – Динамика расширенного фондового индекса стран Латинской Америки

За период 2007–2008 гг. происходило расширение торгового оборота сегмента (см. рис. 17) акций в рамках ГФР.

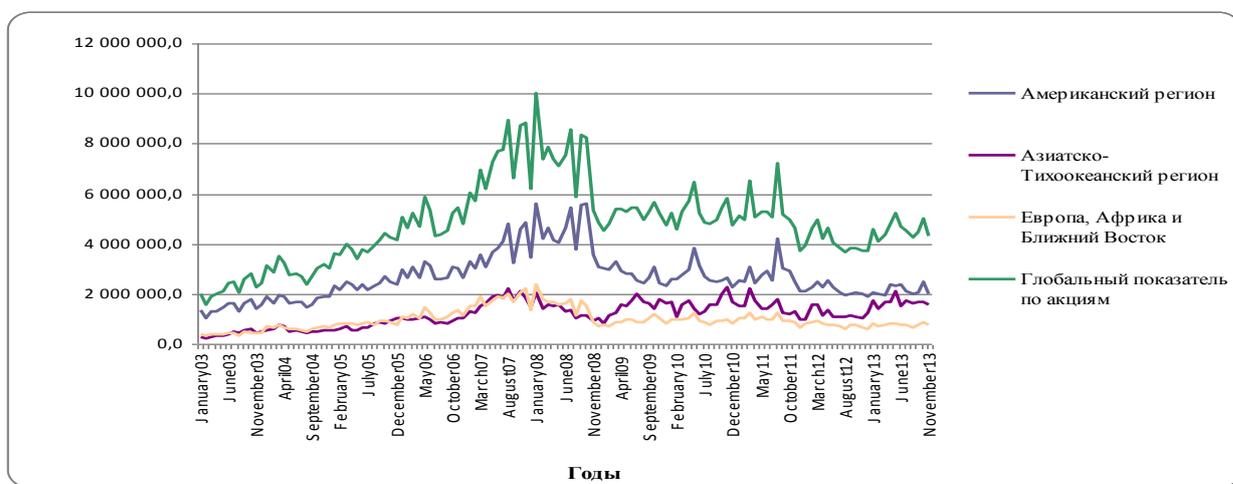


Примечание к рис. 14-16: название расширенных индексов соответствует либо названию самих фондовых индексов, либо соответствующих фондовых бирж.

Рисунок 16 – Динамика расширенных фондовых индексов азиатских стран

Подчеркнем, что рост рынка за данный «отрезок» времени отмечается не только по общему числу сделок (почти в 4 раза), но и по цене – примерно в 1,4 раза (максимальный «всплеск» ценового показателя приходится на 2006 г.)²¹⁶.

Как показано на рис. 18, в облигационном сегменте ГФР резкие «всплески» активности были зафиксированы трижды: в 2008, 2009 и 2010–2011 гг.²¹⁷ Поскольку облигации являются одним из наиболее надежных для инвестирования финансовым инструментом, в докризисный период рост торгового оборота ГФР в данном сегменте был довольно сглаженным. Пиковые значения здесь возникали в течение глобального финансово-экономического кризиса, что свидетельствовало о смене стратегии финансовых игроков в сторону «ухода в качество» и предпочтения финансовых продуктов с низким уровнем риска.



Примечание: расчеты и оценки по данным *Electronic Order Book (EOB)*.

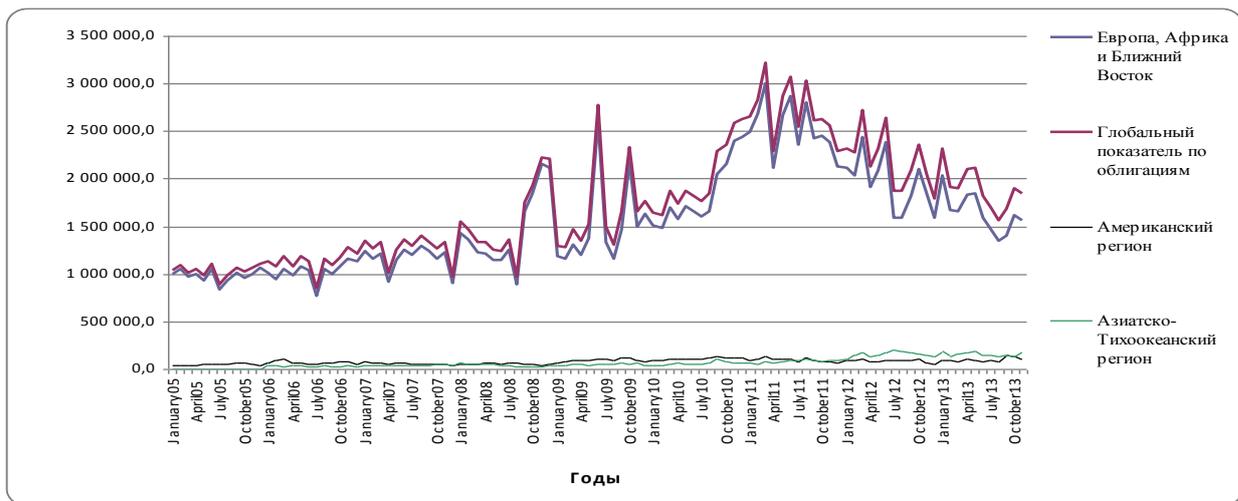
Рисунок 17 – Торговый оборот сегмента акций ГФР, млн. долл.

В дальнейшем, судя по общему нисходящему тренду с частыми, но краткосрочными и постепенно затухающими «всплесками», можно предположить, что финансовый капитал снова начал «наводнять» элементы ГФС с высокими показателями риска. Пример рынка облигаций предоставляет наглядную возможность проследить процесс тесного взаимодействия глобальных финансовых рынков: допустим, цены на облигации снижаются, тогда повышаются долгосрочные процентные ставки, что в свою очередь повлияет на стоимость кредита, акций, недвижимости и т.д. Показатели облигационного сегмента ГФР являются также индикаторами устойчивости системы к рискам: например, когда возрастает количество облигаций, повышается риск невыплат. Тем самым, глобальные финансовые рынки в состоянии открыто диктовать свои условия глобальной экономике.

²¹⁶ Рассчитано на основе данных World Federation of Exchanges members.

²¹⁷ При этом следует особо отметить, что период 2003 – декабрь 2004 гг. демонстрирует наибольшие ежемесячные показатели глобального торгового оборота анализируемого сегмента ГФР за 2003–2013 гг., максимальный из которых составил 53 451 трлн. долл. (за счет повышенной активности региона «Европа, Африка и Ближний Восток»).

Таким образом, анализ глобальных финансовых индикаторов позволяет не только привести доказательства существования ГФП как глобального общесистемного феномена, но выделить его важное свойство – динамизм во времени и межэлементном пространстве ГФС вследствие взаимопроникновения глобальных финансовых рынков, «заражающихся» друг от друга. Более того, все три класса глобальных индикаторов являются «показателями глобальной ликвидности», что доказывает трансформацию взаимодействия МВС и МФС на глобальной стадии развития. Фактически финансовая система приобрела способность самостоятельно создавать дополнительную ликвидность.



Примечание к рис. 17-18: под «торговым оборотом» подразумевается общее количество торгуемых финансовых инструментов (по объемам сделок), умноженное на их соответствующую цену.

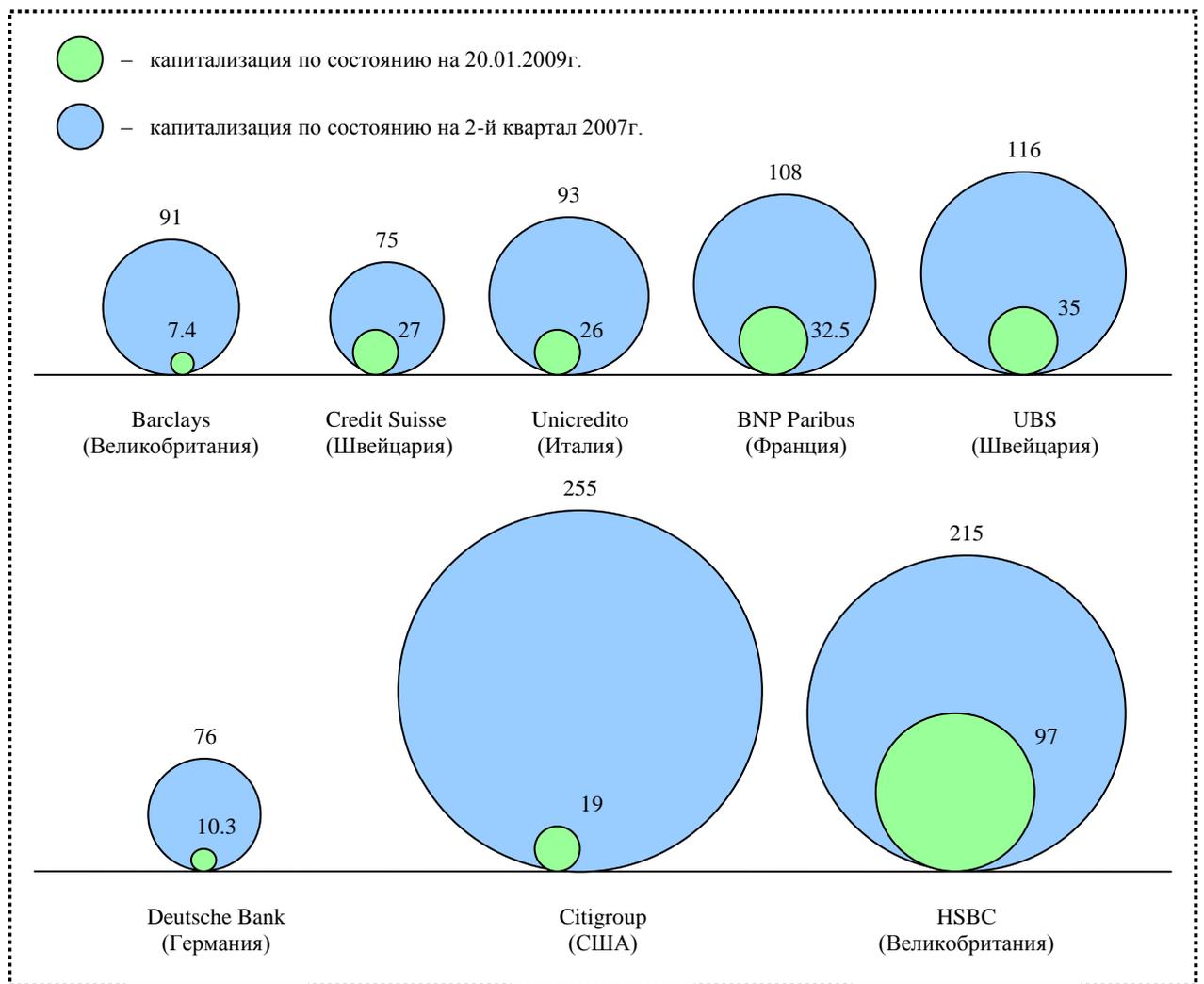
Источник по рис. 14-18: World Federation of Exchanges members.

Рисунок 18 – Торговый оборот сегмента облигаций ГФР, млн. долл.

Основными «двигателями» ГФП выступают системообразующие финансовые посредники глобальной финансовой сети, которая позволяет направляемому ими финансовому капиталу преодолевать пространственные границы и минимизировать время в пути. Со временем к началу 2000-х гг. крупные Ф-ТНК сами превращаются в *транснациональные «пузыри»*. На эту системную особенность одним из первых указал К.Медлен, который проводил анализ последствий расширения структуры компаний и их внутренней «хрупкости» в период финансовых шоков и роли финансовых ТНК. Действительно, 1990-е гг. выделяются резким всплеском трансграничных слияний и поглощений (по показателю продаж они увеличиваются в 11 раз)²¹⁸. Нам удалось обнаружить еще ряд подтверждений посредническо-сетевого проявления ГФП (см. параграф 1.1). К примеру, деятельность многих ТНБ в глобальной экономике имеет широкий географический охват. При сравнении показателей

²¹⁸ См.: Medlen C. Op. cit. P. 2-5; статистический обзор проводился на основе базы данных Wong Y.C., Adams C. Trends in Global and Regional Foreign Direct Investment Flows // Regional Office for Asia and the Pacific International Monetary Fund. 2002. August. P. 19-25. Примечание: к этой же проблематике относится укрупнение сферы деятельности ХФ за счет создания «фондов фондов».

рыночной капитализации 2007 и 2009 г. выясняется, что у большинства финансовых посредников, формирующих «костяк» глобальной гибридной финансовой сети, он оказался «раздутым» более чем вдвое, а у Barclays и Citigroup – более чем в 12 раз (см. рис. 19). Отметим, что 2009 г. не отметился прекращением падения анализируемых показателей ниже равновесного значения. Кроме того, транснациональные «пузыри» связаны развитием теневого банкинга (например, участие Citi в секьюритизации и использование второго свода базельских правил стимулировали данную Ф-ТНК к применению новой формулы для своей деятельности в области ипотечного кредитования со следующим распределением весов: 33% в пользу внутрибалансовых сделок и 67% – по внебалансовым операциям), повышенной концентрации в сети глобальных финансовых посредников и активностью Ф-ТНК в развивающихся государствах и странах с переходной экономикой.



Источник: Banks: Market Cap. Исследование Bloomberg. January 2009.

Рисунок 19 – Капитализация крупнейших банков 2007-2009 гг., млрд. долл.

Проблема глобальных сетевых «пузырей» финансовых ТНК является актуальной как для развитых, так и для развивающихся стран. Этот факт, в том числе, подтверждается повышением степени тесноты финансового взаимодействия США и Китая. Например, согласно отчетам

Citigroup 2012 и 2013–2014 гг., финансовые операции в Китае дают около 42% общеазиатского пула банковских доходов. На 2010 г. свыше 100 иностранных банков работают в Китае, из которых 37 являются инкорпорированными в данной стране. Citi в числе первых финансовых институтов активно развивает свою деятельность на китайских финансовых рынках с 2003 г. в рамках программы *Qualified Financial Institutional Investor*, и в 2013 г. насчитывалось около 55 филиалов и отделений данной Ф-ТНК в 13 городах Китая. Н.Фергюсона, предлагает новый термин для определения этой финансовой связи – «Кимерика»²¹⁹.

Множество географических эпизодов внутри ГФП включает несколько «пузырей», которые образовывались как последовательно с неким временным лагом, так и параллельно друг другу:

1. скрытый²²⁰ латиноамериканский (1977–1981 гг.);
2. полные японский и скандинавский: Норвегия, Финляндия, Швеция (1985–1989 гг.);
3. скрытый латиноамериканский (перв. пол. 1990-х гг. с последующими кризисами в Мексике 1994 г., в Аргентине 1995 г.);
4. полный азиатский: Гонконг, Индонезия, Корея, Малайзия, Сингапур, Тайвань, Таиланд, Филиппины (1992–1997 гг.);
5. скрытые латиноамериканский и европейский на формирующихся рынках (кон. 1990-х – нач. 2000-х гг., в число наиболее пострадавших стран входят Чехия 1997 г., Россия 1998 г., Эквадор 1998–1999 гг., Бразилия 1999 г., Турция 2000 г., Аргентина 20001–2002 гг., Уругвай 2002 г.);
6. полный американский множественный (США, 1995–2008 гг.) и прерванный китайский №1 (2007–2008 гг.);
7. прерванный китайский №2 (2009–2010 гг.).

Изложим основные результаты пространственно-временного анализа множества полных и неполных географических эпизодов внутри ГФП.

1980-е – 1993 гг. – указанный период отмечается собственно появлением ГФП и тремя важными сопутствующими процессами в рамках данного финансового феномена: возникновением одного скрытого (латиноамериканского) и двух полных параллельных во времени (японского и скандинавского) эпизодов. Атрибутивные качества ГФП (способность пребывать в различных состояниях и динамизм) начали проявляться в полной мере вследствие ярко выраженных наблюдаемых негативных эффектов международного движения капитала (см. параграф 1.1.). На стадии зарождения ГФП основную роль сыграл негативный *эффект перелива*, о наличии которого свидетельствуют следующие факты:

²¹⁹ См.: <http://www.citi.com.cn/html/en/pdf/FactSheetChina.pdf>; Citi OpenInvestor. Citi's Online Academy. September 2012; Фергюсон Н. Указ. соч. С. 352-357.

²²⁰ Подразумевается отсутствие ярко выраженной третьей фазы малого цикла Киндлбергера-Алибера.

1. Основной причиной концентрации финансового капитала в экономике стран североевропейского и азиатского регионов стал проведенный в них переход от довольно жесткого государственного регулирования национальных финансовых рынков и банковских систем к финансовой либерализации²²¹. Данный процесс, прежде всего, повлиял на сферу кредитования. До финансового дерегулирования в скандинавских странах сложилась модель «главного банка», предполагавшая тесное взаимодействие между крупнейшими экспортерами и коммерческими банками, в Японии банковским посредникам разрешалось иметь акционерные доли в кредитруемых ими компаниях. В изменившихся условиях банки, которые ранее находились под государственной «опекой» от конкуренции, стали усиленно бороться за расширение своих рыночных ниш, предлагая дешевые кредиты. Например, за кон. 1980 – нач. 1990-х гг. инвестиции в анализируемые североевропейские страны и Японию существенно расширились (рост валовых международных активов после финансовой либерализации составил в Швеции и Финляндии около 27% и 25% к национальному ВВП соответственно, к 1988 г. в Норвегии – 4%, к 1980 г. в Японии – 17%). Показатель ПИИ Японии в среднем за 1984–1990 гг. увеличивается примерно в 22 раза, что свидетельствует о повышении инвестиционной привлекательности данной экономики²²².

2. Существование перекрестной связи между японским и скандинавскими «пузырями»: в совместной работе Ч.Киндлбергера и Р.Алибера выявлено наличие притока в анализируемые европейские страны ссуд из оффшорных подразделений банков, размещенных в Токио и Осаке²²³. Не имея доступа к этим данным, мы решили проверить гипотезу об отсутствии связи между размером кредитной массы в Японии (CRED) и динамикой ценового индекса коммерческой недвижимости Швеции (SW). С этой целью для соответствующих малых выборок был проведен эконометрический анализ временных рядов и тест взаимной причинно-следственной зависимости по Грейнджеру. В рамках предлагаемого теста происходит парная двухсторонняя проверка нулевой гипотезы Но об отсутствии причинной связи между X и Y . Гипотеза Но не отклоняется на 5%-ом уровне значимости, если

$$E\left[\left(Y_{t+s} - E^*(Y_{t+s} | Y_t, Y_{t-1}, \dots)\right)^2\right] = E\left[\left(Y_{t+s} - E^*(Y_{t+s} | Y_t, Y_{t-1}, \dots, X_t, X_{t-1}, \dots)\right)^2\right], \text{ где} \quad (2)$$

²²¹ Процесс финансового дерегулирования стартовал в Швеции в 1979 г., в Финляндии – в 1983 г., в Японии мы начинаем отсчет с 1980 г., когда была принята поправка к закону о Валютном и торговом контроле 1947 г., также отметим соглашение Плаза 1985 г., согласно которому Япония в рамках совместных с Великобританией, Францией, Германией и США действий вынуждена была укрепить иену (в результате японская экономика начала испытывать трудности вследствие сокращения экспорта, поэтому с целью стимулирования внутреннего спроса, было принято решение смягчить денежно-кредитную политику).

²²² Kaminsky L., Reinhart C.M., Vegh C.A. Op. cit. P. 53, 61, 63; Jonung L., Schuknecht L., Tujula M. The boom-bust cycle in Finland and Sweden 1984–1995 in an international perspective // European Commission. 2005. December. Economic Paper № 237. P. 20, 39; Bayoumi T., Ohnsorge F. Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China // IMF. 2013. August. Working Paper WP/13/189. P. 6; World Investment Report 1996: Investment, Trade and International Policy Arrangements // UNCTAD. 1996. P. 228-235.

²²³ Киндлбергер Ч., Алибер Р. Указ. соч. С. 250-280.

$E^*(Y_{t+s}|Y_t, Y_{t-1}, \dots)$ линейный предиктор для Y_{t+s} с использованием информации о прошлом поведении только Y , а $E^*(Y_{t+s}|Y_t, Y_{t-1}, \dots, X_t, X_{t-1}, \dots)$ линейный предиктор с заложенной информацией о предыдущих значениях и Y , и X . Результаты теста Грейнджера, приведенные в табл. 7 (см. Приложение) «улавливают» одностороннюю связь CRED-SW. Итак, факт сообщающихся географических «пузырей» внутри ГФП может иметь место.

3. Причиной образования повышенной концентрации финансовых ресурсов в Латинской Америке стало то, что страны данного региона подверглись первой масштабной финансовой экспансии со стороны крупных коммерческих банков США. В кон. 1970-х гг. ряд факторов, таких как стремительный рост цен на отдельные виды сырья, низкий уровень процентных ставок и слабый внутренний спрос на кредитные ресурсы в США, сделал страны Латинской Америки (в особенности Мексику) привлекательным инвестиционным объектом. Чистый трансграничный приток капитала в страны Латинской Америки и Карибы за 1977–1981 гг. увеличился почти вдвое, достигнув 40 млрд долл., кроме того, свыше 70% общего потока инвестиций в 1970-е гг. составляли банковские и торговые кредиты²²⁴.

Таким образом, концентрация глобальных финансовых ресурсов происходила практически одновременно в трех крупных регионах мира: европейском, азиатском и латиноамериканском.

Внутреннее развитие ГФП происходит благодаря действию *эффекта перетекания*, выраженного в форме внутренних фазовых связей. Проанализируем его воздействие на примере скандинавско-японского эпизода с помощью теоретического инструментария. Рассмотрим тесное взаимодействие рынков реального или целевого (например, недвижимость, сырье) и финансового (ценные бумаги фондового рынка, кредиты, позже – производные инновационные финансовые инструменты) активов²²⁵ при возникновении географических проявлений ГФП. На рис. 18 из Приложения показано модельное представление подобных межрыночных связей (рынок целевого актива описывается с помощью условий первых 3-х уравнений динамической системы и графика слева). Первоначально рынки находятся в точке устойчивого неоклассического равновесия (для рынка недвижимости это т. N). Затем «пузырь» возникает на рынке финансового актива (рынок 1), т.к. на нем фиксируется приток спекулятивного капитала. Это неслучайно, поскольку «финансовые рынки всегда рефлексивны и могут весьма сильно отклоняться от так называемого «равновесия», т.е. они склонны порождать пузыри»²²⁶. Вслед за рынком 1 с некоторым временным лагом выходит из равновесия и рынок целевого актива

²²⁴ ECLAC Database. 2002.

²²⁵ Бродский Б.Е. Указ. соч. Гл. 4. С. 44-54.

²²⁶ Сорос Дж. Исправить регулирование: теория рыночного равновесия неверна // eJournal USA. Государственный департамент США. 2009. Т. 14. №5. С. 21.

(рынок 2) и вскоре достигается т. В, в которой спрос на недвижимость меньше ее предложения. Причина разбалансировки рынка кроется в ожиданиях субъектов экономической деятельности, ориентирующихся на стремительный ценовой «подъем». Возникает парадоксальная для классической экономической теории ситуация: рост цены сопровождается увеличением совокупного спроса (т.е. закон спроса перестает действовать). Финансовая «хрупкость» в модели может ассоциироваться, например, с практикой кредитования ненадежных заемщиков. Кривая предложения на графике слева имеет необычный вид вследствие спекулятивного характера сделок. В экономике начинает действовать логика модифицированной не лучшим образом марксовской формулы: «деньги-деньги-деньги»²²⁷. Рынки целевого и финансового активов оказываются тесно взаимосвязанными, и вскоре возникает ситуация, описываемая т. бифуркации Е. Это неустойчивое кейнсианское равновесие, при котором вступает в свои права фактор ограничения спроса. С этого критического момента рыночные игроки осознают, что стали заложниками собственной алчности и перестают находиться под влиянием мифа о непрерывном обогащении, финансовый «пузырь» схлопывается. Неустойчивое кейнсианское равновесие распадается, в экономике возникает кризис, после чего начинается выход на траекторию достижения нового устойчивого равновесия. Таким образом, множественные географические финансовые «пузыри» внутри ГФП представляют собой комплексные объекты со сложными внутренними связями.

В первых географических эпизодах внутри ГФП активно участвовали два сегмента (кредитный и фондовый, см. рис. 9-10) глобального и национальных финансовых рынков и, как минимум, одна отрасль реального сектора на национальном уровне (сфера недвижимости в Японии и скандинавских странах). К примеру, в Японии за 1985–1990 гг. общий объем ипотечных кредитов вырос почти в 3 раза, индекс цен на землю для коммерческих целей по 6 крупнейшим городам «взлетел» со 129 до 503 пунктов²²⁸. В Швеции индекс цен на недвижимость для коммерческих целей увеличился примерно втрое, а объем кредитной массы составил 50% от ВВП в 1993 г., из которых 22% оказались сомнительными кредитами, а 50% отданной ненадежным заемщикам суммы приходилось на ипотеку (см. Приложение, рис. 19-21). В Финляндии пик кредитной экспансии пришелся на 1990 г. и был равен 100% общих выданных кредитов от ВВП, при этом около 40% невыплаченных кредитов относилось к сфере недвижимости и строительства²²⁹. Изменениям подверглись и фондовые рынки: например, за 8 лет до стремительного падения в январе 1990 г. индекс *Torix* «взлетел» на 564%.

²²⁷ Примаков Е. Опыт китайцев нам не повторить // Аргументы недели. 2009. № 21(159). 28 мая. Электронная версия по ссылке: <http://www.argumenti.ru/publications/9684>.

²²⁸ Statistic Bureau of Japan, Bank of Japan, the Japan Real Estate Institute. URL: <http://www.boj.or.jp/en/>; <http://www.stat.go.jp/english/>; <http://www.reinet.or.jp/en/>.

²²⁹ Miyagawa S., Morita Y. Financial Crisis of Finland, Sweden, Norway and Japan // Journal of the Faculty of Economics. 2009. September. Vol. 19. № 1. P. 50; Nakamura R. The Big Cleanse: The Japanese response to the financial crisis of

Последствия первых географических «пузырей» и динамизм ГФП наиболее ярко проявляется через *эффект «заражения»*. Приведем несколько стартовых примеров распространения «инфекции»:

1) общерегиональный латиноамериканский. Страны Латинской Америки (кроме Чили, Колумбии и Коста-Рики) столкнулись с серией валютных и банковских кризисов, начавшихся в 1982 г. с дефолта по внешнему банковскому долгу в Мексике. «Природа» финансового шока и его распространения в исследуемом регионе объясняется ростом краткосрочных номинальных и реальных процентных ставок в США в середине 1981 г. с последующим массовым изъятием предоставленных ранее кредитных ресурсов из латиноамериканских банков (за 1981–1986 гг. чистый приток частного капитала в Латинскую Америку сократился почти в 8 раз), а также скачками цен в 1980–1982 гг. на ряд сырьевых товаров.

2) общерегиональный европейский (кризис Европейской валютной системы) 1992–1993 гг. При поверхностном взгляде на скандинавский эпизод представляется, что только три развитые малые экономики объединены одной локальной проблемой. Анализ описываемой в этих странах ситуации в контексте теории «заражения» заставляет переоценить масштабы изучаемого финансового феномена. Схлопывание североевропейского «пузыря» ряд исследователей причисляет к причинам кризиса ЕВС (несмотря на то, что Швеция и Финляндия вступили в европейскую интеграционную группировку только в 1995 г.) и становится одним из факторов выведения из строя механизмов ЕВС. Каналами распространения финансового «заражения» в данном случае являются активное трансграничное движение капитала и деятельность хедж-фондов. Кризис ЕВС был обусловлен объединением Германии, инвестиционным «всплеском» в Греции, Испании и Португалии, кредитным «бумом» в Испании²³⁰. В результате реакции стран на кризис коллективная попытка провести валютные курсы в рамки заданного диапазона под давлением международных арбитражеров и растущих объемов операций на глобальных финансовых рынках была обречена на провал²³¹.

1990-е – 2002 гг. – характеризуются усилением воздействия ГФП на развивающиеся государства и страны с переходной экономикой, которые становятся первыми пострадавшими от данного финансового феномена вследствие наличия в системе негативного *побочного эффекта*, выраженного в форме новых схем финансового взаимодействия. В контексте данной проблематики выделяются два базовых вектора движения глобальных финансовых ресурсов.

1990's seen from a Nordic perspective // The European Institute of Japanese Studies. 2002. June. Working Paper № 149. P.10-12; Sweden statistics.

²³⁰ После финансовой либерализации в скандинавских странах и в государствах, вступивших в 1981 и 1986 гг. в европейскую интеграционную группировку, чистый приток капитала в ЕЭС увеличился с 11 до 174 млрд долл. См.: Kaminsky L., Reinhart С.М., Vegh С.А. Op. cit. P. 53, 61, 63.

²³¹ См.: Буторина О.В. Указ. соч. 2011. С. 136-137.

1. Реализация стратегий европейских и японских банков, направленных на экспорт собственных финансовых проблем, убытков и «плохих» долгов в перечисленные выше азиатские страны. Финансовый «узел» тесно связал экономики европейских государств с Японией. Схлопывание первых параллельно надувавшихся «пузырей» грозило обернуться весомыми издержками, которые стороны старались скрыть и переложить на плечи своих развивающихся партнеров – таким образом, возник очередной азиатский эпизод внутри ГФП. Этому способствовали, главным образом, финансовая либерализация, а также, например, особенности японского бухгалтерского учета: банкам официально разрешалось указывать стоимость своих активов по рыночной цене их покупки, а не текущую их оценку, а также отсутствовала необходимость ежегодно предоставлять сводную финансовую отчетность по осуществляемым сделкам. Одним из механизмов проведения соответствующих операций, к примеру, стала применяемая после 1990 г. крупными японскими финансовыми игроками схема «тобаши», позволяющая «сливать» убытки по «плохим» долгам дочерним компаниям и/или отделениям, находящимся в других странах. Статистические источники Японии подтверждают реализацию схем «тобаши» на основе показателей финансовой деятельности банковских структур за 1979–2005 гг. (пиковые периоды приходятся на 1990, 1997–1998 гг.)²³².

В результате финансовой либерализации объемы внешнего кредитования 8 перечисленных выше азиатских стран за 1994–1997 гг. начинают расти с темпом примерно 40 млрд долл. в год (т.е. ежегодно примерно на 25%). По сути, данный регион сталкивается с практикой двух «общих кредиторов» ГКР: европейские и японские банки размещают здесь порядка 289 млрд долл. (т.е. на финансирование данного региона выделяется около 23% европейского и 65% японского кредитного портфеля развивающимся странам)²³³. Структура и объемы внешних кредитов того периода, привлеченных Таиландом, Индонезией, Малайзией и Республикой Корея, характеризуются преобладанием японских капиталов (см. Приложение, табл. 8). Эти страны за 1990–1998 гг. получили извне свыше 35% (Индонезия) и более 50% (остальные перечисленные государства) финансовых ресурсов, из которых японские «вливания» составляли свыше 20% в Корею, 31% – в Малайзии, 35% – в Индонезии и 54% – в Таиланде. Таким образом, экономика азиатских стран, долгое время страдавшая от дефицита иностранного капитала, неожиданно получила прямой доступ к инвестициям. Областью их «оседания» в том числе становится сфера недвижимости: например, согласно *Investment Coordinating Board of Indonesia*, объем иностранных инвестиций в сферу недвижимости данной

²³² Nakamura R. Op. cit. P.10-15; Bank of Japan, Statistic Bureau of Japan. Principal Assets and Liabilities of Overseas Branches of Domestically Licensed Banks. URL: <http://www.boj.or.jp/en/>; <http://www.stat.go.jp/english/>.

²³³ На начало азиатского кризиса по оценкам Bank of Japan, Statistic Bureau of Japan (URL: <http://www.boj.or.jp/en/>; <http://www.stat.go.jp/english/>) и Kaminsky L., Reinhart C.M., Vegh C.A. Op. cit. P. 69.

страны за 1990–1994 гг. увеличился в 4 раза, достигнув максимума в 1996 г. при отметке в 4,1 млрд. долл.

2. Финансовая экспансия европейских финансовых посредников в другие регионы мира. Например, испанские банки активно размещали финансовые средства в странах Латинской Америки. Доля кредитов Santander Central Hispano (*SCH*) в общем объеме кредитов Чили, Мексики и Венесуэлы составляла 18, 15 и 17% соответственно. Третьим направлением для европейских банков стали страны с переходной экономикой, которые за 1995–1998 гг. ежегодно наращивали приток кредитных ресурсов на 14%. Немецкие банки сконцентрировали около 20% своего совокупного кредитного портфеля для стран с формирующимся рынком в России²³⁴.

После Мексиканского кризиса 1982 г. к проанализированным выше негативным побочным эффектам добавился очередной *эффект перелива*, возникший в американском, европейском и азиатском регионах. После 1989 г. банки и взаимные фонды США подготовили вторую «волну» финансовой экспансии в Латинскую Америку. На Бразилию, Мексику и Аргентину приходилось около 45% банковских кредитных ресурсов США для развивающихся стран и 77% латиноамериканского финансового портфеля взаимных фондов США. За 1990–1993 гг. чистый приток капитала в Мексику увеличился с менее 10 до 35 млрд. долл., а доля иностранных займов в национальном кредитном портфеле составляла 56%. В страны Восточной Европы и Центральной Азии за 1994–1997 гг. поток чистого частного капитала увеличился в 5 раз, достигнув 50 млрд. долл., из которых более 50% составляли портфельные и прочие инвестиции. Взаимные фонды из Азии также предпринимали попытки финансовой экспансии в своем регионе и около 50% своего финансового портфеля разместили в Гонконге, Сингапуре и Тайване²³⁵.

На наш взгляд, во многом эффекты ГФП в ряде латиноамериканских, европейских и азиатских стран были вызваны проведением ими финансовой либерализации по «рецепту» Вашингтонского консенсуса 1989 г. «Цепочка» анализируемых полных и неполных географических эпизодов вновь «ударяет» по двум сегментам (кредитному и фондовому, см. рис. 6-7) глобального и национальных финансовых рынков, а также в случае азиатских стран открыто негативно воздействует на сферу недвижимости. С середины 1990-х гг. ГФП вновь дает о себе знать посредством возникновения очередного *каскада эффектов «заражения»*, выраженных в наличии следующего ряда «цепных реакций»:

²³⁴ См.: Federal Reserve Bank of San Francisco; ECLAC Database. 2002; Kaminsky L., Reinhart C.M., Vegh C.A. Op. cit. P. 69.

²³⁵ Данные по абзацу приводились на основе сл. источников: ECLAC Database. 2002; Kaminsky L., Reinhart C.M., Vegh C.A. Op. cit. P. 63-70.

1) вектор Латинская Америка – США. Взаимные фонды США в 1994 г. («кризис текилы» в Мексике) практически мгновенно вывели из стран Латинской Америки около 40% финансовых ресурсов (в основном из Мексики, Бразилии, Аргентины).

2) векторы Азия–Европа и Азия–Азия. Стадии стресса и схлопывания азиатского «пузыря» ассоциируются, прежде всего, с аномальными изъятиями финансовых ресурсов вчерашними инвесторами (по оценке А.Шенга, в кон. 1990-х гг. было вывезено порядка 200 млрд. долл.²³⁶). От этих процессов крупно пострадали страны с наиболее глубокими финансовыми рынками в данном регионе, например, Таиланд, экономика которого первой испытала воздействие азиатского кризиса с 02.07.1997 г. (из нее было выведено около 47 млрд. долл. США). Устанавливается как обратная, так и перекрестная цепная реакция между всеми участниками азиатских событий: японские банки, столкнувшись с тайским кризисом, начинают максимально сокращать расходы на кредитование других стран азиатского региона, что отражается на ухудшении состояния финансового сектора Кореи, в свою очередь, мгновенно приведшего к инфекционному рецидиву²³⁷ европейские банки. Более того, прежние реципиенты кредитов становятся ненадежными партнерами: за период 1992–1998 гг. количество банкротств японских компаний с капиталом от 100 и более млн. иен увеличивается в 2,2 раза (из них 239 являлись сверхкрупными компаниями)²³⁸. По оценкам Мирового банка, доля непогашенных банковских кредитов в общем объеме кредитных ресурсов ГФС за период 1998–2000 гг. увеличилась с 7 до 9,1%²³⁹. Выиграть время и возместить убытки от начальных географических эпизодов внутри ГФП странам не удалось.

3) вектор развивающиеся страны и государства с переходной экономикой – США, Европа («волна» кризисов периода 1997–2002 гг.).

Перечисленные выше эпизоды «заражения» между развивающимися государствами и странами с переходной экономикой в латиноамериканском, азиатском и европейском регионах мира фактически имеют минимальный уровень распространения перекрестной «инфекции» (за исключением, например, торговых связей между Бразилией и Аргентиной, а также размещения аргентинских банковских депозитов в Уругвае). Основная идея «заражения» здесь заключается в том, что оно было не перекрестным, а связанным с деятельностью общих финансовых посредников – банков, взаимных фондов и хедж-фондов.

Обратимся к рис. 20, иллюстрирующей поведение данных финансовых игроков в развивающихся государствах и странах с переходной экономикой. Если условно разделить

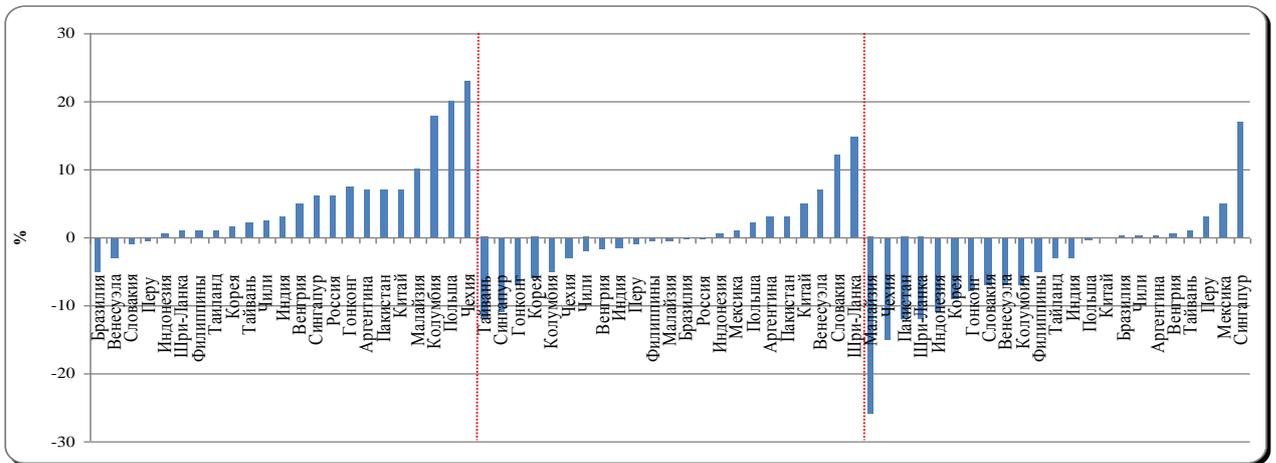
²³⁶ Sheng A. From Asian to Global Financial Crisis // Lee Kuan Yew School of Public Policy. 2009. November. P. 14.

²³⁷ Мед. термин, имеется в виду повтор «болезни» после предполагаемого ее излечения. Имеется в виду, что европейские банки, кредитовавшие впоследствии кризисные азиатские страны, в свою очередь подверглись финансовым проблемам.

²³⁸ Bank of Japan, Statistic Bureau of Japan. URL: <http://www.boj.or.jp/en/>; <http://www.stat.go.jp/english/>.

²³⁹ World Development Indicators. World Bank Database 2012.

графическое изображение на три части, то в 1-ом блоке можно оценить результаты реализации стратегии взаимных фондов после мексиканского кризиса 1994 г., негативные последствия которого, как видно на диаграмме, были региональными: институциональные инвесторы стали выводить средства из проблемных латиноамериканских стран и вкладывать финансовые ресурсы в европейские и азиатские государства. После схлопывания азиатского «пузыря» (2-ой блок рис. 20) пострадали не только страны региона, но и государства ЦВЕ, Латинской Америки. Некоторые исследователи выдвинули гипотезы о том, что в кон. 1990-х гг. ключевую роль в построении схем по выводу средств из проблемных стран Азии сыграли взаимные и хеджировочные фонды, прибегнувшие к сговору (так называемая «догадка Махатира») ²⁴⁰. Наконец, после российского дефолта в 1998 г. (см. 3-ий блок) потоки выводимых средств практически из всех анализируемых стран многократно усилились.



Примечание: график отражает простой поток финансовых ресурсов взаимных фондов, т.е. приведена чистая позиция по купле/продаже финансовых инструментов, в % к показателю на кон. предыдущего квартала.

Источник: Materials of Global Seminar for Senior Policymakers // Federal Reserve Bank of San Francisco. 2006; World Bank; Kaminsky G.L., Lyons R.K., Schmukler S.L. Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview // The World Bank Economic Review. 2001. Vol.15. №2. P. 331.

Рисунок 20 – Покупка и продажа активов взаимными фондами в развивающихся государствах и странах с переходной экономикой после мексиканского кризиса 1994 г., азиатского кризиса 1997 г. и российского дефолта 1998 г.

После российского кризиса уже в сентябре 1998 г. выяснилось, что, по крайней мере, у 10 ХФ заемных средств оказалось как минимум в 10 раз больше размера собственного капитала. Ярким эпизодом в истории ГФС стала практика фонда Long-Term Capital Management (LTCM), конкурентными преимуществами которого были безупречная репутация, авторитетный управленческий состав и сочетание различных стратегий. В 1994 г. в LTCM были включены

²⁴⁰ Камински, Вег и Рейнхарт зафиксировали мгновенный вывод средств азиатскими взаимными фондами в размере 10% вложенных финансовых ресурсов из 3 в наибольшей степени экспансированных ими азиатских стран; ГФС в докладе 2000 г. отмечает, что крупные ХФ держали на коротких позициях в Гонконге финансовые активы в размере 6% от ВВП данной страны. См.: Kaminsky L., Reinhart C.M., Vegh C.A. Op. cit. P. 69-70; Financial Stability Forum, 2000; Danielsson J., Zigrand J.-P. Regulating hedge funds / Special Issue. Hedge funds // Banque de France. Eurosystem. 2007. April. Financial Stability Review. P. 24, 32.

Delaware LP Коннектикута и LTCР на Каймановых о-вах, вскоре фонд вышел на рынки Северной Америки, Европы и Азии. Его клиентская база исчислялась сотнями лиц, первичным брокером выступал Bear Stearns, в число расчетных фирм входил Merrill Lynch, более того, он активно работал с государственными облигациями стран «Большой Восьмерки», кредитовался синдикатами банков. Доля участия LTCМ в сделках на глобальных финансовых рынках была более 10% (на 31.08.1998 г. существовало более чем на 500 млрд. долл. фьючерсных контрактов, 750 млрд. долл. – по свопам, свыше 150 млрд. долл. – по внебиржевым инструментам). Однако в 1998 г. LTCМ оказался на грани банкротства: показатель левериджа исчислялся 26 к 1 (т.е. 125 млрд. долл. совокупных активов против капитала в 4,8 млрд. долл.)²⁴¹. По мнению Фр.Мишкина, одна из причин фиаско LTCМ заключалась в неправильной прогнозной оценке спредов и цен активов развивающихся государств и стран с переходной экономикой и, соответственно, роковой ошибки в стратегии купли/продажи²⁴².

Кроме того, сер. 1990-х – 2000-е гг. ассоциируются с концентрацией части финансового капитала после «кризиса текилы» в «очаге» развитой страны северо-американского региона и возникновением географического эпизода США внутри ГФП. В число причин перемещения финансовых ресурсов в США, на наш взгляд, входят стремление инвесторов после череды финансовых кризисов в развивающихся государствах и странах с переходной экономикой сконцентрировать капитал в наиболее надежной развитой «среде». Кроме того, продолжают процессы, эквивалентные по своему содержанию финансовой либерализации. В 1990-е гг. в США истекает срок ограничений на торговлю ценными бумагами доткомов, выпущенных с целью первичного размещения (*IPO*) и в большей своей массе (около 80%) оказавшихся на период как минимум в 6 месяцев с даты IPO официально «запертыми» на рынке. Таким образом, с указанного времени происходит масштабная разблокировка ценных бумаг, заработок сферы информационно-телекоммуникационных технологий в целом за 1998–2000 гг. составляет около 1000% на капитал²⁴³. Вследствие возникновения новой «волны» негативного *эффекта перелива* на этапе эйфории «пузыря» доткомов показатель чистого притока капитала достиг отметки в 250 млрд. долл. (за 1998–2000 гг. он увеличился примерно в 2 раза). После 1998 г. среди инвесторов США повышается значение Японии и Сингапура²⁴⁴.

²⁴¹ Данные представлены из обзора сл. источников: Public Disclosure of Market and Credit Risks by International Intermediaries // BIS. 1994. September; Haubrich J.G. Some Lessons on the Rescue of Long-Term Capital Management // Federal Reserve Bank of Cleveland. 2007. April. Policy Discussion Paper № 19; Report of the President's Working Group on Financial Markets. Op. cit. 1999. P. 5-22.

²⁴² См.: Мишкин Фр.С. Указ. соч. С. 376.

²⁴³ Kaizoji T., Sornette D. Market Bubbles and Crashes // Munich Personal RePEc Archive. December 13. 2008. MPRA Paper № 40798. P. 4-5.

²⁴⁴ Sornette D., Woodard R. Financial Bubbles, Real Estate Bubbles, Derivative Bubbles, and the Financial and Economic Crisis // Coping with Crisis in Complex Socio-Economics System (CCSS). 2009. Working Paper Series CCSS-09-003. P. 30-31; World Investment Report 2000: Cross-Border Mergers and Acquisitions and Development // UNCTAD. 2000. P. 31.

Американский «пузырь» назван нами множественным, поскольку именно он свидетельствует о прогрессе в развитии ГФП под воздействием негативного *эффекта перетекания* (см. рис. 11). Вследствие масштаба и лидирующего статуса экономики США в глобальной финансовой системе ГФП в определенной последовательности (см. рис. 9-18) «накрывает» собой 3 глобальных финансовых рынка (фондовый, финансовых инноваций, кредитный), глобальные рынки нефти, металлов и других сырьевых товаров, ставших объектом спекуляций с использованием производных финансовых бумаг. Ряд национальных рынков США пострадал от схлопывания «пузырей»: ценных бумаг и информационно-телекоммуникационных технологий (1995–2000 гг.), кредита и недвижимости (2000–2006 гг., средняя цена на стандартную недвижимость за период с 3-его квартала 2000 г. по 3-й квартал 2006 г. увеличилась почти вдвое), деривативов и секьюритизированных финансовых продуктов (2004–2007 гг.), сырья (2005–2008 гг.), см. Приложение, рис. 11-13, 16, 22-23. Вследствие кризиса «доткомов» в 2000–2001 гг. происходит небольшое общее сокращение чистого притока капитала в США (примерно в 1,2 раза), однако отдельные рынки продолжают «наполняться» ликвидностью, анализируемый показатель начинает расти с 2001 г. и уже в 2002 г. практически достигает уровня в 400 млрд долл. (на этот период как раз приходится массированный вывод средств из большинства развивающихся государств и стран с переходной экономикой, см. рис. 17). ФРС снижает ставки процента с 6,5 до 1%, чтобы стимулировать активность субъектов хозяйственной деятельности, в итоге заимствование становится дешевле, и побочный эффект отражается на сфере недвижимости США²⁴⁵. Тест Грейнджера на годовых данных за 1991–2011 гг. для 2 выборок по США, где D_HP – индекс цен на недвижимость для целей проживания, F_CREDIT – объемы привлеченных извне финансовых ресурсов, направленных в сферу ипотечного кредитования, показал наличие взаимосвязи между анализируемыми показателями (вероятности Prob меньше порогового значения 0,05, см. Приложение, табл. 9). Общая структура ипотечных кредитов в США в 2006 г. оказалась следующей: первоклассные займы составили 67%, кредиты сомнительным и ненадежным клиентам – около 13 и 20% соответственно; на дополнительную покупку недвижимости шло 17% заемных средств²⁴⁶.

В течение ГФЭК глобальный финансовый капитал снова подчиняется воздействию *эффекта перелива* и продолжает искать сферы применения на динамично развивающихся рынках. Об этом факте свидетельствуют два искусственно прерванных китайских географических эпизода внутри ГФП: первый параллельный с США 2007–2008 гг. (см. Приложение, рис. 24), второй – чуть позже в 2009–2010 гг. (см. рис. 17: после кризисов 1994 и 1997 гг. Китай занимает соответственно 5 и 4 позиции в числе объектов инвестирования со

²⁴⁵ См.: Sornette D., Woodard R. Op. cit. P. 30-31; Holt J. A Summary of the Primary Causes of the Housing Bubble and the Resulting Credit Crisis: A Non-Technical Paper // The Journal of Business Inquiry. 2009. Vol. 8. № 1. P. 120-129.

²⁴⁶ Портной М.А. Ипотечный кризис в США. В сб.: Чебанов В.С. (науч. ред.). Указ. соч. С. 64.

стороны взаимных фондов). Особенностью китайских «пузырей» является то, что они не успели схлопнуться благодаря умелому чередованию национальными властями политики стимулирования (краткосрочные прибыли от ГФП оказались привлекательными и для этой страны) и «охлаждения» финансового сектора экономики Китая²⁴⁷.

Воздействию «пузырей» в данном случае подверглись в меньшей степени глобальная кредитная сфера (см. рис. 6) и в основном китайские рынок кредита и недвижимости²⁴⁸. Одной из причин образования «очага» ГФП в Китае является ослабление финансовых ограничений (снижение процентных ставок, требований к банковским резервам, «пакет» стимулирующих мер, в минимальной степени – реализация «пилотного» проекта по секьюритизации²⁴⁹) и реформы в сфере жилой недвижимости 1978 г., направленные на развитие частной собственности. Существенно меняются инвестиционные позиции Китая: по итогам 2012 г. эта страна является 2 по величине реципиентом и 3 по размеру донором ПИИ. Основными инвесторами Китая становятся Гонконг, Япония, Сингапур, Тайвань, США и Южная Корея. США также занимают 3 место после стран ЕС и АСЕАН среди реципиентов китайских инвестиций²⁵⁰. По оценкам экспертов, поток «горячих капиталов», направленных в сферу китайской недвижимости, увеличился с 119,5 млрд. долл. в 2004 г. до 715 млрд. долл. в 2010 г., в итоге под действием *эффекта перетекания* расширяются объемы банковского кредитования, более того, около 60% всех займов в 2009 г. (примерно 1 200 млрд. юаней) обслуживают сделки с недвижимостью²⁵¹.

Однако основной причиной возникновения китайских эпизодов в рамках ГФП, на наш взгляд, оказывается активное развитие теневого банкинга. По оценкам экспертов, на 2011–2012 гг. размер неформального финансового сектора Китая составлял 57% от ВВП страны, или 4,8 трлн. долл.²⁵².

Согласно исследованиям, китайский теневой финансовый сектор состоит из нескольких уровней, первый из которых представлен внутренней (внебалансовой) и внешней (например, посредством оффшорного заимствования и совместной работы с трастовыми компаниями и брокерами) деятельностью коммерческих банков. Рассмотрим пример воздействия *побочного*

²⁴⁷ Ozeki K. The Chinese Real Estate Market: A Comparison with Japan's Bubble // PIMCO Asian Perspectives. 2009. December; Риски для государственных финансов государств-участников СНГ в свете текущей мировой нестабильности. Доклад 5. СПб.: Евразийский банк развития, Центр интеграционных исследований, 2012. С. 12; Китай: риски и перспективы развития // Центр макроэкономических исследований Сбербанка России. 2013. Апрель.

²⁴⁸ Подробнее см.: там же.

²⁴⁹ С 1990-х гг. по настоящее время власти Китая несколько раз прибегали как к политике стимулирования субъектов хозяйственной деятельности, так и к практике рыночного «охлаждения» или «мягкой посадки».

²⁵⁰ См.: UNCTAD 2013. Op. cit. P. 3, 6, 44; Morrison W.M. China's Economic Conditions // Congressional Research Service. March 4. 2013. P. 14, 18.

²⁵¹ Hennessy M.P. China: a Real Estate Bubble, or No Trouble? // Morgan Creek Capital Management. 2012. September. P. 1-2; Raposa K. Why China's Property Bubble is Different. 2011. <http://www.forbes.com/sites/kenraposa/2011>.

²⁵² См.: Asia Focus. Country Analysis Unit // Federal Reserve Bank of San Francisco. April 2013. <http://frbsf.org>.

эффекта 1990-х – нач. 2000-х гг. Исследователь К.Рапоза отмечает, что в указанное время власти Китая обязуют государственные банки поддержать курс на «доступное кредитование», и вскоре доля «плохих» долгов «Большой банковской четверки» Китая (Industrial and Commercial Bank of China, China Construction Bank, China Agriculture Bank, Bank of China) достигла примерно 20-30% общего объема анализируемых кредитов. Тогда по государственному распоряжению были созданы 4 «компании по управлению активами» – HuaRong, XingDa, GreatWall и Oriental – которым передавались «токсичные» кредиты, и таким образом балансы национальных стратегических финансовых игроков «очищались»²⁵³. В анализируемый период структура кредитного сектора Китая усложнилась: активно развивается банковское кредитование и финансовые операции с привлечением трастовых компаний, внебалансовые сделки, оффшорное заимствование (по оценкам экспертов канал операций между Гонконгом и Китаем расширился на 63%) и финансирование без промежуточных посредников, основанное на неформальных взаимосвязях (в конце 2010 г. достигло объема в 2,4 трлн. юаней). В 1-ой половине 2011 г. соотношение кредитной массы к ВВП по расчетам китайских финансистов составляло около 176% (официальная статистика оценивает показатель в 126%)²⁵⁴. При этом Национальное статистическое бюро Китая фиксировало в период 2006–2010 гг. снижение банковских кредитов в сферу недвижимости с примерно 20 до 15% от общего анализируемого показателя и рост средств, привлеченных застройщиками, почти с 30 до 40% от общего объема данных финансовых ресурсов. Исследователи Дж.Барт, М.Ли и Т.Ли в работе 2012 г. объясняют это через выстраивание комплексной финансовой «цепочки»: застройщики получают средства от трастовых компаний и инвестирующих в недвижимость трастов, которые в свою очередь финансируются банками²⁵⁵. Фактически трастовые компании помогали «переупаковывать» кредиты и продавать их инвесторам (см. Приложение, рис. 25).

Второй уровень китайского теневого банкинга включает квазифинансовые и неформальные финансовые институты (страховые и микрофинансовые компании, ломбарды, фонды краткосрочного инвестирования и т.п.). Несмотря на прерванность эпизодов внутри множества ГФП, вводимые на национальном уровне ограничения (например, перевод ряда схем трастово-банковского взаимодействия в балансовую отчетность коммерческих банков к 2011 г.), теневой банкинг Китая продолжает активно развиваться. В 2012 г. зарегистрирован первый китайский хедж-фонд Zhongjin Aera FOHF, в 2010 г. возникли новые схемы выдачи внебалансовых кредитов через доверительное сотрудничество банков и брокеров (размеры

²⁵³ Raposa K. Op. cit. 2011. <http://www.forbes.com/sites/kenraposa/2011>.

²⁵⁴ Zhang Z.M. China's contradiction. How excessive liquidity co-exists with a credit crunch // HSBC Global Research. 2011. November. P. 12-14, 45-48, 76-80; Barth J.R., Lea M., Li T. China's Housing Market: Is a Bubble About to Burst? // Milken Institute. 2012. October. P. 8-9; China: Foreign Exchange Rigidity, Asset Bubbles, and the Role of Chinese Banks // TD Bank Financial Group. 2010. October 1. P. 2-4.

²⁵⁵ Barth J.R., Lea M., Li T. Op. cit. P. 8-9.

данной сферы в 2012 г. достигли 318 млрд. долл.)²⁵⁶. Таким образом, динамично развивающаяся экономика Китая оказалась лишь частично втянутой в процессы ГФП через связь с глобальным теневым банкингом.

Последствия ГФП мы условно разделяем на две группы: 1) национальные и региональные; 2) глобальные. Первый блок хорошо прослеживается на примере азиатских стран. Так, за 1997–2002 гг. финансовые потери Индонезии оцениваются в 55% от ВВП при закрытии 70 банков и национализации 13 из 237 банков, Южной Кореи – в 28% от ВВП при банкротстве 303 финансовых институтов, Таиланда – в 35% от ВВП при фиаско 59 из 91 финансовых организаций, Малайзии и Филиппин – в 16 и 7% от ВВП соответственно²⁵⁷. В табл. 10 из Приложения описывается различная степень тяжести последствий, причиненных азиатским странам глобальным финансовым «пузырем».

Вторая группа последствий также подлежит качественной и количественной оценке. Например, по состоянию на октябрь 2007 г. финансовые потери, связанные с кредитованием ненадежных заемщиков, оценивались приблизительно в 250 млрд. долл., за период с июля 2007 г. по ноябрь 2008 г. снижение капитализации ГФР (суммарной стоимости ценных бумаг) – в 26,4 трлн. долл. По состоянию на ноябрь 2008 г. убытки американского эпизода ГФП для глобального производства оценивались в 4,7 трлн. долл.²⁵⁸. Отмечается резкое падение в динамике показателя ВВП в постоянных ценах почти по всем группам стран (см. рис. 21-22).

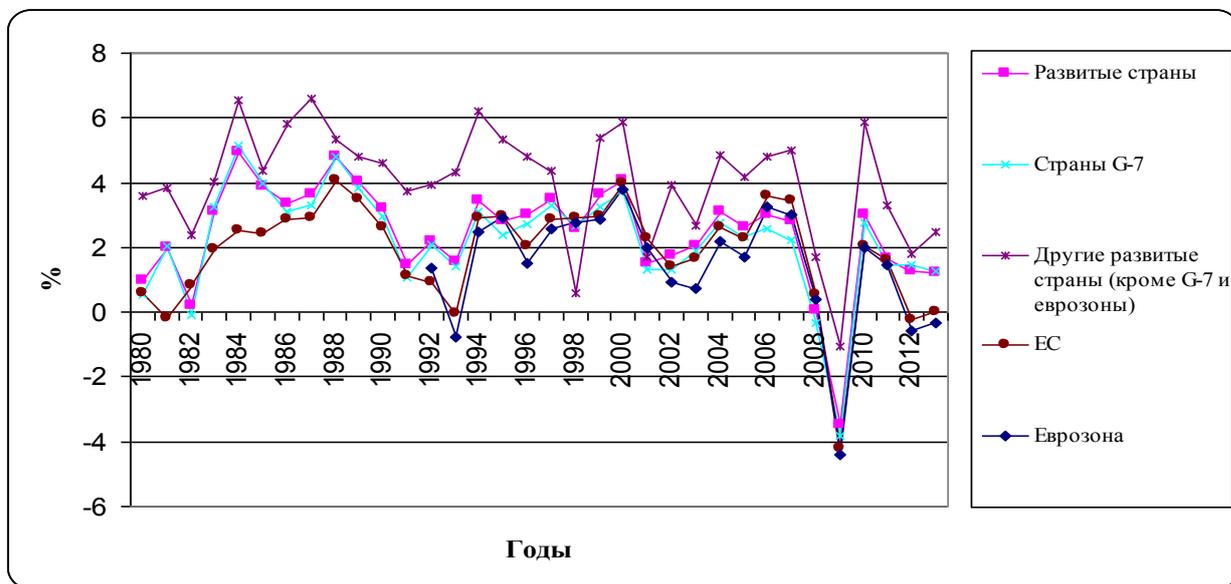


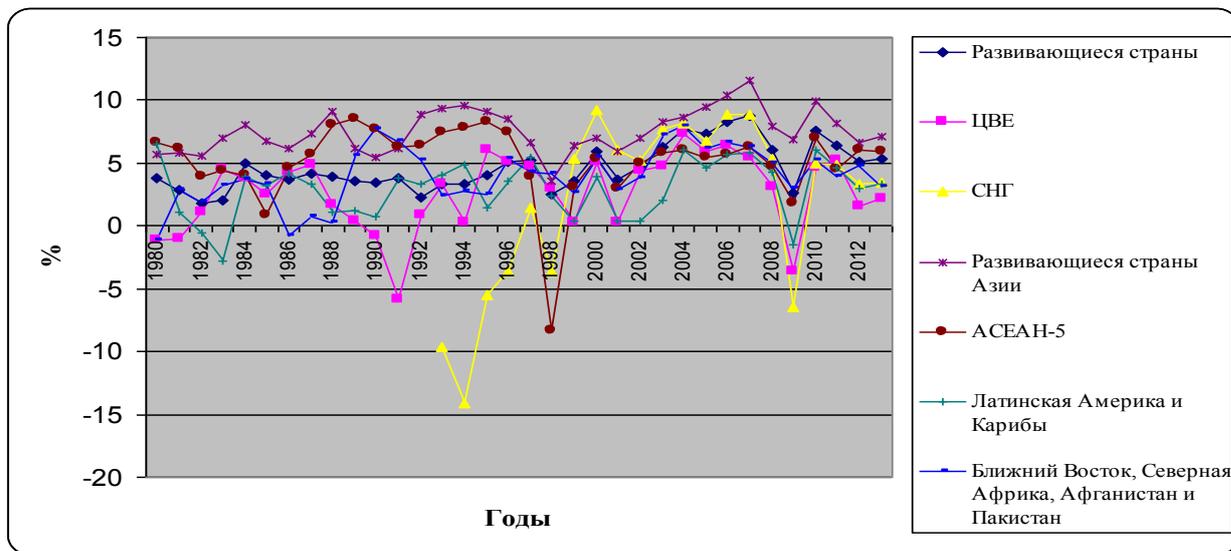
Рисунок 21 – Динамика ВВП развитых стран в постоянных ценах, % изменение

²⁵⁶ Hsu S., Li J., Qin Y. Shadow Banking and Systemic Risk in Europe and China // City University London. 2013. CITYPERC Working Paper Series № 2013/02. P. 2-17; Asia Focus. Country Analysis Unit // Federal Reserve Bank of San Francisco. April 2013.

²⁵⁷ См.: Sheng A. Op. cit. P. 7.

²⁵⁸ См.: Kaizoji T., Sornette D. Op. cit. P. 2-17; Sornette D., Woodard R. Op. cit. P. 2-48.

Таким образом, подчеркнем, что ГФП – это порождение МФС на глобальной стадии развития и одновременно очень мощный внутренний системный дестабилизатор, сопряженный с общим комплексом проблем ГФС (см. параграф 2.1).



Источник по рис. 21-22: World Economic Outlook Database // IMF. April 2013. www.imf.org.

Рисунок 22 – Динамика ВВП развивающихся стран и государств с переходной экономикой в постоянных ценах, % изменение

Кроме того, следует отметить, что динамика дисбалансов в глобальной экономике имеет ярко выраженное сходство с фазами движения ГФП (см. рис. 9-11). В контексте данной проблематики мы разделяем мнение К.Борио и П.Дисиатата о финансовой первопричине глобальных дисбалансов²⁵⁹.

Термин «баланс» в переводе с французского означает «весы», т.е. связан с системным равновесием. Под глобальным дисбалансом подразумевается нарушение общесистемной согласованности, уравниваемости. ГФС, как и любая из существующих в мире систем, неидеальна, в ней обязательно существует естественное неравенство, связанное с нормальными или полезными дисбалансами и здоровой конкуренцией. Например, страны различаются по таким показателям как уровень старения населения и степень эволюции финансовых рынков.

Вряд ли кого-то удивит тот факт, что государство с высоким уровнем старения населения будет иметь более высокий показатель сбережений, а страна с глубоко развитым финансовым рынком окажется предпочтительным «полем» для иностранных капиталовложений. Однако наибольшую опасность представляют вредные или избыточные дисбалансы, которые способны создавать масштабные противоречия ГФС и/или даже привести систему к дезинтеграции. В МФС подобного рода дисбаланс назывался фундаментальным, в свое время он привел к краху золотовалютного стандарта в нач. 1970-х гг.

²⁵⁹ См.: Borio C., Disyatat P. Op. cit. P. 1-28.

ГФС развивается в обстановке одновременно нескольких вредных дисбалансов. Их можно разделить на следующие классы²⁶⁰:

- а) секторальный. Данный вид дисбалансов считается самым опасным для экономической системы любого уровня (особенно глобального), поскольку финансовый сектор перестает нормально работать и исполнять свои естественные функции, т.е. обслуживать производственный сектор экономики. ГФС отвлекает ресурсы от производственной сферы, а собственные внутренние проблемы переносит в экономическую систему в целом. Разрыв между реальным и финансовым секторами глобальной экономики фиксируется с помощью показателя финансовой глубины (см. параграф 2.1). За период 1990–2007 гг. общая финансовая глубина увеличилась, кросс-региональное и межстрановое сравнение показывает, что максимальный показатель насыщенности финансовыми средствами в докризисный 2006 г. фиксируется в Японии, США и Великобритании (см. Приложение, табл. 11). В ходе развития данного глобального дисбаланса ГФП играет двоякую роль: с одной стороны, данный финансовый феномен представляет собой продукт «финансализации»; с другой стороны, он многократно усиливает и ускоряет этот процесс.
- б) торговый, проявившийся при анализе счетов текущих операций платежных балансов, и оказавшийся, на наш взгляд, прямым порождением ГФП (см. рис. 23).

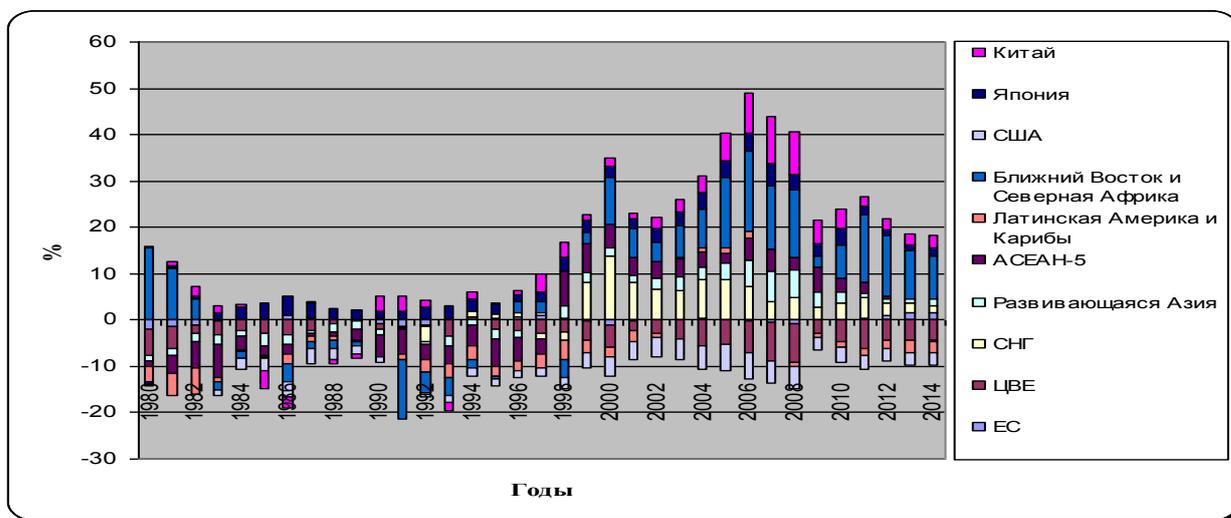


Рисунок 23 – Динамика счета текущих операций, в % к ВВП

В доказательство данного утверждения приведем несколько последствий проявления негативных «муссонных» эффектов. Поскольку проблеме ГФП были подвержены все группы стран, был развенчан миф о финансовой неуязвимости государств с развивающимися и формирующимися рынками вследствие недостаточной развитости их

²⁶⁰ Классификация проведена с учетом сл. источников: Lim M. Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis – Causes and Consequences // The Levy Economics Institute of Bard College. 2008. April. № 532. P. 9-14; Blanchard O., Milesi-Ferretti G.M. Global Imbalances: in Midstream? // IMF. December 22. 2009. Staff Position Note SPN/09/29. P. 3-12. Все перечисленные выше дисбалансы глобального характера в основном выявлены на основе анализа блока статей платежных балансов (ПБ) стран.

финансовых секторов. ГФП изменяет торговые и инвестиционные позиции анализируемых стран. Обратимся к статистическим примерам (см. Приложение, рис. 26-28): в скандинавских странах наблюдался дефицитный счет текущих операций, с 1994 г. он становится профицитным. Аналогичная ситуация демонстрируется азиатскими государствами, торговые балансы которых резко изменяются в 1998 г.

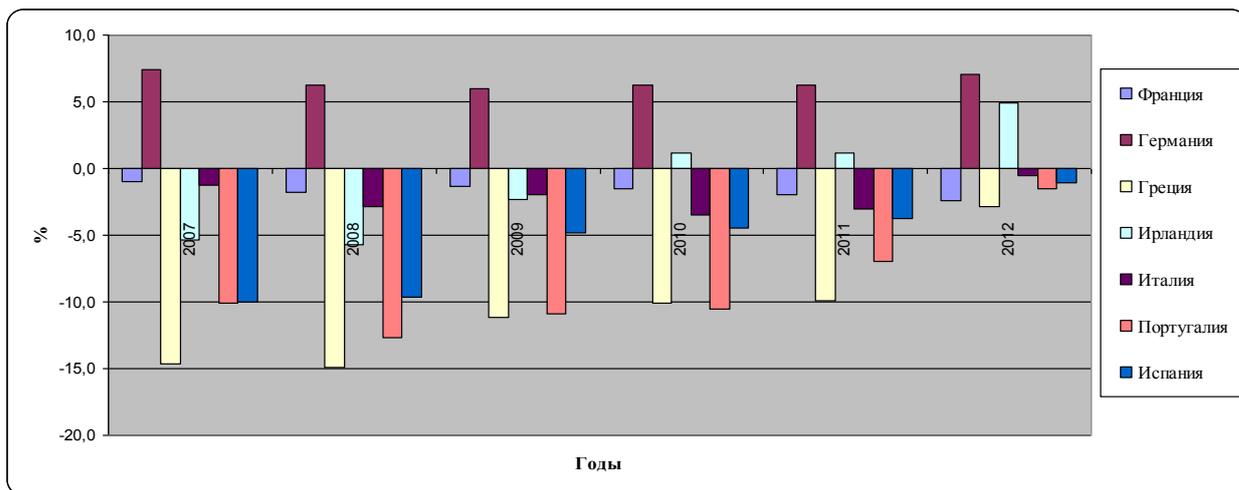
При этом «муссонные» изменения влияют на ГФС: к примеру, многие страны с крупным положительным сальдо торгового баланса активно создают так называемые фонды национального благосостояния или суверенные фонды. Н.Фергюсон отмечает, что в к. 2007 г. данные институты сосредоточили под своим управлением около 2,6 трлн. долл. Суверенные фонды рассматриваемых азиатских стран, в том числе сингапурские Temasek и GIC, осуществляли значительные по размерам вложения капитала в Barclays, Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley²⁶¹. Начиная с 1982 г., состояние счетов текущих операций Японии и США можно назвать абсолютно зеркальным. Данные факты согласуются с инвестиционными позициями исследуемых стран: США – самый масштабный нетто-дебитор, а Япония, Китай, Норвегия, Гонконг и Тайвань входят в 10 крупнейших кредиторов и финансовых доноров²⁶². Лейтмотивом представленных рассуждений является элемент идеальности изменений торгово-инвестиционных показателей государств, оказавшихся в «эпицентре» процессов ГФП. Очередное проявление «муссонов» отмечается в период ГФЭЖ (см. параграф 2.3). Подчеркнем, что все проанализированные выше негативные финансовые эффекты, позволяющие ГФП перемещаться в ГФС, взаимосвязаны и являются, за исключением эффекта перелива, условиями возникновения друг друга.

Отметим, что глобальные торговые дисбалансы связаны не только с финансовыми «муссонами». Их внутренняя логика развивается по следующему сценарию: дефицитные страны занимают средства все новые и новые средства для покупки импортных товаров и услуг и тратят внутренние ресурсы на потребление импорта, тем самым, попадая в замкнутый круг кредитования; профицитные государства размещают финансовые «излишки» в форме зарубежных активов и проводят интервенции с целью повышения своих валютных курсов и, соответственно, получения еще больших средств от внешней торговли. Как видно из рис. 23, торговый дисбаланс многократно усиливается в 2003–2008 гг., т.е. за определенный нами выше насыщенный период развития ГФП. Отметим, что необходимо учитывать особую позицию США в ГФС: крупная экономика с ключевой валютой, согласно макроэкономической теории, должна иметь дефицит по счету текущих операций. Кроме того, особое положение в мире занимают входящие в ОПЕК профицитные страны-

²⁶¹ См.: Фергюсон Н. Указ. соч. С. 356-357.

²⁶² Данные представлены Mapping the global capital markets, Fourth Annual Report // McKinsey Global Institute. January 2008. P. 75.

экспортеры нефти, а также Китай и Япония. Существуют не только межрегиональные, но и внутрирегиональные торговые дисбалансы, например, в еврозоне Германия с профицитом по счету текущих операций резко выделяется на фоне остальных участников интеграционной группировки ЕС (см. рис. 24). Состояние торгового баланса крайне важно для любой страны, поскольку, в том числе, определяет ее инвестиционную позицию (см. Приложение, рис. 29 по основным государствам-донорам и реципиентам финансовых ресурсов до ГФЭЖ).



Примечание к рис. 23-24: анализируется сальдо счетов текущих операций.

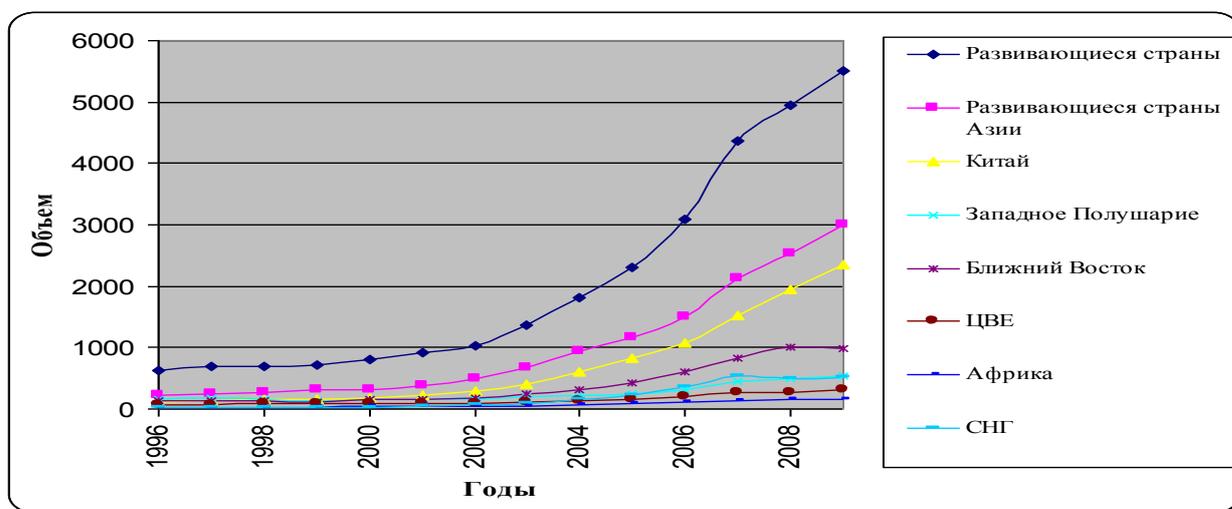
Рисунок 24 – Динамика счета текущих операций стран еврозоны, в % к ВВП

В работе 2011 г. К.Борио и П.Дисиатат предлагают переоценить роль глобальных торговых дисбалансов, поскольку они не в полной мере отражают основные проблемы ГФС. В частности, фундаментальная особенность ГФС – ее «повышенная эластичность» – остается в тени анализируемых показателей²⁶³. По мнению авторов, нужно фокусировать внимание на совокупных финансовых потоках, взаимодействии крупных контрагентов и чисто финансовых дисбалансах, являющихся первопричиной торговых. Рассуждая в данном контексте, можно прийти к выводу, что системный ГФП создает и усиливает торговые дисбалансы, следовательно, если будет контролироваться и регулироваться рост финансового сектора глобальной экономики, разбалансировка исчезнет. Этот подход отличается от идеи М.Обстфельда, П.Кругмана и Р.Манделла о субституциональной зависимости между мировой торговлей и международным движением капитала.

- с) накопительный. Изменение объемов валютных резервов представляет собой достаточно универсальный и вместе с тем комплексный инструмент воздействия на экспортно-импортные отрасли экономики. Эффективность использования подобного финансового механизма заключается в своевременности его применения. Нарращивание резервов может вызвать рост инфляции и представляет собой упущенную выгоду вследствие отказа от

²⁶³ См.: Borio C., Disyatat P. Op. cit. P. 1-28.

инвестирования этих средств²⁶⁴. М.И.Портер в 1990 г. и В.М. Полтерович в работе 2007 г. выделяют 4 стадии развития любой страны: этап факторов производства (индустриализации), инвестиций и инициации экспортно-ориентированного роста, инноваций и ускоренного развития, богатства и развитого рынка. На начальных этапах валютные резервы необходимы для достижения внутренних и внешних экономических целей государства, на 3 этапе их накопление условно (если приток капитала полностью покрывает его переток в резервы), на 4 ступени развития – они условно безвредны на уровне менее 5-месячного объема импорта или бесполезны. Обратим внимание на то, что глобальный накопительный дисбаланс, связанный с резервной позицией, нарастает опять же за насыщенный период эволюции ГФП (см. рис. 25).



Источник по рис. 23-25: World Economic Outlook Database // IMF. October 2013. www.imf.org.

Рисунок 25 – Резервы, млрд. долл.

В 2006 г. крупнейшими держателями резервов были развивающиеся страны, например, Китай с их объемом в 1,5 трлн. долл. Ярким эпизодом экономических трудностей, в том числе связанных с неспособностью вовремя переключиться на следующую программу новой стадии модернизации, является Япония, чьи резервы в иностранной валюте за период 1998–2005 гг. увеличились более чем в 4 раза, достигнув 828,8 млрд. долл. США²⁶⁵.

Помимо перечисленных выше вредных глобальных дисбалансов, можно выделить следующие:

- d) усиление неравенства в уровнях жизни между группами стран. Например, изменение соотношения доходов верхнего и нижнего квинтилей населения при сравнении стран «золотого» и «голодного» миллиарда неуклонно растет (в 1960 г. оно составляло 30 к 1, а в

²⁶⁴ См. Полтерович В.М. Указ. соч. С. 181; Колодко Г.В. Указ. соч. С. 257.

²⁶⁵ Ministry of Finance, Bank of Japan. URL: <http://www.mof.go.jp/english/>; <http://www.boj.or.jp/en/>.

1997 г. – 74 к 1)²⁶⁶. Отсюда возникают и дисбалансы в совокупном глобальном спросе: население одних государств превращается в общество перепотребления (например, США), других – в общество недопотребления (например, Нигерия). Избыточный дисбаланс доходов свидетельствует о том, что в мире назревают социально-экономические проблемы глобального характера, т.е. ГФС способна влиять на социализацию и психологию общества.

е) проблему моноотраслевых стран. К категории «узконаправленной» экономики относятся государства, заразившиеся «голландской болезнью». Это не только сырьевые страны, но и, например, страны-оффшоры. Причинами данной проблемы, на наш взгляд, являются не только внутренние, но и внешние факторы, такие как усиление международного разделения труда в рамках глобальной экономики и аутсорсинг (передача на основе договоров части производственных или иных бизнес-процессов в руки специализирующейся на определенном виде деятельности компании).

Таким образом, проанализированные выше глобальные дисбалансы вида а)-с) напрямую связаны с ГФП, т.е. глобальный финансовый «пузырь» либо является их первопричиной, либо подвергается существенному взаимному влиянию с их стороны. Глобальные дисбалансы типа d)-е) в основном подлежат косвенному, или одностороннему воздействию со стороны ГФП, который усиливает масштабы данных явлений в мировой экономике.

На основании проведенного исследования можно выделить *особенности ГФП*. Прежде всего, к ним относятся психологизм, прогрессивность, масштабность, высокая частота географических проявлений, динамизм и двухцикличность: каждый эпизод из множества проходит циклы Киндлбергера, в то время как ГФП пока еще непрерывно развивается в рамках больших циклов и проявляется в разных состояниях.

К проблемам устранения финансовых «пузырей» обращались еще в 1720 г., когда были предложены первые реформы подобного рода. Их содержание излагалось в так называемом законе «О «пузырях»» («*Bubble Act*»), острое которого формально направлялось на ограничение финансовых спекуляций, а *de facto* – на юридическое устранение конкурентов Компании Южных Морей. Отметим, что весь ход истории развития «пузырей» и ГФП свидетельствует о том, что они позволяют части общества быстро обогащаться, и эффективный механизм устранения этого финансового феномена из структуры МФС пока не создан.

Дальнейшее развитие ГФП продолжается. До настоящего времени в МФС происходило только схлопывание географических «пузырей» единого множества и частичное схлопывание «пузырей» в ряде глобальных финансовых рынков, но не в целом ГФП, который остался в системе благодаря внутренней способности изменять свое состояние («надуваться» и

²⁶⁶ См. Кувалдин В.Б. Указ. соч. С. 31; Шевяков А.Ю., Кирута А.Я. Измерение экономического неравенства. М.: «Лето», 2002. С. 33-189.

«перетекать»). В доказательство данного тезиса приведем два примера распространения финансовой «инфекции» (результаты их подробного исследования см. ниже):

1) глобальный «волновой» эффект, наблюдавшийся в период острой фазы ГФЭК, когда кризис распространился из США в страны ЕС, Японию и т.д. (страны первой «волны»), а также в течение кризиса суверенных долгов ряда европейских стран 2010–2013 гг. (вторая «волна» ГФЭК, накрывшая собой Португалию, Ирландию, Грецию, Испанию).

2) глобальный «муссонный» эффект, передавшийся от развитых стран развивающимся государствам и странам с переходной экономикой регионов ЦВЕ, Латинской Америки и т.п. в начальный период глобального кризиса.

Индексы VXO/VIX (см. рис. 10) незамедлительно реагируют на проявления «волновых» и «муссонных» эффектов «заражения» и, соответственно, движение ГФП.

Отметим, что *процесс идентификации* географического финансового «пузыря» – это крайне трудоемкая и противоречивая по своим выводам процедура. Некоторые ученые полагают, что «пузырь» выявляется только после его «схлопывания». В связи с определенными сложностями обнаружения данного финансового феномена Р.Шиллер предложил следующие индикаторы, свидетельствующие о его возникновении: резкое повышение цены любого вида целевого актива, показателей национальных фондовых рынков и ГФР, ажиотаж инвесторов вокруг этого увеличения; растущая частота упоминаний о вышеперечисленном состоянии рынков и психологической реакции субъектов финансово-экономической деятельности, распространяющиеся слухи об относительно легком и быстром обогащении ряда финансовых игроков; наличие повышенного спроса на определенный класс активов и финансовых инструментов; возникновение теорий «новой эры», посвященных анализу возникшего в системе финансового феномена; снижение требований на получение кредитов²⁶⁷.

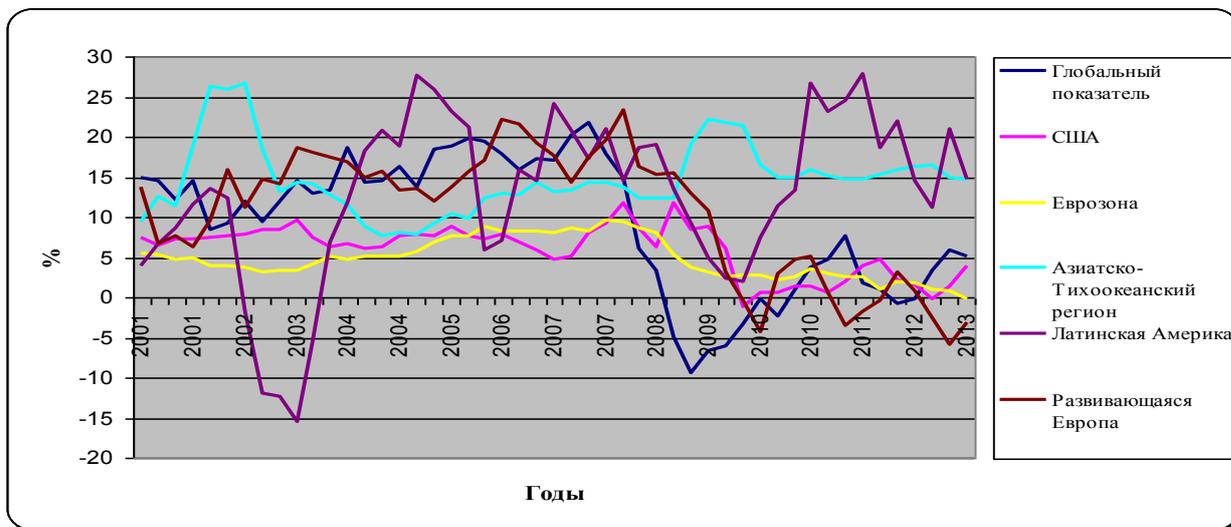
Выстроенные Р.Шиллером индикаторы в 3-хмерной системе координат «пространство-время-междисциплинарность» имеют важное практическое значение для последующего создания комплекса глобальных и национальных механизмов по решению проблемы ГФП.

Если попытаться определить географическое «местоположение» ГФП через региональную концентрацию кредитных ресурсов после 2009 г., то с помощью рис. 26 можно выделить две экономические территории, находящиеся в зоне риска – это Латинская Америка и Азиатско-Тихоокеанский регион (АТР). Однако, по состоянию на первый квартал 2013 г. общий объем трансграничных кредитов составил 9,6 трлн. долл., из которых на страны Латинской Америки приходилось 0,3 трлн. долл., на государства АТР – 0,5 трлн. долл., а на одни только США – 2,6 трлн. долл.²⁶⁸. Следовательно, в рамках ГФП под воздействие ГФП с

²⁶⁷ Приводится по: Barth J.R., Lea M., Li T. Op. cit. P. 10.

²⁶⁸ IMF, International Financial Statistics 2014; BIS international banking statistics 2014; BIS calculations 2014.

высокой долей вероятности вновь могут попасть США. После идентификации очередных будущих «очагов» ГФП необходимо вести постоянный мониторинг ключевых финансово-экономических индикаторов стран, которые, согласно расчетам, попали в зону риска.



Примечание: региональные и страновые темпы роста представлены по занимающей стороне.
Источник: IMF, International Financial Statistics; BIS international banking statistics.

Рисунок 26 – Динамика трансграничного движения кредитных ресурсов, годовые изменения в %

Подведем промежуточные итоги исследования. ГФС обладает способностью к *саморазвитию*, так как в ее условиях возникли новые объекты – ГФП и избыточные глобальные дисбалансы. Они оказывают строго негативное воздействие на систему, вызывая дисфункции ее компонент и структурных цепочек, а также приводят не только к финансовым, но и к экономическим кризисам. Все виды «вредных» глобальных дисбалансов тесно взаимодействуют между собой и напрямую связаны с движением ГФП. Благодаря возникновению системного ГФП теоретические постулаты, сформулированные сторонниками гипотезы эффективных рынков, были развенчаны на практике. Феномен ГФП свидетельствует о наличии в глобальной системе единого механизма, приводящего в движение финансовый капитал безотносительно к его национальной «природе».

2.3. Финансовый кризис на современной стадии развития МФС

Глобальный финансово-экономический кризис, наиболее острая фаза которого пришлась на 2007–2009 гг., стал важным событием в истории ГФС. Во-первых, это явление предупреждает о том, что система в терминах А.А.Богданова самостоятельно нашла некоторое

внутреннее «решение» накопившихся в ней противоречий. Во-вторых, после кризиса объект исследования обязательно перестает быть тем, чем он оставался прежде, и важно понять, какой характер имеет ГФЭЖ – созидательный или разрушительный – и выделить его особенности. Наконец, системный кризис всегда оказывает влияние как на финансовую сферу, так и на экономику в целом, поэтому важно дать всестороннюю оценку последствиям данного события.

Теоретический и практический анализ сущности и различных видов финансовых кризисов уже приводился нами выше. В данном разделе будут изложены результаты исследования, посвященного конкретным причинам и срокам возникновения множественного (т.е. затрагивающего несколько финансовых сфер, см. параграф 1.1 и 2.2) глобального финансового кризиса, каналам его распространения, выявлению отличительных свойств и последствий. В 2008 г. он достигает общеэкономического масштаба, и этот фазовый процесс связан с сокращением глобальных, региональных и национальных показателей производства, торговли и ростом безработицы (см. рис. 21-22 и Приложение, рис. 30).

Представленные выше выводы, сделанные на основе изучения особенностей развития глобальной финансовой системы, позволяют сформировать следующий комплексный блок причин, которыми обусловлено возникновение ГФЭЖ:

- I. системные фундаментальные проблемы финансовой глобализации, включая финансовый феномен ГФП и глобальные дисбалансы;
- II. характерные черты экономики и финансовой системы США как географической стартовой точки кризиса;
- III. специфика развития «заразившихся» стран (приблизительно 150 государств).

Поскольку первая группа причин ГФЭЖ подробно рассматривалась нами в предыдущих частях настоящей главы, остановимся более подробно на остальных блоках. Второй круг причин напрямую связан с общесистемными угрозами, но если в первом блоке анализируется само устройство географической структуры ГФС по типу «ядро-периферия», то в данном случае выявляются следующие конкретные характеристики экономики США, оказавшейся на позициях глобального финансового лидера:

- 1) историко-географические, выделяемые на базе концепции «зависимости от общего пути». Особенности территориального положения во многом позволили США не только извлечь финансовую и экономическую выгоду из событий двух мировых войн, но и занять документарно признанные лидерские позиции в МФС. Кроме того, ранее в XIX в. финансовые и производственно-промышленные достижения США были связаны с укреплением и развитием капиталистических отношений, свободных от устаревших феодальных форм и установок. Таким образом, на протяжении всей истории развития США вплоть до ГФЭЖ складывались предпосылки для успешной трансплантации

заимствованных прогрессивных финансовых институтов, а главное для конструирования и «выращивания» их новых видов²⁶⁹.

2) инновационно-технологические. В продолжение предыдущей линии рассуждений приведем несколько примеров вновь созданных и/или усовершенствованных в США финансовых институтов и операционных алгоритмов:

- ипотечные агентства вторичного рынка, внешне нацеленные на реализацию «американской мечты» о справедливости и благополучии;
- доведение до совершенства технологии заключения финансовых сделок на основе принципа «вытянутой руки»²⁷⁰, т.е. когда финансовые игроки осуществляют взаимные или односторонние операции, не располагая при этом специальными знаниями друг о друге. Такой бизнес-подход в большей степени зависит от общедоступности информационных ресурсов, поэтому преобладание практики его использования является довольно рискованным выбором по сравнению со стратегией прямого долгосрочного взаимодействия контрагентов;
- поощрение «мутации» производных финансовых инструментов и участие в усложнении структурированных финансовых активов посредством реализации схемы «деривативов от деривативов»²⁷¹ (CDO в квадрате и в кубе). Это послужило еще одним фактором «бунта финансовых инноваций» (проведение параллели между современной действительностью и «бунтом машин против их создателей», описанным в «Капитале» К.Маркса).

3) неолиберальные в философской форме «свободы от». Ставка на эффективность финансовых рынков позволила осуществить на практике следующий ряд программ:

- дерегулирование национальной финансовой системы, выраженное в форме сведения к минимуму значения государства в экономике. Особенностью американской действительности является то, что государство через свой бюджет перераспределяет около 31% ВВП, а остальными 69% оперирует рынок посредством финансовых институтов²⁷².

²⁶⁹ В доказательства данного тезиса можно привести эволюционную «цепочку» сберегательных учреждений и ипотечных институтов от стройсберкасс до агентств вторичного рынка ипотечного кредитования. Одними из первых строительные сберегательные кассы нашли распространение в Германии (*bausparkasse*) с 1885 г., ссудно-сберегательная ассоциация возникла в США в 1831 г. по подобию английских институциональных образцов. К практике обращения в сберегательные банки впервые приходили в Шотландии, Германии, Франции в XVIII–XIX вв. Ипотечные банки также впервые возникли в Западной Европе (Германия 1770 г., Франция 1852 г.). Таким образом, США как заимствовали анализируемые институты, так и участвовали в создании новых, более прогрессивных структур (агентств вторичного рынка ипотечного кредитования), которые впоследствии придали некий импульс ГФЭК.

²⁷⁰ Cardarelli R., Elekdag S., Lall S. Financial Stress, Downturns and Recoveries // IMF. 2009. May. Working Paper WP/09/100. P. 20–22.

²⁷¹ См.: Sapir J. Op. cit. 2008. P. 40.

²⁷² См.: Портной М.А. Указ. соч. С. 60.

- законодательные изменения – переход от закона Гласса-Стигалла к акту Гремма-Литча-Блилея (см. главу 1). Дарование инвестиционным банкам специального разрешения Комиссии по ценным бумагам (*SEC*) управлять рисками на основании требования к капиталу из «программы добровольного регулирования 5 крупнейших инвестиционных банков». До 2004 г. финансовые сделки контролировались посредством жестких правил, допускающих соотношение обязательств и стоимости чистых активов как 15:1. В рамках нового установленного алгоритма инвестиционные банки могут согласиться на сводный надзор *SEC* на более гибких условиях, позволявших в некоторых случаях увеличить вышеобозначенное соотношение до 40:1²⁷³.
- роль финансовых рынков в стране оказалась крайне гипертрофированной. По мнению Ю.Я.Ольсевича, это, в свою очередь, способствует искажению системы мотивации и стимулирования субъектов хозяйственной деятельности²⁷⁴.
- создание крупнейшей в мире национальной финансовой системы и принятие позиции лидера на глобальных финансовых рынках. В предыдущих разделах диссертации уже приводились данные о статусе США и их финансовых «ястребов» в различных компонентах и структурных связях ГФС. В дополнение отметим, что одно только наличие в докризисных 2000-х гг. работающих в тесной «связке» финансовых посредников глобального масштаба – пяти инвестиционных гигантов Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns, двух финансовых конгломератов Citigroup и JP Morgan, трех ключевых страховых игроков AIG, MBIA, AMBAC, а также рейтинговых агентств Moody's, S&P, Fitch – обеспечило Штатам центральное положение в глобальной финансовой гибридной сети.

В заключение анализа второго блока причин ГФЭК отметим, что функционирование центрального для ГФС финансового сектора США по своей сущности является крайностью в реализации англосаксонской модели экономического развития.

Вслед за традицией Ф.Кенэ и Т.Гоббса целесообразно проводить аналогию финансовой системы с кровеносной системой живого организма, по которому кровь разносит и полезные питательные вещества, и заразу. Проанализируем каналы распространения глобального кризиса в ГФС на развитые и развивающиеся государства и страны с переходной экономикой, как на базе общих тенденций, так и на конкретных репрезентативных примерах.

Для развитых стран с глубокими, мощными и взаимопроникающими финансовыми системами, образующими ядро ГФС, «заражение» происходит главным образом посредством финансовых каналов их взаимодействия: глобальный кризис сначала поражает системный

²⁷³ См.: Blundell-Wignall A., Atkinson P., See Hoon Lee. Op. cit. P. 4.

²⁷⁴ См.: Ольсевич Ю.Я. Указ. соч. С. 27-34.

центр (США), а затем распространяется в ЕС, Японию и т.д. Исследователи МВФ и БМР определяют 5 острых кризисных фаз ГФЭК²⁷⁵, в течение которых, по нашему мнению, происходило финансовое «заражение» развитых государств:

0. Глобальная кредитная экспансия, американский эпизод множества ГФП.
1. Возникновение ипотечного кризиса в США и воздействие на глобальные рынки американских активов, обеспеченных субстандартными кредитами. В число стран, наиболее пострадавших от данного вида финансового шока, входят Франция, Германия, Бельгия, Швейцария, Великобритания. Первые «тревожные звонки» в европейских странах были зафиксированы в 2007 г. (при участии финансовых гигантов BNP Paribas и Northern Rock) после нескольких фаз американского проявления ГФП и проблем Bear Stearns.
2. Банкротство одной из крупнейших инвестиционных компаний – Lehman Brothers Holdings Inc и постепенное «иссыкание» ликвидности. Как отмечает О.В.Буторина, в основном, финансовые потрясения «транспортировались» из США в Европу благодаря глобальному кредитному рынку и сфере финансовых инноваций. Истощение ликвидности стало особенно ощутимым в 2008–2010 гг., когда объемы межбанковского кредитования в еврозоне сократились на 106 млрд евро²⁷⁶.
3. Глобальное нарастание потребности избежать рисков (*risk aversion*), выраженные в массовых изъятиях финансовых ресурсов из наиболее рискованных для вложения проектов и стран (в качестве примера можно привести перемещение капитала на глобальный рынок облигаций как финансовую «безопасную гавань»). К данной стадии относится воздействие торгово-финансового канала: например, рекордная цена на нефть – 145,3 долл. США за баррель 03.06.2008, а минимальная – 40,8 долл. США за баррель 05.12.2008 (см. рис. 10, иллюстрирующий «перетекание» ГФП в сегмент внебиржевых товарных деривативов глобального рынка финансовых инноваций).
4. Глобальные финансовые «ралли» или проявление глобального межрыночного эффекта заражения (т.е. «вклад» ГФП в развитие ГФЭК, см. параграф 2.2).

В целом, распространение финансового «заражения» из США на развитые страны посредством каналов левериджинга и межбанковских финансовых шоков можно проследить на основе результатов анализа статистики по иностранным требованиям к банкам. За период 2000–2008 гг. размер иностранных требований в стоимостном выражении (*value of foreign claims*) банков Франции, еврозоны (кроме Франции и Германии) и Великобритании вырос на 425, 420 и 330% соответственно. Это самый высокий показатель диверсификации международной

²⁷⁵ Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M. The Cross-Country Incidence of the Global Crisis? // IMF. January 22. 2010. Preliminary comments. P. 4-6; The international financial crisis and policy challenges in Asia and the Pacific // BIS. July 2010. Papers №52. P. 22-30.

²⁷⁶ Буторина О.В. Причины и последствия кризиса в зоне евро // Вопросы экономики. 2012. №12. С. 99-102.

банковской деятельности среди всех групп государств (в странах ЦВЕ и Латинской Америки аналогичный индикатор за указанный период увеличился на 190 и 80% соответственно). На базе исследования двустороннего межстранового банковского взаимодействия выявляется, что в 2009 г. на долю США приходилось 34,2% иностранных банковских требований Великобритании, 38,3% – Японии, 43,3% – Швейцарии, 20,2% – Франции, 18% – Нидерландов и 17,7% – Германии. Исключение составили испанские и итальянские банки, крупные иностранные требования которых распространялись соответственно на Великобританию и Германию и равнялись примерно по 28% (в целом, около 40% иностранных требований банков еврозоны внутренние, т.е. относятся к ее резидентам). Со своей стороны на долю 15 европейских стран в сер. 2008 г. приходилось почти на 285 млрд. долл. иностранных банковских требований США, из них 78,9% распространялось в совокупности на банки Нидерландов, Франции, Германии, Испании, Люксембурга, Ирландии и Италии²⁷⁷. Таким образом, банковско-кредитные финансовые каналы распространения «инфекции» между развитыми государствами сыграли важную роль в системном движении ГФЭЖ.

Проанализируем действия финансовых механизмов «заражения» в *конкретной ситуации*. ГФЭЖ, стартовавший в США, на наш взгляд, является во многом структурным кризисом функционирования глобальной финансовой сети банковских и небанковских посредников. Выявим финансовые каналы его распространения между развитыми странами на примере истории фиаско LЕН. До объявления о банкротстве в обзоре своей деятельности за 2006–2007 гг. LЕН позиционировал себя как многопрофильная компания и «рабочая материнская структура 100 лучших фирм», играющая важнейшую роль в США и МФС свыше 150 лет, имеющая свыше 27 000 сотрудников и 50 головных офисов в более 20 странах мира. За 2006 г. присутствие в азиатском регионе позволило LЕН получить выручку от своей деятельности в размере 1,9 млрд. долл., европейские рынки принесли компании в том же отчетном году 4,5 млрд. долл., совокупный показатель составил 17,6 млрд. долл. За анализируемый период времени LЕН выступает активным игроком на глобальных финансовых рынках²⁷⁸.

Среди ключевых причин банкротства компании выделяются рискованные масштабные операции с производными финансовыми инструментами (CDO, CDS), которые по своей сути позволяют зарабатывать состояние на убытках, агрессивная стратегия кредитного рычага и растущий уровень долговой нагрузки (леверидж 30:1). На данный момент раскрыто свыше 30 кредиторов LЕН, в состав которых, к примеру, входит японский банк Mizuho Bank (382 млрд.

²⁷⁷ BIS International Banking Statistics; Tressel T. Financial Contagion through Banking Deleveraging: Stylized Facts and Simulations Applied to the Financial Crisis // IMF. 2010. October. Working Paper WP/10/236. P. 7-12, 30; Sapir J. Op. cit. 2008. P. 2-15.

²⁷⁸ Lehman Brothers. Op. cit. 2006. P. 1-13, 16-23.

долл.). Важной причиной банкротства являлся факт мошенничества со стороны LЕН. Оно заключалось в использовании собственной финансовой микросети, состоящей из малых фирм специального назначения, в целях осуществления бухгалтерских махинаций (удаления части сделок с баланса материнской компании) и привлечения все большего количества заемных средств. Важнейшей компонентой микросети выступала компания Hudson Castle²⁷⁹.

Схема финансового каскада, изображенная на рис. 6 и проанализированная нами выше, создает графическое представление о «цепной реакции» финансового потрясения, возникающего в структуре LЕН и распространяющегося по всей глобальной финансовой сети. Проблемы крупного системного игрока «перетекают» от одних посредников к другим (эффект «ближайших партнеров»). Всего нами насчитывается около 4 первичных «инфекционных» финансовых каналов: прямое воздействие через стоимость активов и структуру производных финансовых инструментов, кредитное «плечо», изменения платежных балансов (крупные продажи активов, сокращение кредитных линий и т.п.), «переупаковка» инвестиционных портфелей. Таким образом, в глобальном «волновом» эффекте заражения задействованы глобальные рынки кредита, финансовых инноваций, долговых и долевого ценных бумаг. Параллельно работает информационная трансляция кризисных процессов и событий, воздействующая на психологию инвесторов.

Как уже отмечалось, развивающиеся страны и государства с переходной экономикой также испытали на себе эффекты ГФЭК. Некоторые исследователи сходятся во мнении, что основным каналом распространения глобального кризиса в эти страны является международная торговля²⁸⁰. Резкое снижение объемов мировой торговли в 2007 г. и особенно в 2008–2009 гг. подтверждает состоятельность данной гипотезы (см. Приложение, рис. 30). Однако, на наш взгляд, проводить жесткие разграничения между торговыми и финансовыми каналами «инфекции» в ГФС не следует, поскольку существует ряд важных товарно-сырьевых категорий (самый высокий индекс ценовой нестабильности ЮНКТАД зафиксирован на нефть, медь, пшеницу, хлопок и т.п.)²⁸¹, ценообразование которых трансформировалось в период финансовой глобализации в форму спекулятивных игр дериватизации (см. параграф 2.1). Резкие и скоростные скачки цен на нефть, воспринимаемой инвесторами как новый класс активов, почти в 4 раза за 6 месяцев оказывают дестабилизирующее воздействие как на ГФС, так и на

²⁷⁹ Данные по деятельности Lehman Brothers см.: Hantoft L., Jerkrot H.N. Statistical Report Lehman Brothers. Financial Risk // Chalmers University of Technology. December 03. 2012. MVE220; Latifi P. Lehman Brothers' rise and fall: From hero to dust // Istanbul International Conference on Business and Economics. 2013. August. P. 2-20; Chakrabarty B., Zhang G. Financial contagion channels: Market microstructure evidence from Lehman Brothers' Bankruptcy. 2010. September. P. 1-33. URL: http://southwesternfinance.org/conf-2011/swfa2011_submission_93.pdf; www.rediff.com.

²⁸⁰ См. источники: The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries // UNCTAD. December 2010. P. 119-221; Economic and Social Survey of Asia and the Pacific. Addressing Triple Threats to Development // Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (ESCAP). 2009. P. VI; Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean // ECLAC. 2009. Briefing Paper. P. 14-17.

²⁸¹ The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries // UNCTAD. December 2010. P. 87-92.

глобальную и национальные экономики. Таким образом, по нашему мнению, первый канал распространения заражения можно назвать торгово-финансовым «муссоном» с параллельным эффектом перетекания.

Роль чисто финансовых «муссонов» в распространении глобального кризиса также весьма значима. Приведем ряд теоретических и практических доказательств в подтверждение данной гипотезы. Прежде всего, отметим, что наблюдалась высокая скорость проникновения кризиса в развивающиеся страны и государства с переходной экономикой, которую П.Кругман объясняет с помощью категории «мировой финансовый мультипликатор»²⁸². Подобная картина уже наблюдалась в азиатском регионе в период 1997–1998 гг.: тогда кризисная «цепная реакция» затронула малые государства, которые не были друг для друга ключевыми торговыми партнерами, однако совместно испытали резкое ухудшение состояния экономики. Объяснить подобный феномен позволяет финансовый мультипликатор, показывающий, что изменение цен активов передается на глобальном уровне и отражается на балансах финансовых посредников с высоким уровнем заемных средств (показатель левириджа). На наш взгляд, целесообразно выделять следующий ряд финансовых каналов, через которые эффект «заражения» распространялся в развивающиеся страны и государства с переходной экономикой: тесные кредитные взаимосвязи с банковскими и небанковскими посредниками из развитых стран, эластичность фондовых рынков, «внезапная остановка» и последующий отток портфельных инвестиций. Проверим эти гипотезы на конкретных примерах.

Прежде всего, обратимся к ключевым качественным и количественным индикаторам межбанковского взаимодействия²⁸³. Банки развитых стран становятся ключевыми игроками на национальных финансовых рынках многих развивающихся государств и стран с переходной экономикой: к концу 2008 г. совокупный объем их кредитования (включая дочерние компании и филиалы) составил 1 500 млрд. долл. в азиатском регионе, 900 млрд. долл. для стран Европы и 800 млрд. долл. в странах Латинской Америки. Доля банковских активов в финансовом секторе развивающихся стран выше, чем аналогичный показатель небанковских финансовых организаций, но наблюдаются различные вариации данного индикатора по странам: например, от 50% (Чили, Колумбия) до 95-98% (Аргентина, Гонконг). Кроме того, различаются модели финансового партнерства: одна группа банков развитых стран при совместной работе с развивающимися контрагентами применяет стратегию централизованного кредитного решения и управления ликвидностью (UBS, Deutsche Bank), другая – реализует концепцию децентрализации (HSBC, BBVA). Таким образом, воздействие финансовых игроков развитых

²⁸² Krugman P. The International Financial Multiplier. 2008. October. www.princeton.edu/~pkrugman/finmult.pdf.

²⁸³ Global crisis and financial intermediation in emerging market economies // BIS. December 2010. Papers №54. P. 1-73, 13-33; BIS consolidated banking statistics on an immediate borrower basis.

стран на национальные финансовые системы развивающихся государств и стран с переходной экономикой оценивается нами как концентрированное и масштабное.

Определим состав ключевых финансовых игроков, оперирующих на развивающихся финансовых рынках, и причины их «укоренения» в конкретных репрезентативных странах. Исследуем вектор финансовой концентрации в Латинской Америке. В данном регионе в основном представлены такие крупные «транслатинские» финансовые посредники ГФС, как Citigroup (США), SCH и BBVA (Испания), HSBC (Великобритания), Scotiabank (Канада). Их проникновение и доминирование в финансовых секторах стран Латинской Америки связано не только с агрессивной тактикой на расширение своих рыночных ниш, но и с процессами финансовой либерализации в регионе. Кроме того, США и Канада являются ближайшими с точки зрения географии партнерами Латинской Америки, а с Испанией и Великобританией эти страны объединяет история колонизации. Citigroup позиционирует себя как финансовый лидер в Латинской Америке, поскольку контролирует около 25% потребительского и корпоративного кредитования в одной только Мексике после получения активов Banacci. Испанские SCH и BBVA в нач. 2000-х гг. затратили по 16,4 (76% из них идет в финансовый сектор Бразилии, Аргентины и Мексики) и 9 млрд. долл. соответственно. При этом американские финансовые ТНК занимают лидирующие позиции в предоставлении традиционных финансовых услуг (после выхода на рынки Латинской Америки прибыль Citi в начале 2000-х гг. увеличилась на 59%, совокупное число клиентов возросло с 7 до 23 млн. лиц), а испанские – в инвестиционной и страховой деятельности, управлении пенсионными фондами (на долю BBVA приходится около 25% управляемых активов). HSBC работает в основном в Перу, Мексике, Бразилии, Аргентине и Чили²⁸⁴.

Вектор финансовой экспансии в страны ЦВЕ берет свое начало главным образом в сфере финансовых посредников европейских развитых стран, что, на наш взгляд, связано с географической близостью и интеграционными процессами в Европе. К примеру, для финансового сектора экономики Венгрии, в котором сохраняется высокая доля активов иностранных банков (91% от общего объема банковских активов в 2009 г. и 88% – в 2013 г.), важными игроками стали австрийские (Raiffeisen, Erste и Creditanstalt), итальянские (Intesa и Unicredito), немецкий (BLB) и бельгийский (КВС) банки. Доля иностранных банков в Румынии составила 85% активов банковской сферы в 2009 г. и 90% – в 2013 г., крупными финансовыми посредниками являются австрийские (Volksbank, Raiffeisen, Erste), греческие (Alpha, Piraeus), французский (Societe General) и итальянский (Unicredito) банки. В Словакии и Чехии

²⁸⁴ Статистика по данному абзацу проанализирована на основе базы данных Foreign Investment in Latin America and the Caribbean // ECLAC. 2002-2013.

иностранными банками (в основном австрийскими и итальянскими) контролировалось свыше 99% и 87% активов отрасли в 2009 г. соответственно и 99% и 83% в 2013 г. соответственно²⁸⁵.

Финансовыми лидерами в Азиатско-Тихоокеанском регионе выступают США и Япония, оказывают влияние и европейские финансовые ТНК (о влиянии банковских и небанковских посредников данных стран можно судить по изложенному выше анализу эффектов проявления ГФП). Если вновь обратиться к примеру ЛЕН, то открываются очередные факты, подтверждающие высокую степень тесноты финансового взаимодействия различных групп стран. В ценные бумаги этого финансового гиганта активно вкладывали средства финансовые игроки с китайской стороны: Construction Bank – 191,4 млн. долл., CITIC Bank Corp. – 76 млн. долл., Industrial and Commercial Bank of China – 151,8 млн. долл., Bank of China – 128,8 млн. долл. Особенно сильное воздействие оказали проблемы ЛЕН на финансовые институты Индии, в которой были запущены новые проекты в 2000-х гг., а также финансовое фиаско страховой компании AIG, державшей под контролем около 26% общего объема операций в совместных с индийской стороной предприятиях. Размеры кредитных ресурсов ЛЕН, направленных в Индию, Таиланд, Гонконг и Вьетнам оцениваются в 3 млрд. долл.²⁸⁶. Если обратиться к показателю иностранных банковских требований США к развивающимся азиатским странам, то в сер. 2008 г. на Гонконг, Сингапур, Китай, Индию, Индонезию, Малайзию, Филиппины, Корею и Таиланд приходится примерно 100 млрд. долл. Причем 75% этих требований США приходилось на Корею, Индию, Сингапур и Китай²⁸⁷.

Подведем промежуточный итог: финансовое «заражение» развивающихся государств и стран с переходной экономикой происходит главным образом посредством механизмов кредитования, т.е. активно используется глобальный кредитный рынок. При нарастании глобального кризиса дочерние структуры и филиалы крупных иностранных финансовых игроков начинают реализовывать стратегию финансирования своих родительских компаний с целью насыщения ликвидностью и укреплению финансовых позиций последних²⁸⁸. Общий объем выведенных из развивающихся стран кредитных ресурсов за кон. 2007 – 2008 гг. составил около 500 млрд. долл.²⁸⁹.

Незамедлительно на данные изменения объемов кредитования развивающихся стран реагируют «падением» глобальный и национальные фондовые рынки. А.Д. Некипелов

²⁸⁵ См.: BIS. Papers №54. Op. cit. December 2010. P. 195-225; Обзор банковского сектора в странах ВЕ и СНГ // Центр макроэкономических исследований. Сбербанк. 2012. Март. С. 18-25, 29-41; CEE Banking Sector Report // Raiffeisen Research. May 2014. P. 38-44, 48-50.

²⁸⁶ Источник данных: финансовые отчеты ЛЕН за 2006 и 2007 гг.

²⁸⁷ BIS International Banking Statistics.

²⁸⁸ Однако подчеркнем, что данная финансовая проблема в меньшей степени относится к странам ЦВЕ, поскольку в рамках интеграционной группировки все европейские финансовые посредники считаются частью единого финансового «организма» ЕС.

²⁸⁹ Источник данных: BIS consolidated banking statistics on an immediate borrower basis.

выдвигает гипотезу о том, что иностранным игрокам необходимо было решить собственные финансовые проблемы и закрыть позиции в своих государствах ценой «иссушения» источников ликвидности партнеров²⁹⁰. Согласно нашим исследованиям, снижением индексов «голубых фишек» первыми ответили развивающиеся страны Азии (октябрь 2007 г.), затем развитые европейские страны (ноябрь-декабрь 2007 г.) и США (октябрь 2007 г., май 2008 г.)²⁹¹. Таким образом, скорость реакции фондовых рынков на финансовые потрясения в развивающихся странах оказалась быстрее, и падение показателей анализируемых рынков было глубже, чем в развитых государствах. Отметим также, что в начале глобального кризиса размер рыночной капитализации национальных фондовых рынков в 2-3 раза превышал аналогичной показатель по банковскому сектору в Китае, Гонконге, Сингапуре, Индии, Колумбии, Перу²⁹². Отметим, что зависимость развивающихся государств и стран с переходной экономикой суверенов от трансграничных портфельных инвестиций довольно высока. В течение кризисных событий возникла «внезапная остановка» притока с последующим резким «бегством» данного вида капитала. В число наиболее пострадавших стран входят Бразилия, Перу и Чили, а также ряд африканских стран²⁹³.

Помимо двух основных финансовых каналов, выделенных и проанализированных нами выше, существуют еще дополнительные, в меньшей степени задействованные «линии передач» глобального кризиса в развивающиеся страны – это процессы секьюритизации и работы с валютными свопами глобального рынка финансовых инноваций. По причине узости данных финансовых каналов «заражения» мы не посвящаем им специального скрупулезного исследования. Отметим только, что до кризиса секьюритизация распространилась главным образом в Китай, Индию и Бразилию, а операции со свопами в развивающихся государствах при нарастании кризиса отметились сокращением числа активных посредников, приостановкой заключения долгосрочных сделок и сокращением сроков исполнения контрактов.

Таким образом, как показали результаты нашего исследования, в распространении глобального кризиса на развивающиеся государства и страны с переходной экономикой финансовый канал в целом играл не ключевую, но важную роль. Исследователь Т.Тессель отмечает наличие у глобальной банковской деятельности «ассиметричной структуры». К примеру, в развитых странах доля трансграничных обязательств составляет 60% от всех иностранных обязательств для международных банков, а в развивающихся государствах

²⁹⁰ Некипелов А.Д. Риски денежно-кредитной политики и современные финансовые кризисы. В сб.: Денежно-кредитная политика России и Украины в условиях мировых финансовых потрясений: сборник материалов российско-украинского круглого стола / отв. ред. А.Д.Некипелов, М.Ю.Головнин. СПб.: Алетейя, 2011. С. 14.

²⁹¹ World Federation of Exchange Members.

²⁹² См.: BIS. Papers №54. Op. cit. December 2010. P. 33-34.

²⁹³ Данные указаны на основе анализа глобального платежного баланса IMF 2004-2011 и национальных балансов отдельных стран; Economic Survey of Latin America and the Caribbean. Policies for Creating quality jobs // ECLAC. 2008-2009. P. 21.

аналогичный показатель доходит только до 40%²⁹⁴. Сравнительная незрелость национальных финансовых секторов, с одной стороны, смягчила последствия ГФЭК, с другой стороны, не явилась гарантом их полного предотвращения.

ГФЭК определенным образом отразился и на функционировании МВС на глобальной стадии развития. Согласно исследованиям ЕЦБ и Социально-экономической комиссии ООН по государствам Азиатско-Тихоокеанского региона, результаты наблюдения за динамикой номинальных эффективных валютных курсов различных стран свидетельствуют о том, что большинство валют до сих пор остаются уязвимыми перед лицом финансово-экономических потрясений²⁹⁵.

Проанализируем процесс распространения ГФЭК на Россию, чему способствовал целый комплекс специфических обстоятельств в экономике данной страны²⁹⁶:

1. существование двойного профицита: бюджетного и торгового. В 2006 г. совокупные государственные доходы превысили показатель по расходам примерно в полтора раза, а сальдо счета текущих операций составило 9,5% к ВВП. Более того, доля сегмента РФ в операциях со структурированными финансовыми инструментами оценивается в 2006 г. почти в 1% (например, наибольшее распространение получили операции с RMBS). Все эти факторы при наличии потоков «горячих денег» оказали воздействие на повышение чувствительности «узкого» отечественного фондового рынка, который в условиях ГФЭК обвалился более чем в 4 раза.
2. значительная внешняя задолженность организаций частного сектора РФ (анализируемый показатель, составляющий более 500 млрд. долл., существенно превышает международные резервы страны, оцениваемые на сер. 2008 г. свыше в 500 млрд. долл.), связанная с приобретением иностранных активов и импортными закупками. Это свидетельствует о недостатке должного контроля и регулирования со стороны государства и результатах процессов финансовой либерализации.
3. сильная зависимость финансового и социально-экономического развития России от колебаний экспортных цен на нефть (отметим связь с проанализированным выше сырьевым «пузырем» в рамках ГФП).
4. просчеты ЦБ: кризис наступает в условиях максимального сокращения денежной массы в целях снижения инфляционного давления.

²⁹⁴ См.: Tressel T. Op. cit. P. 7-9.

²⁹⁵ См.: ESCAP. Op. cit. 2009. P. 22-23; ECB Monthly Bulletin. 2012. P. 17-21.

²⁹⁶ С учетом классификации см.: Королев И.С. Вызовы для России. В сб.: Чебанов С.В. (науч. ред.). Указ. соч. С. 13-25; расчеты проводились на основании данных сл. источников: The Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Europe Securitization Issuance by Country. 15.01.2013. www.sifma.org; World Economic Outlook Database. Russia // IMF. April 2013; www.cbr.ru; Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. 2007. Выпуск 4.

5. «дефицит доверия» граждан политике своей страны и влияние пессимистичных потребительских ожиданий, т.е. влияние негативных психологических факторов, сформировавшихся в 1990-х гг., когда привыкшее существовать по принципам государственного патернализма российское общество столкнулось с результатами «шоковой» финансовой либерализации (например, обесценение вкладов, «мираж» финансовых пирамид, несправедливое перераспределение ресурсов при приватизации)²⁹⁷.
6. проблемы (среди которых можно выделить моральное и физическое старение технологического оборудования: к 2005 г. в сельском хозяйстве полный износ основного капитала составил 53,7% фондов, в промышленности – более 27%) и слабый адаптационный потенциал ряда отраслей экономики РФ (например, новых информационно-вычислительных отраслей и сфер системы связи, наукоемкой электроники)²⁹⁸.

А.Д.Некипелов среди весомых рисков развития финансовой системы России выделяет также возросшую финансовую открытость страны к 2006 г., «омертвление» значительных финансовых ресурсов в резервах, нарушение идейной основы Стабилизационного фонда путем его превращения в стерилизационный фонд и сращивание функций монетарной и фискальной политики²⁹⁹.

При анализе причин распространения глобального кризиса крайне необходимо учитывать особенности развития не только различных групп государств, но и каждой «заразившейся» страны. Таким образом, использование комплексного подхода к исследованию географии ГФЭК позволяет сохранить глубину исследования ГФС при его детализации.

В экономику России глобальный кризис проник посредством тех же каналов, какие были задействованы при его распространении в развивающиеся страны и государства с переходной экономикой других регионов. Несмотря на сравнительно небольшую (9% в 2009 г. и 7,7% в 2013 г.) долю активов иностранных банков (например, UniCredit, Societe General, Raiffeisenbank) в банковском секторе экономики, РФ оказалась достаточно активным участником глобального кредитного рынка при высокой внутренней концентрации национального банковского сектора³⁰⁰. Так в сер. 2008 г. внешняя задолженность банков РФ составляла примерно 198 млрд. долл. при ВВП в 1 660,8 млрд. долл. За 2008–2009 гг. темпы роста кредитования в странах СНГ резко снижаются с 43 до 7%, падением реагируют и национальные фондовые рынки. Нарастают масштабы «бегства» капитала в форме

²⁹⁷ Доверие и недоверие в условиях развития гражданского общества / отв. ред. А.Б. Купрейченко, И.В. Мерсияновой. М.: Издательский дом НИУ ВШЭ, 2013. С. 5.

²⁹⁸ Российская экономика в 2006 году. Тенденции и перспективы / под ред. Н. Главацкой, К. Мезенцевой, С. Серьяновой. М.: ИЭПП, 2007. Выпуск 28. С. 323-324.

²⁹⁹ См.: Некипелов А.Д. Указ. соч. 2011. С. 10-12.

³⁰⁰ В РФ на долю стран ЕС за период 2007–2012 гг. приходилось от 80 до 88% иностранных обязательств национальной банковской системы. www.cbr.ru.

портфельных инвестиций: в 2008 г. из России выведено 19 млрд. долл., за 2009 г. объем инвестиций из ЕС в РФ сократился вдвое. На наш взгляд, торгово-финансовый (например, при резком снижении цены на нефть во 2 половине 2008 г. свыше 50%, положительное сальдо счета текущих операций РФ уменьшилось более чем на 70%) и чисто финансовый каналы имели весомое значение при передаче глобального кризиса из развитых стран в Россию³⁰¹.

Проанализируем последствия ГФЭК, которые главным образом связаны с изменениями в ГФС, и объединим их в следующие группы:

- Философские. Как уже отмечалось нами ранее, с позиции тектологии система столкнулась с комплексом нарастающих внутренних противоречий, и ее самостоятельным «решением» и «очищающим» началом в сложившейся ситуации стал кризис. По мнению К.Маркса, любой кризис подобного рода «представляет собой только временное насильственное разрешение существующих противоречий»³⁰². Фактически ГФС с существенным превышением негативных характеристик и процессов над позитивными не может самостоятельно разрешить свои внутренние проблемы, которые становятся опасными для глобальной экономики в целом. Спаду общесистемной «лихорадки» будет препятствовать комплекс действительных угроз финансовой глобализации.
- Исторические. На протяжении всей жизненной линии ГФС в ее звеньях накапливались и «прорывались» кризисные явления. Ярким примером являются события в развивающихся странах периода 1994–2002 гг., затронувшие экономику ряда государств Латинской Америки и азиатских стран, Чехии, Турции, России и других. Посредством одной только «цепочки» финансовых потрясений ход мировой истории финансовых отношений указывает на несостоятельность формулы эволюционных процессов по типу само собой «на этот раз все будет абсолютно иначе». Необходимо контролировать и регулировать взаимную зависимость всех стадий общесистемного институционального финансового развития.
- Психологические. Преобладающим коллективным психологическим мотивом становится страх и растерянность перед «внезапно» возникшим и распространяющимся ГФЭК (еще один «черный лебедь» в терминах Н.Талеба). Со времен Великой Депрессии мир вновь оказывается на пороге переоценки роли финансовых рынков и институтов в экономике.

³⁰¹ Общий обзор данных производился на основании сл. источников: Россия в цифрах: Крат. стат. сб. – М.: Росстат, 2008; Геец В.М. Формирование и развитие финансового кризиса 2008-2009 гг. в Украине, Головнин М.Ю. Денежно-кредитная политика России в условиях открытости национальной экономики. В сб.: Стратегия и тактика денежно-кредитной политики России и Украины и мировой экономической кризис. Сборник статей российских и украинских ученых / отв. ред. академик А.Д.Некипелов, к.э.н. М.Ю.Головнин. М.: Институт экономики РАН, 2010. С. 23-65, 201-219; Либман А.М., Головнин М.Ю. Тенденции инвестиционного взаимодействия стран СНГ и мировой экономической кризис // Евразийская экономическая интеграция. 2010. №4(9). Ноябрь. С. 3-26; Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. Кн. 1: Взгляд из России / под ред. акад. РАН А.Д. Некипелова, к.э.н. М.Ю. Головина. М.: Институт экономики РАН, 2010. С. 66-217; CEE Banking Sector Report // Raiffeisen Research. May 2014. P. 60.

³⁰² Маркс К. Капитал. В 3 т. Т. 3. М.: Госполитиздат, 1950-1951. С. 259.

- Теоретические. С 2009 г. научной литературе появляется ряд статей, посвященных исследованию проблем прогнозирования глобального кризиса³⁰³. Выявляется, что теории «мейнстрима» не способны помочь в разрешении основных прикладных вопросов и практических проблем ГФС, главным образом, поэтому усиливается общественный интерес, и укрепляются научные позиции гетеродоксального направления экономической мысли.
- Регулятивные. На первый план выходит тема соотношения государства и рынка в экономике и вопросы наднационального регулирования процессов ГФС. Современный глобальный кризис, как и Великая Депрессия, связан с конъюгационными процессами, т.е. предваряет очередную ингрессионную «волну». В ходе кризисных событий МФС возник Банк международных расчетов, который стал первым организующим звеном в системе. Затем именно в период ГФЭК выделяется субъект, приводящий в движение процессы наднационального реформирования и создания регуляционной базы на глобальном уровне, т.е. в систему включается важный структурный элемент – «Большая двадцатка» (G-20).
- Финансовые. Последствия глобального кризиса негативно отразились на функционировании всех компонент ГФС. По оценкам БМР, убытки от ГФЭК по глобальному рынку финансовых инноваций составили 4,1 трлн. долл. Глобальные банковские потери, согласно данным МВФ, за 2007–2010 гг. оказались равными 1,7 трлн. долл.³⁰⁴.

Среди важнейших системных изменений особо выделим агентско-сетевые процессы. Так в 2008 г. запускается проект национализации Фанни Мэй и Фредди Мак, Bank of America подписывает соглашение о приобретении Merrill Lynch, LEH объявляет о банкротстве (часть средств впоследствии перейдет в Barclays Capital), Wells Fargo приобретает Wachovia (дочерние организации которой также соглашается купить Citigroup), Bear Stearns попадает под «опеку» JP Morgan. Кроме того, Morgan Stanley и Goldman Sachs получают статус коммерческих банков для облегчения процедуры получения финансовой поддержки. Так, глобальная сеть финансовых посредников в ряде «узлов» становится еще более концентрированной, чем прежде. Вследствие работы международного финансового мультипликатора и финансовых «муссонов» (преимущественно делевериджинга в кредитной сфере и поведения фондовых рынков) ГФЭК распространяется на национальные финансовые рынки развивающихся государств и стран с переходной экономикой.

Необходимо особо отметить, что вследствие действия в системе «волнового» эффекта заражения возникает и феномен *«волн» глобального финансово-экономического кризиса,*

³⁰³ Krugman P. How Did Economists Get It So Wrong? September 2, 2009. URL: http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/krugman_september_6_2009_howdideconomistsdidsowrong; The Global Financial Crisis – Why Didn't Anybody Notice? // British Academy Forum. 2009. June 17; Ольсевич Ю.Я. Указ. соч. 2013. С. 10-34.

³⁰⁴ См.: BIS Papers №52. С. 322; IMF Seminar with Romanian Trade Unions // IMF. 2010. November 2.

проявившийся в ряде европейских государств (особенно остро в странах *PIIGS*, т.е. Греции, Ирландии, Испании, Португалии). К изучению «волновой» финансово-географической «инфекции» обратились многие исследователи. Дж.Сорос в работах 2010–2011 гг. отмечает, что европейские проблемы являются в основном банковскими, при этом кризисные «волны» он считает *побочным продуктом* ГФЭК³⁰⁵. Э.Перес-Калдентей и М.Верненго, проведя всесторонний анализ причин европейского кризиса суверенных долгов, приходят к выводу, что он, *в совокупности с внутренними проблемами ЕС*, представляет собой *следствие* ГФЭК³⁰⁶. О взаимных цепных реакциях между США и ЕС и *спирали* глобального финансово-экономического кризиса рассуждают Д.Б.Пападимитриу и Л.Рендалл-Рэй³⁰⁷. В ряде анализируемых европейских государств наблюдаются и усиление дефицита счета текущих операций (максимальный показатель за рассматриваемый период в Греции составил -15% от ВВП), и масштабное увеличение валовых долгов (значительно больше 60% с 2010–2011 гг. по всем указанным странам). Это мгновенно отражается на замедлении и прекращении роста ВВП и скачке уровня безработицы в процентах к рабочей силе за 2010 – начало 2013 гг.: в Греции с 12,5 до 27%, в Ирландии – с 13,9 до 14,2%, в Португалии 10,8 до 18,3%, в Испании – с 20,1 до 27% (см. Приложение, рис. 31-34). В 2013 г. новые финансовые потрясения возникли на Кипре и в Словении. «Волновые» эффекты вызвали новые негативные финансовые «муссоны» (например, осложнения в функционировании экономики России)³⁰⁸.

- **Общесистемные.** Еще раз отметим, что глобальный кризис является не только финансовым, но и экономическим. По оценкам ООН, за сер. 2008 – нач. 2009 гг. мировой показатель производственной активности снижается на 11,6% (по развитым странам – на 16,4%), объемы мировой торговли падают примерно на 19% (но резкого и масштабного увеличения торговых тарифов, как во времена Великой Депрессии, не произошло)³⁰⁹. Торговый и торгово-финансовый (сырьевой) каналы распространения ГФЭК становятся основными для развивающихся государств и стран с переходной экономикой.
- **Контрольно-восстановительные.** Особенно актуальной является проблема определения оптимальных пороговых значений, которые станут индикаторами выхода глобальной и национальных финансовых систем из кризиса и их общего «оздоровления». К примеру, как

³⁰⁵ Soros G. The Crisis and the Euro. The New York Review of Books. July 12. 2010 и Does the Euro Have a Future? The New York Review of Books. October 13. 2011.

³⁰⁶ Perez-Caldentey E., Vernengo M. The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis // The Levy Economics Institute of Bard College. 2012. January. №702.

³⁰⁷ Papadimitriou D.B., Randall Wray L. Euroland as Global Meltdown Picks Up Speed // The Levy Economics Institute of Bard College. 2011. October. №693.

³⁰⁸ Последствия европейского долгового кризиса для экономики России / Под ред. д.э.н. М.Ю. Головнина. М.: Институт экономики РАН, 2013. С. 13-54.

³⁰⁹ Оценки ECLAC United Nations 2009; Trade Policy Commitments and Contingency Measures. World Trade Report // World Trade Organization. 2009. P. 136.

нами было показано ранее, по причине движения ГФП основные показатели глобальных и ряда национальных финансовых рынков в докризисный период находились на достаточно завышенном уровне. Их самостоятельное или искусственное посткризисное возвращение к таким отметкам вновь ознаменуется «перегреванием» компонент ГФС. Крайне необходимо отслеживать динамику структурных показателей глобальной экономики: в 2008–2012 гг. при росте мирового ВВП в текущих ценах в 1,1 раза (с 61,8 до 72,2 трлн. долл.) финансовая глубина в % к ВВП выросла за анализируемый период времени с 307 до 312 пунктов («пик» показателя пришелся на 2009 г. и составил 339 пунктов), а банковская концентрация по 3 и 5 крупнейшим ТНБ оставалась на уровне 70% и более 80% соответственно (см. рис. 5 и Приложение, рис. 10). Таким образом, поскольку после прохождения острой фазы ГФЭК доля финансового сектора в глобальной экономике сохраняет свой высокий потенциал, в системе продолжают создаваться и нарастать внутренние противоречия и угрозы.

- **Антикризисные.** Первичные антикризисные меры, предпринятые на национальном уровне, нередко были связаны с многочисленными ошибками, поэтому подчеркивается важность наднационального сотрудничества и координации усилий. Приведем несколько подобных примеров. На практике, как правило, применяется разработанный комплексный алгоритм по «оздоровлению» банковской сферы, состоящий из трех последовательных шагов. Во-первых, необходимо установление ряда гарантий для остановки банковской паники с условием, что все депозиты должны быть покрыты. Во-вторых, требуется отделить «здоровые» активы от «токсичных» и вывести последние из банковского «организма». Подобную идею заключает в себе первоначальный вариант применявшейся в США Программы по спасению проблемных активов (*TARP*), которая предполагала их выкуп у финансовых институтов. Другой подход базируется на национализации банков, с последующим их «очищением» и перепродажей частному сектору. Еще один способ состоит в стимулировании поглощения крупными и успешными банками меньших по размеру капитала и испытывающих финансовые трудности посредников с дальнейшим покрытием их долгов. Процедура стимулирования слияний и поглощений может подкрепляться государственными гарантиями и льготами. Однако в систему в целом не вливается дополнительная ликвидность, поэтому банки все равно будут вынуждены изыскивать финансовые ресурсы. Наконец, осуществляется поиск новых владельцев и рекапитализация «здоровых» банков. Осуществляется продажа обыкновенных или привилегированных акций частным лицам или государству. Данные процессы необходимо осуществить в краткосрочном периоде, поскольку промедление может вызвать дополнительные угрозы нормальному функционированию финансовых посредников.

На деле, США выделили 700 млрд. долл., которые предполагалось потратить либо на покупку «токсичных» активов (как это первоначально планировалось в рамках TARP), либо на прямое вливание в финансовую систему. В то же время Великобритания принимает решение в пользу последней схемы, т.е. 2 этап комплексного алгоритма пропускается. Вслед за ней Франция и Германия соглашаются действовать аналогичным образом. В США стремление как можно быстрее избавиться финансовых посредников от проблем ГФЭК порождает наряду с покупкой «плохих» банковских активов создание схемы финансовых инъекций для 9-ти банков на общую сумму в 125 млрд. долл. Помощь оказывалась не на безвозмездной основе, а в обмен на привилегированные акции (с размером дивидендов в 5% в течение 5 лет и 9% – по истечении первого указанного срока) и warrants, составляющие 15% от суммы инъекций³¹⁰. Подобное ускорение процессов «оздоровления» банковской сферы с высокой долей вероятности может обернуться существенными финансовыми потерями. Например, аналогичная *преднамеренная* ошибка Японии при внедрении программы спасения банков 1998–2004 гг. вызвала увеличение количества крупных компаний-«зомби» и пролонгацию финансовых проблем. Кроме того, издержки, понесенные в результате таких ошибок, зачастую перекадываются на плечи налогоплательщиков.

Таким образом, комплексное исследование первых результатов ГФЭК доказывает, что его последствия по своему содержанию были как отрицательными, так и положительными. К первым относятся оставшиеся системные проблемы ГФС, финансовые, торговые, производственные и потребительские потери, возникшие в глобальной экономике вследствие временных дисфункций различных компонент ГФС, а также коллективная и индивидуальная психологическая напряженность. Во вторую группу, на наш взгляд, необходимо включить переоценку ценностей в обществе, стимулирование эволюции теорий и мощный импульс для дальнейшего развития экономической мысли, закладывание основ глобального реформирования.

Определим особенности глобального кризиса. Во-первых, яркой отличительной чертой ГФЭК является его распространение в форме *финансовой заразной «болезни»*, что стало возможным вследствие возникновения и противоречивого внутреннего развития ГФС. Во-вторых, в условиях финансовой глобализации кризис, возникший в одной экономически развитой стране, приобрел *синхронный* характер, следовательно, стал еще более разрушительным (например, сфера недвижимости была затронута не только в США, но и в Великобритании и Испании). Далее ГФЭК отразился на экономике многочисленных развивающихся государств и стран с переходной экономикой. В-третьих, ГФЭК имеет *структурный «оттенок»*, т.е. подводит к серьезному комплексному обновлению всей

³¹⁰ См.: Blundell-Wignall A., Atkinson P., See Hoon Lee. Op. cit. P. 14.

глобальной экономической системы. В-четвертых, обратимся к вопросам *увеличения разрыва между богатыми и бедными*. В 1920-е гг. в США насчитывалось 33 миллиардера, а после Великой Депрессии в 1957 г. самых богатых людей оказалось только 16 чел. За нач. 1990-х – 2007 гг. общее число миллиардеров выросло с 423 до 1 125 чел., а к 2012 г. в список Forbes попали 1 226 чел. с общим состоянием, оцениваемым в 4,6 трлн. долл. (из которых 425 – в США)³¹¹. Наконец, современный коллапс также носит и *инновационный* характер. В ГФС возникли и быстро распространились новые производные финансовые инструменты, которые, согласно представлениям субъектов хозяйственной деятельности, являлись гарантами непрекращающегося экономического роста и увеличения общественного благосостояния.

По мнению Б.Бернанке, сравнение ГФЭК с Великой Депрессией во многом неоднозначно: кризис XX века длился, на его взгляд, 12 лет и был прерван наступлением II Мировой войны, т.е. фактически окончился неестественным образом³¹². Согласно основным выводам Б.Бернанке, сделанным в ходе его исследования Великой Депрессии, кризис XX века возник в США и поразил экономику как других развитых стран, так ряда развивающихся государств (при этом СССР не вошел в число пострадавших от коллапса стран). Среди основных финансовых причин появления и распространения Великой Депрессии Б.Бернанке называет монетарные шоки, причем МВС также играла в данных процессах одну из ключевых ролей. В ходе анализа было установлено, что те государства, которые выказали длительную приверженность к золотому стандарту, испытали наиболее разрушительные последствия Великой Депрессии³¹³. Итак, неодинаковые роли МВС, число задействованных системных компонент в силу стадийности развития МФС, количество затронутых стран и характер завершения анализируемых кризисных процессов – это базовые качественные различия между Великой Депрессией и ГФЭК.

Глобальный кризис возник вследствие тройного блока причин, а именно обострения системных фундаментальных проблем финансовой глобализации, особенностей развития экономики США как ядра моноцентричного финансового мира и в силу специфических характеристик экономики различных стран. ГФЭК зародился в финансовой системе США и распространился с другие развитые государства преимущественно через торгово-финансовые и чисто финансовые каналы «заражения», при этом были задействованы все компоненты ГФС. В развивающиеся государства и страны с переходной экономикой глобальный кризис проник

³¹¹ Обзор данных проводился по сл. источникам: The World Richest People, The World Billionaires // Forbes. 2012; Saez E. Sticking It Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States (update with 2009 and 2010 estimates). 2012; www.uadoc.com.

³¹² См.: Bernanke B.S.: Money, Gold, and the Great Depression. March 2. 2004. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022>; Reflections on a Year of Crisis. August 21. 2009. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090821a.html>; The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach // Journal of Money, Credit and Banking. 1995. February. Vol.27. №1. P. 1-26.

³¹³ Там же.

посредством, главным образом, торговых и ценовых «линий передач», а также «финансовых муссонов». Последствия ГФЭК представляется целесообразным разделить на положительные и отрицательные. По нашему мнению, в целом глобальный кризис оказал конъюгационное воздействие и послужил «сигналингом» нового ингрессионного этапа эволюции МФО. Однако при этом он стал своего рода предупреждением о возможном запуске процессов системного саморазрушения и поставил под сомнение гипотезу о том, что глобальные финансовые рынки обладают свойством самокоррекции и внутренней способностью разрешать нарастающие противоречия. Системный и структурный ГФЭК – это длящийся с 2007–2008 гг. по настоящее время процесс, в течение которого как ГФС, так и реформаторские структуры совершают действия для преодоления обостряющихся финансовых противоречий и проблем³¹⁴. Кроме того, он непосредственно связан с общеэкономическими, идеологическими, культурными и политическими изменениями в социуме. Таким образом, доказана необходимость глобального реформирования ГФС.

³¹⁴ На практике выход из кризиса обычно констатировался в трех случаях, а именно при: смене тренда базовых макроэкономических показателей (спад сменяется ростом), достижении предкризисного состояния экономики или же восстановлении докризисных темпов экономического роста. В рамках МФС и на примере отдельного государства (в определенной ситуации, для нескольких стран) эти критерии вполне применимы. Однако в условиях финансовой глобализации с ярко выраженной цепной реакцией кризисов использование общих статистических индикаторов способно привести к ошибке оценивания.

Глава III. ПЕРСПЕКТИВЫ РЕФОРМИРОВАНИЯ И СТРАТЕГИЯ ДОЛГОСРОЧНОГО РАЗВИТИЯ МФС

3.1. Принципы реформирования и оценка начального этапа глобальной трансформации МФС

Согласно концепции тектологии, с наступлением глобального кризиса ГФС перестает оставаться в прежнем виде. Объект исследования будет кардинально изменяться, и данный процесс может быть как направляемым или реформаторским, так и неуправляемым (т.е. самостоятельная перестройка). Как отмечалось в предыдущей главе, существует острая необходимость в проведении глобальных реформ ингрессионного характера, поскольку длящийся с 2007 г. ГФЭК не только не устранил основные угрозы финансовой глобализации, но и усилил их действие с выведением в глобальную экономику в целом, а также сделал очевидными скрытые «корневые» системные недостатки.

Актуальность проблем МФС на глобальной стадии развития после 2009 г., на наш взгляд, можно выявить, прибегнув к эконометрическому анализу временных рядов и тесту взаимной причинно-следственной зависимости по Грейнджеру для многомерной системы уравнений. Кроме того, с помощью данного эконометрического инструмента мы попытаемся расставить приоритеты и определить те элементы и структурные «звенья» ГФС, которые создают и накапливают системные проблемы и, следовательно, нуждаются в трансформации. С этой целью проводится анализ временных рядов по США за периоды 1985–2011 гг., Канаде за 1990–2011 гг., странам еврозоны и Великобритании за 1997–2011 гг., Китаю за 1995–2011 гг. (в наших обозначениях USA, Ca, EU, UK, CN соответственно) на основе следующих выборов:

- общего и новостного индексов неопределенности экономической политики (EUP и EUPN), рассчитанных и предложенных С.Р.Бекером, Н.Блумом и Ст.Д.Дэвисом. Они отражают наличие проблем ГФС и, следовательно, могут использоваться в качестве индикаторов успешности проведения глобальных финансовых реформ и мер национальной бюджетно-налоговой и монетарной политики (см. Приложение, рис. 35-37). EUP США представляет собой сумму нескольких компонент, взятых с весами: $\frac{1}{2}$ EUPN (новостного EUP) и по $\frac{1}{6}$ трех индексов (бюджетно-налогового, денежно-кредитного и совокупного спроса). EUP стран ЕС складывается из 50% от EUPN и 50% от суммы двух индексов (денежно-кредитного и

совокупного спроса). Канадский общий индекс также не учитывает бюджетно-налоговую компоненту. EUP Китая совпадает с новостным индексом³¹⁵.

- 8 показателей по финансовому сектору, включая невыплаченные банковские кредиты в % к совокупному объему кредитов (LOAN), активы страховых компаний и других небанковских финансовых посредников в % к ВВП (INSUR, NON-BANK), капитализацию фондового рынка в % к ВВП (STOCK) и волатильность индекса цен фондового рынка (VOLAT), совокупный объем агентских и неагентских производных финансовых инструментов, обеспеченных ипотекой (MBS), в долл. США (A_MBS_USA и NA_MBS_USA) и евро (MBS_EU и MBS_UK); показателя экономического развития – ВВП на душу населения в долл. США (GDP). Годовые выборки по этим показателям строились на основе баз данных Global Financial Development Database и The Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) Data.

В табл. 12-18 Приложения представлены результаты позволяющего работать с малыми по объему выборками теста на причинность по Грейнджеру между постранными EUP и EUPN с одной стороны и временными рядами из перечисленных выше показателей – с другой стороны. Жирным шрифтом нами специально выделены случаи, когда на 5% уровне значимости нулевая гипотеза H_0 отклоняется, т.е. установлены причинно-следственные связи. По США фиксируется влияние индекса неопределенности экономической политики на ВВП и волатильность цен фондовых рынков. Кроме того, прослеживается двустороннее воздействие EUP и невыплаченных банковских кредитов в % к совокупному объему кредитов (как и для стран ЕС), а также EUP и совокупного объема агентских MBS. В Канаде индексы EUP и EUPN являются причиной изменений активов страховых компаний и иных небанковских финансовых посредников в % к ВВП, а также динамики ВВП. На сами же индексы неопределенности одностороннее влияние оказывает кредитная сфера. В нашей выборке на общем фоне резко выделяются Великобритания и Китай, по показателям которых тест не выявил наличия каких-либо причинно-следственных связей. Таким образом, проинтерпретированные нами выходные данные используемого эконометрического инструмента показывают, что основные системные проблемы сосредоточены в работе глобальных рынков кредита и производных финансовых инструментов, следовательно, реформированию данных элементов ГФС и связанных с ними внутренних угроз следует уделить повышенное внимание.

После определения необходимости проведения ингрессионных преобразований в ГФС, перейдем к анализу **сущности глобальных реформ**. В одном из переводов с латинского языка термин «реформировать» имеет значение «возобновить прошлое состояние», т.е. ответы на

³¹⁵ Процесс построения индексов EUP и EUPN подробно излагается в сл. источнике: Baker S.R., Bloom N., Davis S.J. Measuring Economic Policy Uncertainty. May 19. 2013. URL: www.PolicyUncertainty.com.

многие вопросы следует искать в опыте прошлых лет³¹⁶. Стоит учитывать, что в области нашего исследования реформаторский опыт весьма скромнен и зачастую приходится иметь дело с абсолютно новыми финансовыми явлениями. Под *реформированием МФС на современном этапе эволюции* будем подразумевать преобразования, которые позволят решить существующие системные проблемы и улучшить ее функционирование таким образом, чтобы добиться общего «оздоровления» и постепенного, стабильного, устойчивого *прогрессивного*³¹⁷ развития всей системы. Фактически реформа представляет собой направленный отрезок с заданными координатами [X;Y], где X – это нынешнее состояние системы или отправная точка преобразований, Y – ее преференциальный вид. *Целеполагание* при трансформации является исходным и определяющим процессом, осуществляется исключительно на глобальном уровне и замыкает на себя всю активность реформаторов. Глобальный преобразовательный процесс уникален, поскольку является комплексным и масштабным. Он затрагивает каждое звено системы: мегауровень, сферу мирового финансово-экономического взаимодействия между государствами и группами стран, макросреду (эффекты от инвестирования, инфляции, влияние на экономический рост) и мезоореол (отрасли, регионы, крупные комплексы), микро- (ценообразование и межфирменные отношения) и миниуровни (деятельность компании), а также наноступень (поведение индивидов)³¹⁸.

В число основных структур, являющихся двигателем глобальных реформ в ГФС, входят несколько важных институтов. Прежде всего, на практике в качестве **ведущего реформатора** на глобальном уровне выделяется «Большая двадцатка». С 2008 г. в рамках G-20 происходят существенные изменения – формат встреч данного института расширяется до уровня глав государств и правительств, и начинается отсчет периода глобальных преобразований. В 2009 г. принимается решение о формализации формата работы, и саммит G-20 официально признается постоянно действующим и главным полномочным реформаторским финансово-экономическим форумом мира. Четко определены цели «Большой двадцатки», в число которых входят координация усилий всех членов для достижения глобальной экономической стабильности и устойчивого роста; проведение такого финансового регулирования, которое позволит снизить риски и предотвратить возникновение финансовых кризисов; создание новой международной финансовой архитектуры³¹⁹. Таким образом, выступая как субъект глобальных преобразований,

³¹⁶ См.: Полтерович В.М. Указ. соч. С. 9, 424.

³¹⁷ В рамках данного исследования принимается концепция, согласно которой развитие системы происходит через конъюгационные кризисы. Предполагается, что этап прогрессивного развития системы будет длиться с периода преодоления имеющихся противоречий ГФС и несколько лет после окончания ГФЭК.

³¹⁸ Классификация уровней финансовой системы проводится по аналогии с иерархией предметных областей уровней базисных экономических дисциплин, предложенной Г.Б. Клейнером. См.: Клейнер Г.Б. Стратегия предприятия. М.: Издательство «Дело» АНХ, 2008. С. 270-271.

³¹⁹ Определение и официальная статистика представлены в сл. источниках, см.: <http://www.g20.org/en/g20/statistics>, <http://www.g20.org/en/g20/what-is-g20>, http://ru.g20russia.ru/docs/about/about_G20.html.

G-20 ставит перед собой задачи по восстановлению глобальной экономики, укреплению МФС и реформированию международных финансовых институтов.

Кратко проанализируем результаты 8 основных встреч G-20 в **хронологическом порядке** по документам саммитов. **Вашингтонский** (ноябрь 2008 г., США) и **Лондонский** (апрель 2009 г., Великобритания) **саммиты** можно охарактеризовать как **«антикризисные»**, т.е. направленные на остановку и нивелирование последствий ГФЭК через ужесточение контроля и регулирования финансовой сферы. Участники встреч определяют проводимую работу как предреформенную или подготовительную. Задается траектория движения для начального этапа преобразований: озвучивается стартовая цель («заложить основу для реформы, чтобы недопустить в будущем повторения глобального кризиса, подобного нынешнему»³²⁰), определяются причины ГФЭК и первоочередные задачи, предлагаются среднесрочные планы действий. Формулируются «общие принципы реформирования мировых финансовых рынков»³²¹: повышение прозрачности МФС и подотчетности компаний, создание единого глобального свода стандартов, укрепление качественного регулирования финансовых рынков на различных уровнях и обеспечение их согласованности, укрепление международного сотрудничества, реформирование международных валютно-финансовых организаций и неформальных объединений. На проведение дополнительной Программы на восстановление кредитования, роста и рабочих мест в мировой экономике «Двадцатка» запланировала выделить 1,1 трлн. долл. через международные финансовые организации и систему финансирования торговли. Размер направленных ресурсов для МВФ должен быть увеличен по плану втрое до 750 млрд. долл., необходимо осуществить срочную ратификацию 4 поправки о специальном распределении СДР на 250 млрд. долл., планируются расширение кредитования со стороны международных банков развития не менее чем на 100 млрд. долл. и финансирование торговли на 250 млрд долл., разрешается использовать дополнительные средства от согласованных МВФ продаж золота в целях льготного финансирования наиболее бедных государств³²².

Тон саммитов «Большой Двадцатки» в **Питтсбурге** (сентябрь 2009 г., США) и **Торонто** (июнь 2010 г., Канада) существенно отличается от предыдущих встреч всплеском оптимизма: признается, что кризисная фаза экономического цикла уступила место восстановлению, которое необходимо ускорить, и даже несмотря на то, что многие страны испытывают серьезные финансово-экономические трудности, пора переходить от подготовительных действий к

³²⁰ Оригинальный текст см. на официальном сайте «Группы двадцати» www.g20.org. (Declaration Summit on Financial Markets and the World Economy // G-20. 2008. November 15.). Перевод см. по ссылке: <http://archive.kremlin.ru/events/articles/2008/11/209291/209303.shtml>.

³²¹ См. Там же.

³²² Declaration on Strengthen of Financial System, Declaration on Delivering Resources through the International Financial Institutions // G-20. 2009. April 2. www.g20.org.

собственно глобальному реформированию XXI века³²³. Исходя из декларируемых задач, будем называть эти саммиты *«оздоровительными»*. Четко прописываются компоненты программы по реформированию финансового сектора, которая базируется на 4 «столпах»: 1) построении и усилении системы регулирования (основной упор делается на преобразования в банковском секторе и повышении качества мониторинга и контроля за ХФ, рейтинговыми агентствами и внебиржевыми деривативами); 2) совершенствовании процедур надзора, оперативного распознавания, своевременного сдерживания и устранения финансовых рисков; 3) решении проблемы основополагающих системно значимых институтов; 4) прозрачных оценках в рамках Программы оценки финансового сектора МВФ/Мирового банка и надежных коллегиальных обзоров. Планы преобразований в финансовом секторе дополняются схемами решения проблем в области занятости, мировой торговли, энергетической безопасности, экологии, продовольственного и сырьевого обеспечения, а также созданием рабочей группы по антикоррупционным мерам. Налаживается тесное сотрудничество с соответствующими международными организациями. Определена цель глобальных финансово-экономических преобразований, которая заключается в достижении совместными усилиями ощутимого, устойчивого, сбалансированного экономического роста. Ставятся амбициозные задачи: повышение объемов глобального производства, создание рабочих мест, снижение глобальных дисбалансов (в котором должны участвовать и «дефицитные», и «профицитные» страны), борьба с бедностью³²⁴.

На саммите *в Сеуле* (ноябрь 2010 г., Республика Корея) планка задач повышается: теперь уже акцент с финансово-экономического восстановления плавно смещается в сторону *«возобновления роста»*³²⁵. Развиваются предложенные ранее программы практически во всех сферах социально-экономической деятельности. Выделяются два типа реформ: чисто финансовые (например, о стандартах банковской деятельности и проблеме системно значимых финансовых институтов) и структурные (расширение глобального спроса, создание рабочих мест, «глобальная ребалансировка», инновационный «зеленый» рост). Подчеркивается, что поиск механизмов глобального регулирования и контроля в финансовом секторе («глобальных регуляторов», в том числе налоговых) является первичной задачей, решение которой активизирует трансформационные процессы. Продвигается инициатива создания и развития глобального партнерства стран за финансовую доступность и контроль над теневым банкингом. Новинкой саммита стал Антикоррупционный план, нацеленный на разработку общего подхода к созданию эффективного «глобального антикоррупционного режима», в рамках которого планируется усовершенствовать механизмы по защите и уведомлению. Особый интерес в

³²³ Leaders' Statement. The Pittsburgh Summit // G-20. 2009. September 24-25. www.g20.org.

³²⁴ The G-20 Toronto Summit Declaration // G-20. 2010. June 26-27. www.g20.org.

³²⁵ The G-20 Seoul Summit Leader's Declaration // G-20. 2010. November 11-12. www.g20.org.

рамках финансовой тематики исследования представляет секторальное антикоррупционное законодательство (для компаний и операций с ценными бумагами) и меры против коррупции для иностранных и международных публичных должностных лиц³²⁶.

Встречи «Большой Двдцатки» в *Каннах* (ноябрь 2011 г., Франция) и *Лос-Кабосе* (июль 2012 г., Мексика) можно определить как саммиты «*возобновления*», поскольку в их официальных документах признается, что глобальное финансово-экономическое восстановление подорвано, и это ощущается не только в европейских странах и США, но и в развивающихся государствах и странах с формирующимися рынками. Основные проблемы ГФС не решены и способны противодействовать реализации глобальных реформ, поэтому предпринимаются меры для «реагирования на возникшие краткосрочные финансово-экономические возмущения»³²⁷. Для стимулирования рыночной активности вводится специальный План действий по обеспечению экономического роста и рабочих мест, и затем принимается решение о пополнении резервов МВФ на 456 млрд. долл. При этом общий курс преобразований сохраняется, особое внимание уделяется процессам глобальной финансовой интеграции и снижению волатильности трансграничных потоков капитала, построению устойчивой и гибкой МВС, поиску оптимальной резервной валюты³²⁸.

Наконец, на *Санкт-Петербургском саммите G-20* (сентябрь 2013 г., Россия) подтверждаются намерения о достижении цели настоящего («*ускорение восстановления глобальной экономики*») и приоритета будущего («укрепление роста»). Подводятся промежуточные итоги финансовых реформ. Определяются главные вызовы на современном этапе развития МФС: слабый рост, фрагментарность европейского финансового сектора, внутренние и внешние структурные проблемы развивающихся стран, волатильность потоков международного капитала и неполная ребалансировка глобального спроса, регулирование объемов государственного долга. В широком спектре рассматриваемых вопросов, разделенном на «три измерения преобразований» глобальной экономики, особо выделены темы повышения финансового образования и противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма³²⁹. Следующий саммит G-20 определен в ноябре 2014 г. в Австралии.

³²⁶ G20 Anticorruption Action Plan 2010. www.g20.org.

³²⁷ Cannes Summit Final Declaration “Building Our Common Future: Renewed Collective Actions for the Benefit of All” // G-20. 2011. November 4; The Cannes Action Plan for Growth and Jobs // G-20. 2011. November 4. www.g20.org.

³²⁸ См.: там же; Towards Lasting Stability and Growth. IMF Umbrella Report for G-20 Mutual Assessment Process // G-20. 2012; Progress Report of Development Working Group // G-20. 2012. www.g20.org; Итоговая декларация стран «Группы Двдцати». Группа Двдцати. Лос-Кабос, 18-19 июня 2012. Перевод с англ. <http://ru.g20russia.ru/documents/#p1>.

³²⁹ Проанализировано на основе сл. источников: Концепция председательства РФ в «Группе двдцати». Группа Двдцати. Декабрь, 2012; Стратегия внешних связей российского председательства в «Группе двдцати» (аутрич-стратегия). Группа Двдцати. Февраль, 2013; Санкт-Петербургская Декларация лидеров «Группы двдцати». Группа Двдцати. Сентябрь, 2013; Санкт-Петербургская стратегия развития. Группа Двдцати. 2013; Доклад о прогрессе в области финансовых реформ. Группа Двдцати. Сентябрь, 2013; Рабочий план по финансированию инвестиций. Заключение исследовательской группы и перспективы. Группа Двдцати. Сентябрь, 2013; Дорожная

Проанализируем содержание основных глобальных финансовых реформ, проведенных за 2008 – нач. 2014 гг. (см. табл. 4) и адресованных конкретным проблемам ГФС. Первый важнейший блок преобразований связан с *созданием новой структуры глобальной финансовой архитектуры и ее укреплением* (см. основные цели G-20 и параграф 2.1). Отметим, что если G-8 стояла в одном ряду с международными организациями типа МВФ и ОЭСР, то **G-20** с 2008 г. обрела принципиально новый статус, выступая с глобальными инициативами и являясь двигателем трансформации. В число ключевых институтов, осуществляющих совместную с «Двадцаткой» глобальную реформаторскую деятельность, входят МВФ, Мировой Банк, ФФС, IOSCO и Базельский комитет по банковскому надзору (BCBS). Большинство из них после 2008 г. претерпело ряд существенных изменений.

Прежде всего, модернизация затронула **МВФ**, работа которого с наступлением ГФЭК подвергалась постоянной критике. Реорганизация деятельности Фонда связана со следующими мероприятиями³³⁰:

- реформой квот и прав голоса (в рамках 14 Общего пересмотра квот 2010 г.). Предполагалось удвоение квот до 476,8 млрд. СДР, более чем 6% перераспределение квот в пользу развивающихся государств и стран с формирующимся рынком (ряд государств, например, Бразилия, Россия, Индия, Китай, Мексика повысили свои квоты), увеличения количества «базовых голосов». Новая формула расчета квот является средневзвешенной величиной и имеет вид:

$$CQS = (0,5 * Y + 0,3 * O + 0,15 * V + 0,05 * R)^K, \quad (3)$$

где Y – среднее значение ВВП за предшествующий трехлетний период; O – открытость или среднегодовой показатель платежей и поступлений по счету текущих операций за 5 лет; V – изменчивость текущих поступлений и потоков капиталов; R – среднегодовой объем международных резервов; K – «коэффициент сжатия», равный 0,95. Кроме того, рассматривалась возможность 5-летних пересмотров квот с целью их постоянного соответствия изменяющимся удельным весам стран в глобальной экономике.

- модернизацией кредитного механизма и внедрением «Гибкой кредитной линии», дополнительной финансовой помощью странам с низким уровнем дохода, системой механизмов защиты от кризисов (например, в виде «Новых соглашений о заимствованиях»).
- лондонское специальное «Заявление о направлении ресурсов через международные финансовые учреждения» (размер ресурсов анализировался нами выше)³³¹.

карта «Группы двадцати» по усилению надзора и регулирования теневой банковской системы. Группа Двадцати. Сентябрь, 2013.

³³⁰ См.: декларации саммитов Большой двадцатки; Modernizing the Fund. Annual Report. – Washington, DC: IMF, 2009; IMF Quotas. Factsheet. – Washington, DC: IMF, 2012; www.imf.org; Смыслов Д.В. Указ. соч. 2009. С. 84-102.

³³¹ Declaration on Delivering Resources through the International Financial Institutions // G-20. 2009. April 2.

Содержание ключевых финансовых реформ на глобальном уровне

Сфера приложения	Цель	Примеры действий, ответственные институты
1. ГФА	Создание четкой структуры и распределение полномочий	Реформы G-20, МВФ, Мирового банка, ФФС/СФС.
2. Глобальный рынок финансовых инноваций и секьюритизированных продуктов	Повышение прозрачности, реструктуризация отрасли	Форум по регулированию внебиржевых деривативов, Дорожная карта Надзорной группы по внебиржевым деривативам. СФС, БМР, IOSCO.
3. Кредитные рейтинговые агентства (КРА)	Уменьшение зависимости финансовых рынков от их оценок, регулирование	Принципы работы с посредниками (СФС); Базельские критерии обращения к использованию рейтингов КРА (BCBS); обязательная регистрация и контроль (Кодекс IOSCO).
4. Системно значимые финансовые институты (СЗФИ)	Снижение/нивелирование системных рисков, сохранение достаточности ликвидности, антикризисное управление	Комитет СФС по оценке уязвимости; IOSCO; Программы раннего реагирования МВФ и СФС; Стресс-тесты МВФ и Всемирного банка; Методология BCBS по определению СЗФИ, принципы надзора за их работой («регуляционные коллегии»), Базель-III; G-20.
5. ХФ	Снижение объемов теневого банкинга, регулирование	IOSCO: создание глобальной базы данных, регистрация управляющих, система прямого регулирования работы и взаимодействия с партнерами); BCBS: исследование риска контрагентов ХФ по 3 компонентам: минимальным требованиям достаточности капитала, банковскому надзору и раскрытию информации.
6. Короткие продажи	Ограничение леввериджа и эффекта дестабилизации	Требования к предельному объему маржи при использовании услуг брокеров и дисконтам в случае операций репо; сочетание принципов «мягкого» и «жесткого» регулирования (IOSCO); МВФ, СФС.
7. Стандарты отчетности	Повышение прозрачности	Выработка общих стандартов (концептуальных схем учета, классификаторов и измерителей) для ХФ, инвестиционных компаний. Комплексный многоуровневый подход, IFRS – Международные стандарты финансовой отчетности.
8. Система вознаграждений	Трансформация системы стимулов	Принципы по достоверности информации (СФС, IOSCO). 40-60% от вознаграждения дифференцируется на три года, при этом не более 50% может предоставляться наличностью или акциями.
9. Налоги (в процессе обсуждения)	Регулирование, изменение стимулов участников ГФС, процессы финансового перераспределения	Отчеты МВФ о значимости и окупаемости нескольких видов налогов: - вклад в поддержание финансовой стабильности (FSCT), представляющий собой налог на банковские (и иные) активы; - налог на финансовую активность (FAT), распространяющийся на прибыль и вознаграждение управляющих; - налог на финансовые операции широкого круга (FTT).

Источники: Жукова Т.В., Левченко А.В., Бахтараева К.Б., Логинов А.А. Современные тенденции реформирования мировой финансовой архитектуры / под ред. проф., д.э.н. Миркина Я.М. М.: Минобрнауки России. 2011. Июнь; Basel III: A global Regulatory framework for more resilient banks and banking systems // BCBS. December 2010 (rev June 2011); Global Regulatory Reform Proposals. Side-by-side Comparisons and Timelines // GFMA Matrix. 2013. March 31.

- корректировка механизмов управления (обсуждение вопросов расширения участия в определении стратегических действий Фонда и повышении степени подотчетности управляющих МВФ).

G-20 четко определила основную функцию МВФ в глобальном реформировании – это осуществление функций постоянного постранового, регионального и глобального надзора за валютно-финансовой и экономической ситуацией (на англ. *surveillance*, что означает наблюдение, инспектирование, обследование, общий контроль за результатами и внедрением стандартов, мониторинг), кредитования и технической поддержки³³². В связи с этим с 2010 г. активно совершенствуется и расширяется «Программа оценки финансового сектора», ставшая обязательной для стран-участниц с «системно значимыми финансовыми секторами» (в их число входит около 25 государств, включая РФ). Вводится Многосторонний процесс взаимной оценки и разрабатывается процедура раннего предупреждения. Закладываются основы макро-пруденциальной политики и схемы анализа трансграничного финансового взаимодействия. Определено содержание изменений в практике международного валютно-финансового надзора и выделены «экономические» (противодействие кризису, снижение волатильности цен на сырье, сокращение глобальных дисбалансов) и «оперативные» (анализ финансовых рисков, общий мониторинг) приоритетные направления в работе МВФ. С 2011 г. Фонд ведет активное наблюдение за надлежащим применением внедренных ранее стандартов и кодексов, и выпускаются доклады об итогах его надзорной деятельности.

Процесс реформирования затронул также функционирование *Мирового банка*, которому отведена ведущая роль в «реагировании на проблемы», и *систему многосторонних банков развития* (*Multilateral Development Banks, МБР*). Процесс преобразования предполагает изменение в системе управления институтов Группы Мирового банка в отношении масштабов представительства стран-членов, прав голоса и механизма принятия решений; планируется расширение кредитных лимитов МБРР для отдельных государств. Обещается содействие на основе добровольных взносов «Фонду поддержки уязвимых слоев населения» Мирового банка посредством специальных механизмов, образование нового «Глобального пула ликвидных средств» для поддержки международной торговли. Помимо перечисленного выше определена необходимость обеспечения всех МБР финансовыми ресурсами, с этой целью проанализированы потребности в увеличении капиталов Азиатского, Межамериканского, Африканского банков развития и ЕБРР³³³.

В целом, МВФ и структуры Мирового банка призваны предоставлять свои рекомендации и финансовые ресурсы испытывающим финансово-экономические трудности странам-

³³² URL: <http://www.imf.org/external/about/ourwork.html>.

³³³ См.: декларации саммитов «Большой двадцатки» (The G-20 Toronto Summit Declaration, P. 23.); Смыслов Д.В. Указ. соч. 2009. С. 102-104.

участницам и помогать развивающимся государствам в борьбе с макроэкономической нестабильностью и бедностью. Декларируемая задача реформирования этих институтов сводится к одной более общей цели – максимально выгодно использовать преимущества, которые предоставляет финансовая глобализация, и одновременно нивелировать (или хотя бы существенно снизить) риски и проблемы, создаваемые ГФС. Однако, фактические функции в решении проблемы регулирования и управления международными трансграничными потоками капитала и практические полномочия этих институтов в трансформационных процессах ГФС, на наш взгляд, неопределенны.

В 2009 г. ФФС расширяется и преобразуется в *Совет финансовой стабильности (СФС)*, основная деятельность которого сводится к глобальному нормотворчеству (координация работы соответствующих национальных и наднациональных органов) с учетом проанализированных выше 4 опор финансовой трансформации, поддержке внедрения и развития системы эффективного регулирования (от англ. *supervisory*, что означает надзор, руководство)³³⁴. Рекомендации Совета в основном носят декларативный характер. Согласно документам, G-20, МВФ и ФФС/СФС отводится ключевая роль в обеспечении основных принципов реформ. В соответствии со своим положением они должны «укреплять сотрудничество, активизировать усилия по более полному интегрированию регулятивных и надзорных мер на основе макро-пруденциального подхода»³³⁵. Работа IOSCO и BCBS носит специализированный характер и направлена, главным образом, на преобразование таких элементов ГФС, как глобальные рынки ценных бумаг и кредита.

Второе направление реформирования МФС представлено *преобразованиями в сфере глобального рынка финансовых инноваций*. Институты глобального реформирования в обязательном порядке начали реализацию «Принципов для инфраструктуры финансовых рынков» и ряда соответствующих мер. К ним относятся переводение контрактов, связанных со стандартизированными внебиржевыми производными инструментами, на фондовые биржи и организованные электронные торговые площадки; осуществление обязательного централизованного клиринга операций с внебиржевыми деривативами; внедрение обязательного отчета по внебиржевым сделкам через торговые репозитории; увеличение требований к участникам рынка, осуществляющим операции с внебиржевыми инструментами без централизованного клиринга. Согласно отчету СФС за 2013 г., на кон. 2012 г. центральный клиринг прогрессивнее всего реализовывался для процентных и кредитных деривативов и распространялся по всем участникам рынка на 40-50% и 10-12% от совокупного объема к

³³⁴ URL: <http://www.financialstabilityboard.org/about/mandate.html>.

³³⁵ См.: тексты саммитов «Группы Двадцати» 2008 и 2009 гг. («Declaration Summit on Financial Markets and the World Economy». November 15, 2008; «Declaration on Strengthen of Financial System», «Declaration on Delivering Resources through the International Financial Institutions». April 2, 2009). www.g20.org.

погашению по данным производным финансовым инструментам соответственно. В области продуктов секьюритизации проводятся мероприятия по постоянному мониторингу, увеличению прозрачности балансов финансовых институтов, повышению уровня финансовой образованности и риск-менеджменту³³⁶.

Третий блок финансовых преобразований тесно связан с проблемами глобальных рынков финансовых инноваций и кредита (см. параграф 2.1) и посвящен снижению зависимости участников ГФС от оценок *кредитно-рейтинговых агентств* (к примеру, регуляторам и банкам предлагается разрабатывать собственные системы риск-менеджмента и процедуры внутренней и внешней оценки необходимых финансовых показателей) и регулированию их деятельности (в том числе, посредством обязательной регистрации ключевых КРА и внедрения стандартов надзора в данной сфере).

Четвертый блок глобальных финансовых реформ связан с изменениями в области *работы СЗФИ, нацеленными на укрепление устойчивости ГФС к системным и иным рискам*. Базовые мероприятия по данной тематике, главным образом, затрагивают два ключевых процесса: решение проблемных ситуаций СЗФИ, разработку и внедрение документа «Базель-3». В 2009 г. в специальном руководстве были опубликованы первичные количественные критерии для определения СЗФИ (как отмечалось выше, в 2013 г. к ним были отнесены 29 ТНБ). В число подобных индикаторов вошли объем активов и обязательств в % к ВВП, уровень финансового давления (концентрации), занимаемая ими доля на финансовых рынках (в том числе, по секторам кредитования, количеству предоставляемых рабочих мест и создаваемых филиалов). В дальнейшем СФС внес ряд предложений, которые, по его мнению, помогут избежать банкротства главных в системе финансовых игроков. Предполагалось обеспечить бесперебойное функционирование выделенных Ф-ТНК, прозрачность их деятельности, доступ к необходимым страховым услугам и своевременную реализацию схем риск-менеджмента и антикризисного управления, а также определить и разграничить материальную ответственность управленческого персонала³³⁷. Важным результатом Лондонского саммита G-20 стало решение о создании специальных комиссий (коллегиальных органов) по надзору за деятельностью ТНК.

Стандарты БМР «Базель-3», стабилизирующие меры которого должны вступить в полную силу с 2015 г., содержат наборы различных макропруденциальных инструментов (антициклический буфер капитала для дополнительной защиты от «пузырей» на кредитных

³³⁶ OTC Derivatives Market Reforms. 5-th Progress Report on Implementation // FSB. 2013. April 15. P. 33; GFMA Matrix. Op. cit. 2013.

³³⁷ Guidance to Access the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations – Background // FSB, IMF, BIS. October 2009. Report to the G-20 Financial Ministers and Central Bank Governors. P. 23-26; Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions // FSB. October 2011. P. 3-5; www.financialstabilityboard.org.

рынках в объеме не более 2,5% взвешенных по риску активов, показатель «финансового левеиджа» – более 3%). Кроме того, предлагаются краткосрочный и долгосрочный глобальные нормативы ликвидности: коэффициент покрытия (*LCR*) и чистый показатель стабильного финансирования (*NSFR*). Буферы ликвидности должны состоять из 3 уровней активов: 1) наличность и резервы; 2) ценные бумаги с рейтингом AAA и AA+; 3) бумаги с рейтингом от A+ до BBB-. Для детализации финансовых индикаторов изменяется структура собственного капитала банков и ужесточаются требования к достаточности капитала: повышаются общие нормативы капитала 1-го уровня (Tier 1) в 2014 г. – с 4,5% до 5,5%, в 2015 г. – до 6% (в его состав входят базовый капитал 1-го уровня (*Common Equity Tier 1*), размер которого за 2013–2015 гг. должен вырасти с 3,5 до 4,5%, и дополнительный капитал), предлагается создание расширенного резервного буфера капитала (*conversation buffer*) в размере не более 2,5%, отменяются ранее установленные ограничения на объем капитала 2-го уровня и необходимость оценки капитала 3-го уровня. Вводятся обязательные требования по увеличению банковской ликвидности, предполагающие покрытие чистых оттоков наличности в течение 30 дней за счет высоколиквидных активов³³⁸.

Выделим также меры, направленные на *сужение сферы теневого банкинга*. Главным образом, они направлены на ужесточение надзора и регулирования за деятельностью банковских и частично небанковских (таких как ХФ, страховые и инвестиционные компании) посредников. В число требований, предъявляемых хедж-фондам, входят обязательная регистрация управленцев высшего звена, ограничения на размер левеиджа и минимальные требования к капиталу, исполнение стандартов ведения бухгалтерии и отчетности, повышение прозрачности сделок, совершенствование практики риск-менеджмента и т.п.

Отметим, что по определению G-20 первые три проанализированные нами группы реформ ГФС являются гарантом непрерывной работы системы. Миссия 4-8 блоков, обозначенных в табл. 4, заключается в устранении структурных «разломов» ГФС, ставших причинами глобального кризиса. Самым сложным является вопрос о базовых принципах *системы международного налогообложения*, окончательное комплексное решение по которому будет приниматься в течение 18-24 месяцев с сентября 2013 г. Данный блок финансовых реформ содержит меры против «налоговых убежищ» и по противодействию размыванию налогооблагаемой базы и перемещению прибылей, созданию четких базовых правил международного налогообложения, введению единой формы отчетности юридических лиц, а также комплекса глобальных налогов на финансовую активность крупных Ф-ТНК (см. табл. 4), идея структуры которого восходит к теоретическому предложению налога Тобина. Все

³³⁸ GFMA Matrix. Op. cit. 2013; Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems // BCBS. December 2010 (June 2011). P. 2-64.

проанализированные выше реформы ГФС в целом сводятся к восстановлению доверия, укреплению сотрудничества и повышению прозрачности системных элементов и игроков³³⁹.

Тактика и техника проведения *глобальной структурной реформы МВС* на современном этапе ее развития стали прерогативой МВФ. С 2010 г. Фонд решил целенаправленно расширить степень своего участия в регулировании трансграничных потоков капитала и контроля над внутренней финансово-экономической политикой стран-эмитентов ключевых резервных валют (главным образом, доллара США). Отметим, что на наш взгляд, реализация данного решения в основном не определена и намерения пока имеют, главным образом, декларативный характер. Впрочем, в 2010–2011 г. Фонд внес некий «вклад» в развития МВС и в очередной раз за 5 лет изменил правила определения стоимости СДР, которая основана на средневзвешенной оценке стоимости доллара США, евро, английского фунта стерлингов и японской иены. Веса этих четырех валют в корзине СДР распределились следующим образом: 41,9%, 37,4%, 11,3% и 9,4% соответственно по валютам против 44%, 34%, 11% и 11% в 2005 г. соответственно по годам. В дальнейшем G-20 намерена усилить роль квазиденег МВФ путем расширения корзины валют, к которой привязаны СДР³⁴⁰.

Таким образом, на наш взгляд, проанализированные выше и декларируемые финансовые реформы глобального уровня адресованы решению проблем ГФС в области ГФА, валютной системы, финансовой транснационализации, теневого банкинга и коррупции, негативных *spillover*-эффектов, глобальных дисбалансов, финансовой гипертрофии, неравномерного перераспределения выгод от финансовой глобализации и «системной эластичности».

Еще раз подчеркнем, что для глобальной трансформации важен многоуровневый подход, поэтому приведем и проанализируем несколько примеров финансовых реформ **региональном и национальном уровнях**.

В качестве репрезентативного объекта исследования в сфере региональных финансовых преобразований мы выбрали ЕС как наиболее прогрессивную, с точки зрения скорости и содержания интеграционных процессов, группировку. *Европейский союз* пошел по пути консервативной модели финансовой архитектуры с ЕЦБ в качестве координатора и гаранта тесного взаимодействия между органами, осуществляющими макро- и микропруденциальный надзор³⁴¹. В основном подобная классическая вертикальная или множественная силос-модель

³³⁹ Приложение по вопросам налогообложения к Декларации лидеров стран «Группы Двадцати». Группа Двадцати. Сентябрь, 2013. С. 2-5; Доклад о прогрессе в области финансовых реформ. Группы Двадцати. Сентябрь, 2013. С. 4-13; Дорожная карта «Группы Двадцати» по усилению надзора и регулирования теневой банковской системы. Группы Двадцати. Сентябрь, 2013. С. 2-3. <http://ru.g20russia.ru/docs>.

³⁴⁰ См.: Смыслов Д.В. Указ. соч. 2012. С. 41-43.

³⁴¹ Анализ проводился на основании обзора сл. источников: Зуев В.Н. Антикризисная политика Евросоюза // Международная экономика. 2009. №10. С. 5-13; Касьянов Р.А. Организация деятельности финансовых регуляторов в Европейском союзе // 2013. URL: <http://ehd.mgimo.ru/IORManagerMgimo/file?id=10878191-53E5-E510-EB24-ECE684AB97B6>. С. 147-153; GFMA Matrix 2013. Op. cit. P. 2-16; Masciandaro D., Quintyn M. Regulating the

предполагает, что каждая отрасль финансового сектора существует в строго определенных границах и контролируется конкретной структурой (действует отраслевая надзорная монополия): ответственным органом в области макропруденциального надзора является Европейский совет по системным рискам (*European System Risk Board*), в сфере микропруденциального контроля таковыми стали Европейская служба банковского надзора (*European Banking Authority*), Служба надзора европейского фондового рынка (*European Securities and Market Authority*), Европейская служба надзора в сфере страховых услуг и пенсий (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) в рамках системы институтов А.Ламфалусси и Ж. де Ларозьера. Финансовые реформы ЕС также затрагивают все 9 направлений, перечисленных в табл. 4. Оригинальный европейский подход, на наш взгляд, представлен в практике внедрения Директив по управлению альтернативными инвестициями (*AIFM*) и функционирования UCITS-фондов (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, специальный инструмент коллективного инвестирования и регулируемая директивами ЕС альтернатива ХФ). Эти меры направлены на сужение сферы теневого банкинга. Кроме того, две страны-участницы ЕС (Франция и Италия) стали «пионерами» в проведении налогового институционального эксперимента: в 2012 г. они ввели внутренний налог на финансовые сделки. ЕС на уровне Комиссии и Парламента выступил с инициативой перехода от позиции мониторинга и контроля к позиции прямого лимитирования в области товарно-сырьевых финансовых спекуляций в рамках Директивы ЕС о рынках финансовых инструментов (*MiFIR*). Отметим, что курс на применение инновационного подхода в сфере финансового надзора и управления сохраняется в рамках углубления валютно-финансовой и экономической интеграции ЕС. Например, договором от 2011 г. учрежден Европейский стабилизационный механизм (*ESM*) для финансовой координации и согласования действий с МВФ. «Договором о стабильности, координации и управлении ЕС» от 2012 г. был создан Европейский бюджетный союз, который предполагает рассмотрение вопроса о введении общего налогообложения финансовых операций.

В **США** для проведения финансовых преобразований (в которые входят также входят все направления из табл. 2) задействовано в общей сложности около 15 институтов, но основными полномочными органами в этой сфере деятельности официально признаны Федеральная резервная система (ФРС) с расширенными полномочиями, Федеральная корпорация страхования депозитов (*FDIC*) и Офис по надзору за валютными рисками. Это пример «гибридной» конструкции мегарегулятора, т.е. самостоятельного класса моделей, в рамках которых ряд органов осуществляют контроль сразу над несколькими отраслями финансового

сектора. Для нашего исследования особый интерес представляет закон Додда-Франка 2010 г., включающий 14 основных глав-положений о реформах финансового сектора. Прежде всего, взят курс на укрепление финансовой стабильности и архитектуры. С этой целью созданы два новых органа: Отдел финансовых исследований (*OFR*) и Наблюдательный совет по надзору за финансовой стабильностью (*FSOC*) с центрами по обработке данных и проведению научно-исследовательской работы. Кроме того, вводится процедура «упорядоченной» ликвидации финансовых компаний под руководством FDIC и/или Корпорации по защите инвесторов и ценных бумаг (*SIPC*), схемы регулирования и контроля над хеджинговыми фондами, страховыми посредниками, рейтинговыми агентствами, механизмы по надзору за платежами, расчетами и клирингом. Главными характеристиками операций с производными финансовыми инструментами должны стать прозрачность и подотчетность. Несмотря на возникновение ГФЭК, субъекты хозяйственной деятельности не должны опасаться работы в финансовом секторе США. С этой целью упрощается доступ физических и юридических лиц с разным уровнем дохода к работе с финансовыми институтами, а также создаются инструменты по защите инвесторов и потребителей (в число ответственных за эти процессы органов входят Комиссия по ценным бумагам и биржам и Бюро по финансовой защите потребителей). Реформируется ипотечная сфера экономики, и внедряются минимальные стандарты кредитования. Важнейшим, на наш взгляд, является подход к совершенствованию регулирования финансового взаимодействия. Вводится в действие правило Волкера в целях ограничения спекулятивных сделок системообразующих финансовых посредников (главным образом, крупнейших банков, ХФ и фондов частных инвестиций). Налагаются запреты на многочисленные виды внебиржевых операций³⁴².

Помимо США и стран ЕС, к числу репрезентативной группы государств мы отнесем также ряд развивающихся стран азиатского регионов (Китай, Индию и Южную Корею)³⁴³ и Россию с учетом документов Ассоциации глобальных финансовых рынков и национального показателя финансовой глубины как индикатора динамики финансового развития. Проанализируем наиболее важные моменты национальных финансовых реформ предложенных к рассмотрению юрисдикций.

Китай, помимо рассмотренного выше ужесточения правил по кредитованию сделок с недвижимостью, внедряет стратегию «5 трансформаций», учитывающую необходимость решения проблем в области международного движения «горячих» капиталов и «теневых» инвестиций, валютной политики, эффективного управления валютными резервами,

³⁴² Анализ законопроекта и ответственных органов проводился на основе сл. источников: GFMA Matrix. Op. cit. 2013. P. 2-16; Masciandaro D., Quintyn M. Op. cit. P. 5; DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT // PUBLIC LAW 111-201. 2010. July 21.

³⁴³ Включены в GFMA Matrix 2013 и проанализированы на основании данного источника.

предотвращения различных рисков, связанных с трансграничными финансовыми потоками, рисков. Активно работает Комиссия по регулированию банковской деятельности Китая (CBRC), предлагающая систему раскрытия информации, консультации по Базель-3, административные меры по коэффициенту леввериджа коммерческих банков. Совершенствуется внутреннее межбанковское взаимодействие в области торгового кредитования, практика клиринговых сделок, планируется запуск активной работы с CDS и хеджинговыми фондами. Нововведения затронули сферу отчетности – в основном это дополнительные требования Министерства финансов Китая к компаниям из «Большой четверки» (см. параграфы 2.1 и 2.2). Китайская Народная Ассоциация институциональных инвесторов предлагает оценивать кредитный риск инвестора, а не заемщика. Отметим, что китайские финансовые реформы являются *в ряде случаев редким примером практики ослабления некоторых видов регулирования*, к которому относится, например, Циркуляр №2 о дальнейшем развитии и регулировании валютно-финансовой политики, вступившем в силу в феврале 2013 г. и получившего название «раунд снижающегося контроля». Вопросы дерегулирования затрагивают, главным образом, сферы фондового рынка, оффшорного инвестирования и кредитования, валютного инвестирования, репатриации прибылей как наиболее перспективные и динамично развивающиеся направления финансового взаимодействия³⁴⁴.

Финансовые реформы в *Индии* главным образом ужесточают правила функционирования венчурных и инвестиционных фондов, а также кредитных рейтинговых агентств. Венчурные и частные инвестиционные фонды существенно ущемляются в правах на использование кредитного «плеча», остальные фонды – не смогут воспользоваться налоговыми льготами. Четыре компании (CARE, CRISL, Fitch India, ICRA) были аккредитованы для проведения взвешенных оценок по требованию банков, более того, КРА должны получать особое одобрение государства на определение рисков структурных продуктов и долговых обязательств. *Южная Корея* не только продолжает индийский вектор ужесточения требований к функционированию небанковских финансовых посредников, но и вводит ограничения на иностранное взаимодействие. К примеру, создана «Рабочая группа по совершенствованию корпоративного управления в отношении внешних директоров», уменьшены возможности для иностранного инвестирования в корейские валютные облигации, действует налог на «*Kimchi bonds*» (облигации в иностранной валюте). Управляющие ХФ должны установить внутренние правила контроля, внедрить в структуру фонда подразделение риск-менеджмента. Руководству ХФ запрещается напрямую инвестировать в фонд, находящийся под его непосредственным управлением.

³⁴⁴ SAFE further relaxes foreign exchange controls // Gide Loyrette Nouel. Client Alert. February 2014. P. 1-3.

В Российской Федерации на данный момент времени реализуемые в рамках глобальных инициатив трансформационные финансовые меры пока, на наш взгляд, не внесли существенных изменений в работу национального финансового сектора, и перспективы основных реформ оцениваются весьма неоднозначно. Во-первых, несмотря на присутствие РФ на площадках ключевых международных организаций-реформаторов (таких как G-20, СФС, МВФ), участие страны в процессах трансформации ГФА ограничено. Например, на 2012 г. Россия располагала в МВФ незначительной квотой по вопросам стратегического и операционного характера всего в 2,39%, что свидетельствует об эфемерности декларируемого роста влияния стран с переходной и развивающейся экономикой в рамках данного института³⁴⁵. Во-вторых, решение об интеграции базельских банковских стандартов в российскую регуляционно-правовую практику продиктовано намерением соответствовать прогрессивным мировым тенденциям, повысить качество банковских услуг, прозрачность информации и уровень корпоративного управления. Однако одна из основных проблем отечественного банковского сектора – высокая банковская концентрация (к 2013 г. 40-50% крупных банков сосредоточили под своим управлением около 80% совокупных активов банковской отрасли РФ, 6 из 7 крупнейших игроков являются государственными структурами) – сохраняется, а намеченные финансовые реформы связаны с рядом угроз. Как отмечают исследователи Ernst&Young, фактически в короткие сроки (до 2019 г.) России предстоит внедрить не один, а 3 (Базель-2, 2,5 и 3) нормативных документа, в то время как страны ЕС реализовывают эти процессы последовательно³⁴⁶. Кроме того, введение Базель-3 неоднозначно оценивается российскими финансовыми игроками. Их пессимистические ожидания связаны с дополнительными трансформационными издержками на капитал и совершенствование управленческих и информационно-коммуникационных систем (и, соответственно, прогнозом роста стоимости банковских услуг и снижением общего объема кредитования), с жесткостью предъявляемых требований к банковской деятельности и необходимостью перестройки налаженных схем взаимодействия. В-третьих, действие принятых за 2009–2013 гг. федеральных законов «О клиринге и клиринговой деятельности», «Об организованных торгах», «О центральном депозитарии», «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации...», на наш взгляд, рассчитано в большей степени на долгосрочную перспективу, т.к. отечественный рынок финансовых инноваций (а также фондовый рынок) является пока довольно «узким» и характеризуется низким показателем финансовой глубины (см. Приложение, табл. 11). В-четвертых, недостаточно внимания уделяется регулированию деятельности ХФ и взаимных фондов на территории РФ (негативные последствия которой см. в

³⁴⁵ См. развитие данной идеи также: Хейфец Б.А. Глобальные дисбалансы и реформа мировой валютно-финансовой системы // Деньги и кредит. 2012. №7. С. 55.

³⁴⁶ Внедрение стандартов Базеля II/Базеля III в России // Ernst&Young. 2013. С. 2-5.

параграфе 2.2). В-пятых, в 2013 г. принят закон закрепляющий функции мегарегулятора для банковских и некредитных финансовых институтов за Банком России. Тем самым, была изменена отечественная финансовая надзорно-регуляционная модель путем передачи соответствующих полномочий от впоследствии упраздненного агентства (Федеральной службы по финансовым рынкам) Центральному банку РФ, в структуре которого возникло новое подразделение – Служба Банка России по финансовым рынкам. На практике функции российского мегарегулятора сводятся, главным образом, к осуществлению лицензионно-учетных процессов, в то время как квалифицированный надзор и аналитически обоснованное и прозрачное регулирование в финансовом секторе РФ на сегодняшний день является, на наш взгляд, еще не осуществленной задачей. Наконец, остается нерешенной проблема превращения рубля в мировую валюту, что требует масштабного развития и укрепления российской экономики и увеличения ее веса в глобальной финансово-экономической системе. В данном случае легче стартовать с регионализации рубля, т.е. повышения региональной привлекательности его использования, например, в рамках ЕврАзЭС и СНГ.

Проведем межстрановое сравнение по уровню прогресса государств за период кон. 2012 – нач. 2013 гг. в области реализации на национальном уровне ключевых, на наш взгляд, глобальных финансовых инициатив – реформ глобального рынка финансовых инноваций и внедрения расширенных стандартов Базель-2.5 (в сфере усовершенствования портфельных требований и правил секьюритизации, по 1-ой компоненте) и Базель-3. Обратимся к табл. 19 и 20 Приложения. По статусу применимого законодательства и внедряемого регулирования внебиржевых деривативов лидирующие позиции занимают США, Индия, страны ЕС, Австралия и Япония. Россия, Китай, Сингапур и в меньшей степени Бразилия показывают средние, но уверенные темпы повышения качества работы в данной области финансового реформирования. Что касается внедрения базельских стандартов (Базель-2, 2.5 и 3), то в число наиболее успешных в этом направлении стран ходят Индия, Китай, Сингапур, Швейцария, ЮАР, Австралия. Отметим, что ЕС, Бразилия, Корея и Турция занимают промежуточное положение в списке BCBS БМР, а уровни прогресса США и России являются в большей степени соразмерными и наименее высокими (см. Приложение, табл. 20). Согласно общим планам, процессы внедрения новых базельских стандартов должны завершиться в 2019 г.³⁴⁷

Итак, по количеству проводимых на региональном и национальном уровне финансовых реформ и широте охвата различных финансовых сфер за рассматриваемый период времени лидируют развитые государства, такие как США и страны ЕС. Оценка качественных

³⁴⁷ Источник с учетом авторских корректировок: OTC Derivatives Market Reforms. 5-th Progress Report on Implementation // BIS. 2013. April 15. P. 9; Report to G20 Leaders on monitoring implementation of Basel III regulatory reforms // BCBS (BIS). August 2013. P. 12-24; О стратегии развития банковского сектора РФ на период до 2015 г. Правительство РФ №1472п-П13, ЦБ РФ №01-00111280. 2011. Апрель. (Заявление от 5 апреля 2011 г.).

характеристик отдельных видов финансовых преобразований не всегда столь категорична: ряд трансформационных процессов, связанных с введением на национальном уровне базельских стандартов и повышением финансовой образованности в обществе, достигают высокого уровня в развивающихся государствах и странах с переходной экономикой.

В качестве **принципов и критериев оценки эффективности глобального реформирования** будем использовать адаптированные к проблематике данного исследования тезисы, сформулированные В.М.Полтеровичем для преобразований на страновом уровне³⁴⁸.

1. Реформы обязательно должны быть адресованы решению комплекса существующих проблем ГФС и иметь четко определенные алгоритм действий и технологии внедрения, что позволит сделать процесс преобразований конкретным, логичным и структурированным. Необходимо также, чтобы трансформационный план содержал список институтов, ответственных за проведение соответствующих мероприятий. Национальные и региональные реформы не должны вступать в противоречие с глобальными, важна их общая сонаправленность.
2. При подготовке проекта реформ следует избегать радикальных мер, т.е. важно проводить всесторонний анализ свободно конкурирующих между собой вариантов преобразований в контексте выбранной теоретической установки и уходить от идейных крайностей.
3. Необходимо уметь выстраивать структурные ряды промежуточных институтов от исходных к предпочтительным «конструкциям». Эта мысль восходит к идее о реформаторском векторе. Ключевую роль здесь играют постепенность преобразований и, соответственно, выстроенная последовательность действий глобального реформатора. В качестве примера по данному принципу можно привести изложенную выше историю развития ФФС (СФС).
4. Процесс реформирования должен быть поэтапным, при этом на каждой его «ступени» (особенно на стартовой) необходимо создавать позитивные ожидания у субъектов финансово-экономической деятельности в отношении осуществляемых преобразований. Кроме того, важно не перегружать этапы большим количеством одновременно проводимых реформ, поскольку это может осложнить как сам процесс их внедрения, так и его регулирование. Участники финансовых операций различных уровней должны иметь возможность адаптироваться к новым условиям и понимать суть происходящих изменений, крупные их группы должны осознавать индивидуальную и общественную выгоду продолжения трансформации ГФС, поддерживать избранный реформатором курс.
5. Реформационный период требует укрепления роли государств, международных валютно-финансовых и социально-экономических организаций и форумов. Координация усилий и контроль над протеканием процессов и соответствием целей и результатов являются в

³⁴⁸ См.: Полтерович В.М. Указ. соч. С. 424-436.

данном случае основными индикаторами успеха и факторами, снижающими влияние проблемы национального и наднационального суверенитета.

6. Необходимо оценивать степень готовности финансовой системы к внедрению в ее структуру тех или иных передовых институтов, в противном случае попытка преждевременной трансплантации может с высокой долей вероятности оказаться неудачной. В подтверждение данного тезиса приведем «провал» введения в международную практику Многосторонних инвестиционных соглашений (проект ОЭСР 1995 г.), поскольку система просто оказалась не способной перейти на должный уровень универсализации.
7. Необходимо заранее определенное время сохранять прежние институты до окончательного налаживания работы новых, а также оценивать длительность институциональных переходных процессов.
8. Реформирование МФС на современном этапе ее развития неизбежно продолжит отвлекать ресурсы от производственного сектора глобальной экономики, поэтому важно держать под контролем и проводить соответствующие параллельные корректировки данного процесса. Отметим, что анализируемая активность направлена не на увеличение секторального дисбаланса, а на его устранение. Некоторое время в ходе преобразований акценты, действительно, будут смещены в сторону валютно-финансового сектора и вопросов, касающихся «справедливого» перераспределения финансовых благ. Кроме того, подчеркнем, что процессы глобального реформирования и создания регуляционной инфраструктуры не являются дешевыми и требуют крупных затрат (например, см. документы Лондонского саммита о выделении и перераспределении финансовых ресурсов). К издержкам глобальных реформ ГФС относятся и прямые затраты создания необходимых институтов, и косвенные или адаптационные затраты объектов и участников глобальной трансформации, и издержки упущенных возможностей, связанные с отказом от преобразований или со значительной отсрочкой их проведения.
9. Следует всегда помнить о возможности появления институциональных ловушек. Примером может послужить финансовая коррупция различных уровней, уже проявлявшая себя через наличие крупных проектов ГФС и огромных прибылей многопрофильных Ф-ТНК. Показательным примером является возникновение и развитие новых схем теневого банкинга (см. параграфы 2.1 и 2.2), попадающие под покровительство крупных чиновников. Важно также как можно более грамотно и продуманно обеспечить независимость и непредвзятость реформаторов.
10. Обязательно соблюдение условий, накладываемых на реформаторов всех уровней, а именно концентрации активности на достижении глобальной цели, соблюдение прозрачности

работы, увязывание финансово-экономических интересов различных групп хозяйствующих субъектов и отказ от действий, идущих вразрез с общими задачами.

11. Нельзя недооценивать значение всех уровней объекта исследования (от наноступени до мега-планки) в процессах его реформирования, т.к. они теснейшим образом связаны и способны оказывать существенное влияние друг на друга. В подтверждение данной мысли приведем пример «спекулятивного ажиотажа» индивидов³⁴⁹, принимающего массовый характер и повышающего степень «хрупкости» глобальной финансовой системы в целом.
12. Поскольку ГФС является подсистемой глобальной экономики, которая в свою очередь включена в сферу глобальных общественных отношений, обязательно способствовать проведению ингрессионных изменений экономического, экологического, социального, политического и иного характера таким образом, чтобы они были сонаправлены с общим реформаторским курсом и способствовали всесторонней общесистемной эволюции. Например, современное направление развития всех элементов и структурных связей МФС, на наш взгляд, является одним из определяющих факторов для внедрения и широкого применения базовых инновационных продуктов б технологического уклада (в терминах «длинных волн» Кондратьева), среди которых центральное место занимают NBIC-разработки. Данные инновации включают в себя целый спектр нано-(N), био-(B), инфо-(I) и когно-(C) технологий, способных создать существенные конвергентные и синергетические эффекты и увеличить скорость глобального экономического роста и создания общественных выгод. В задачу развитых стран входит освоение NBIC-инноваций, развивающимся государствам в дальнейшем предстоит их эффективное заимствование. NBIC-разработки представляют собой инновационную часть устойчивого финансово-экономического развития, в состав которого входят также консервативная составляющая прогресса³⁵⁰.

Отдельно выделим и проанализируем **принципы и критерии оценки реформирования глобальной финансовой архитектуры**. Их можно сформулировать следующим образом:

- a. обязательно создание структуры с четкими полномочиями соответствующих институтов;
- b. крайне необходима выработка механизмов быстрого реагирования и устранение дестабилизирующих процессов;
- c. полезно восстановление обстановки доверительного сотрудничества в ГФС;
- d. необходимо создание отвечающих современным требованиям правил и стандартов деловой практики, а также осуществление контроля и регулирования их исполнения при соответствующей технической поддержке международных организаций;
- e. важно принятие и обеспечение соблюдения правил и стандартов участниками ГФС;

³⁴⁹ Термин Киндлбергера Ч., Алибера Р., см. Указ. соч. С. 73.

³⁵⁰ Руденский О.В., Рыбак О.П. Инновационная цивилизация XXI века: конвергенция и синергия NBIC-технологий. Тенденции и прогнозы 2015-2030 // Информационно-аналитический бюллетень ЦИСН. 2010. №3. С. 14-86.

f. требуются, прежде всего, укрепление прозрачности и подотчетность.

К принципам и критериям трансформации ГФС в сфере валютной системы следует отнести универсальность и согласованность обновленной структуры с условиями современного валютно-финансового развития, сохранение логики прогрессивных преобразований в контексте теории «зависимости от общего пути» (см. параграфы 1.1 и 2.1) и соответствие целям повышения финансово-экономической стабильности³⁵¹.

Следует отметить, что на протяжении всей длины вектора преобразований глобальный реформатор вынужден определять, какую из следующих 3 видов политики он будет применять в соответствующих условиях: 1) «политику стабилизации», сосредоточенную на устранении причин ГФЭК; 2) «политику вибростабилизации», направленную на оздоровление системы и создание условий для ее нормального функционирования после глобального кризиса; 3) «политику стабильности», нацеленную на поддержание и дальнейшее совершенствование достигнутого преференциального состояния системы³⁵². На рис. 38 (см. Приложение) представлена последовательная и своевременная реализация всех видов политики, что приводит к грамотному конструированию реформаторского вектора и положительному суммарному эффекту в виде достижения глобальной цели.

Итак, проанализированные выше принципы и критерии эффективности реформирования мировой финансовой системы на современном этапе ее развития соответствуют стратегии преобразований в стиле **градуализма**. Выбор данного трансформационного алгоритма основывается на следующем соображении: прежде всего, он позволяет постепенно осуществлять реформы и вводить изменения по ходу действий. Другим вариантом преобразований является стратегия «шоковой терапии», реализация которой связана с быстрыми действиями, но оказывается эффективной только в ситуации, когда система находится в сбалансированной форме с равновесным же уровнем цен на глобальных финансовых рынках. В случае с ГФС обнаружить устойчивое равновесие невозможно, т.к. система находится в процессе перехода из одного состояния в другое.

На данном этапе исследования, исходя из перечисленных критериев эффективности преобразований, попытаемся понять, насколько первые шаги на пути реформирования ГФС логичны, последовательны и эффективны в краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной перспективе. Подведем итог проанализированных выше глобальных, региональных и национальных финансовых реформ.

К **основным достижениям** проводимых глобальных финансовых преобразований члены G-20 сами относят повышение роли динамично развивающихся стран (например,

³⁵¹ Выделены на основе сл. источника: Красавина Л.Н. Указ. соч. 2010. С. 57.

³⁵² Идея классификации по аналогии см.: Гутник В.П. Указ. соч. С. 137.

БРИКС) в процессе реформ, преобразование важнейших глобальных финансовых институтов, улучшение качества и структуры надзорно-регуляционной деятельности, создание ликвидных «подушек безопасности»³⁵³. В дополнение к ряду довольно прогрессивных мероприятий (Базель-3, реформа внебиржевых деривативов, стандартов отчетности ХФ), представленных в табл. 4, отметим, что преобразовательская деятельность на глобальном уровне внешне вполне соответствует многим перечисленным выше критериям реформирования. Рассматриваются и согласовываются на высшем уровне варианты будущих действий, осуществляются попытки построения промежуточных институтов, реформы планируются и разбиваются на этапы. Явно увеличивается роль глобальных реформаторов, наднациональных органов, государств и мегарегуляторов в сфере контролирования и корректировки ГФС, преобразования в финансовом секторе, начиная с курса, заданного Питтсбургской встречей G-20, параллельно сопровождаются реформами в различных областях социально-экономической жизни общества (реализуется комплексный подход). Делаются акценты на важности совместных усилий и сотрудничестве. Наиболее проблемные элементы ГФС (глобальные рынки кредита и финансовых инноваций), на наш взгляд, определены правильно. В целом, отметим, что **в большинстве своем финансовые реформы глобального, регионального и национального уровней сонаправлены, базовые цели и установки закладываются институтами ГФА**. К примеру, в соответствии с декларируемыми решениями Вашингтонского и Лондонского саммитов G-20 разрабатывались и реализовывались *ответные* антикризисные программы различных стран (включая план Обамы по восстановлению и реинвестированию в экономику США 2009 г., антикризисные меры стран ЕС по спасению финансовых рынков и стимулированию экономики, меры по укреплению финансового сектора и поддержке реальной экономики Правительства РФ 2008–2009 гг.). Отметим, что китайский «раунд снижающегося контроля», на первый взгляд, выбивается из общей тенденции, что объясняется наличием у этой страны наиболее высокой отправной точки в практике регулирования. Фактически путь реформ, избранный Китаем, сонаправлен с курсом глобальной финансовой трансформации.

При этом исследуемый глобальный реформаторский курс имеет весомые недостатки, главные из них перечислены ниже³⁵⁴:

- Отсутствие в документах ключевых институтов, осуществляющих глобальную реформаторскую деятельность, явной теоретической основы. Реформы, проводимые в

³⁵³ <http://ru.g20russia.ru>.

³⁵⁴ См.: Архипова В. Трансформация глобальной финансовой системы в условиях экономического кризиса 2008–2010 гг. // Вестник Института экономики РАН. 2012. №5. С. 154–162; Архипова В.В. Реформирование глобальной финансовой системы: современная теория и практика. Внешние факторы развития денежно-кредитной и валютной сфер экономики России / Отв. ред. М.Ю. Головин. М.: ИЭ РАН, 2013. С.51–67.

соответствии с выбранным теоретическим курсом, как правило, являются более организованными и лучше воспринимаемыми обществом.

- Первые «антикризисные» саммиты и планы дальнейших действий по ним были направлены не на устранение причин ГФЭК, а на его остановку и устранение последствий. В итоге так называемым «подготовительным» реформам противодействуют внутренние негативные силы ГФС (например, развитие «волнового» эффекта «заражения», см. параграфы 2.2 и 2.3).
- Период жизненного цикла ГФС определяется неверно (это не то восстановление, которое описывается теорией экономических циклов, и тем более не возобновление роста, а лишь некая стадия приглушенного действия внутренних негативных процессов ГФС), своевременно не учтены особенности ГФЭК, такие как его длительность и воздействие на ГФС комплекса «эффектов заражения». Следовательно, возникает угроза отрыва постановки поэтапных задач и разработки планов дальнейшего реформирования от реальности.
- Происходит несвоевременное декларируемое переключение с политики стабилизации на политику «вибростабилизации».
- Переход от подготовительного этапа к коренным реформам ГФС не был реализован на практике. Во-первых, ряд проводимых преобразований не принес существенных изменений. К примеру, трансформационные процессы в валютной системе, осуществленные МВФ на сегодняшний день, не поспособствовали прогрессу в сфере существенного снижения роли доллара в глобальной экономике и устранения повышенной волатильности валютных курсов. Кроме того, предпринимаемые на действия по нивелированию проблемы СЗФИ не вносят кардинальных изменений в топологию сети финансовых посредников. Отложенное принятие глобальных налоговых мер в отношении финансовых транзакций, на наш взгляд, отсрочивает решение вопроса о повышенной финансовой концентрации. Снижение уровня финансовой коррупции в ГФС требует запуска активных региональных и национальных антикоррупционных мер. Во-вторых, полная реализация некоторых реформ требует длительного адаптационного периода для субъектов хозяйственной деятельности (например, базельские стандарты, стандарты отчетности, совершенствование структуры ГФА). Наконец, ряд конкретных финансовых угроз, на наш взгляд, игнорируется или заслуживает более пристального внимания со стороны реформаторов, и именно проблема ГФП и эффектов «заражения», накопление кризисных явлений в ГФС, сохранение системного моноцентризма, сетевая концентрация и финансовая гипертрофия, расширение сферы теневого банкинга (включая деятельность взаимных и пенсионных фондов, оффшоризацию и т.п.).
- Поскольку понесенные ранее издержки глобального реформирования являются масштабными, постепенно происходит попадание в инвестиционную ловушку: чем больше

затраты на выполнение плана действий, тем меньше остается шансов на отказ от него, даже если он оказывается несостоятельным³⁵⁵.

- Глобальные финансовые реформы имеют явный уклон в сторону изменений финансовой архитектуры различных уровней, и не сосредотачиваются на совершенствовании международных финансовых отношений как акта общественного волеизлияния и одного из показателей развития человеческой природы (*humanity*), т.е. при всей своей объемности являются узконаправленными. Таким образом, обнаруживается новая характеристика глобальных трансформационных процессов – парадоксальность. Кроме того, нельзя одновременно запускать большое количество реформ, необходимо добиваться возникновения естественного положительного эффекта перетекания.
- Лейтмотивом глобальной финансовой трансформации стали категории «надзор» и «регулирование». Обязательно требуется на данном этапе трансформации определить степень свободы, оставляемой для участников системы. В противном случае, реформаторы впадут в очередную крайность под названием «системная зарегулированность».
- Старт трансформации ГФС с преобразований в ГФА, одна из ключевых ролей в которой отведена МВФ, не укрепил общее позитивное восприятие реформ, поскольку данный институт не раз за многолетнюю историю доказывал свою неэффективность.
- Пока еще не сконструирован общий набор требований к надзору и регулированию всех небанковских финансовых посредников на глобальном уровне. Региональные и национальные реформаторы в данной сфере (и не только) оказались прогрессивнее, однако подобная практика чревата применением принципиально разных моделей и подходов.
- Отсутствие крупных концентрированных и организованных групп экономических игроков, которые будут поддерживать глобальные финансовые реформы, а также нехватка деятельной и непрерывно работающей профессиональной PR-компании в пользу общесистемной финансовой трансформации.
- Юридически неопределенный статус глобального реформатора (G-20 не является субъектом международного права и осуществляет только «мягкое», рекомендательное воздействие) и неопределенная система взаимоотношений между институтами, направляющими процессы глобальной трансформации.
- ГФЭК превосходит глобальные финансовые преобразования по числу затронутых ими стран. Примерно 150 стран в разной степени испытали воздействие кризисных эффектов. Базельский комитет объединяет представителей около 27 государств, название «G-20» говорит само за себя. Число развивающихся стран, включенное Ассоциацией глобальных финансовых рынков в список репрезентативных в области изучения национального опыта

³⁵⁵ Теорема о неизбежности Бахмана.

преобразований ничтожно, между тем как их предложения заслуживают пристального внимания³⁵⁶. Выявляется новый тип дисбалансов – реформаторский, выраженный в повышенном активном участии в выборе направлений с содержания глобальных трансформационных процессов лишь небольшого числа государств при пассивном положении в принятии системно важных решений – для других стран.

Подведем итог практики глобального реформирования, отметим, что страны совместно в лице G-20 постарались найти способы выхода из ГФЭК на траекторию устойчивого сбалансированного финансово-экономического развития и роста общественного благосостояния. Простым индикатором успешности такого поиска является достижение намеченной цели и «цепочек» задач, выстраиваемых при движении к ней. Поскольку приходится постоянно возвращаться к исходным системным проблемам и «восстанавливать процесс восстановления», праздновать реформаторский успех еще рано. В анализируемом процессе преобразований превалирует мотив запаздывания: ГФС продолжает создавать новых «черных лебедей» в глобальной экономике.

3.2. Разработка сценариев трансформации и долгосрочной стратегии развития МФС

Традиционный аналитический подход предполагает, что перед началом преобразовательного воздействия на исследуемый объект, необходимо строить базовые прогнозные сценарии его дальнейшего существования – пессимистический, нейтральный и оптимистический – при соответствующем оценивании их последствий. В данной работе также применяется подобный алгоритм исследования (см. рис. 27):

- I. «пессимистический» или «регрессивный» вариант развития будем считать связанным с активизацией дизъюнктивных процессов длящегося глобального финансово-экономического кризиса и последующим системным распадом;
- II. «нейтральный» сценарий – ассоциируемый нами с краткосрочной балансировкой с помощью плановых реформ между временным «заглушением» внутренних системных противоречий и уходом в кризис;

³⁵⁶ Глобальные финансовые реформы // Обзор Центра макроэкономических исследований Сбербанка России. 2010. Июнь. С. 31-47.

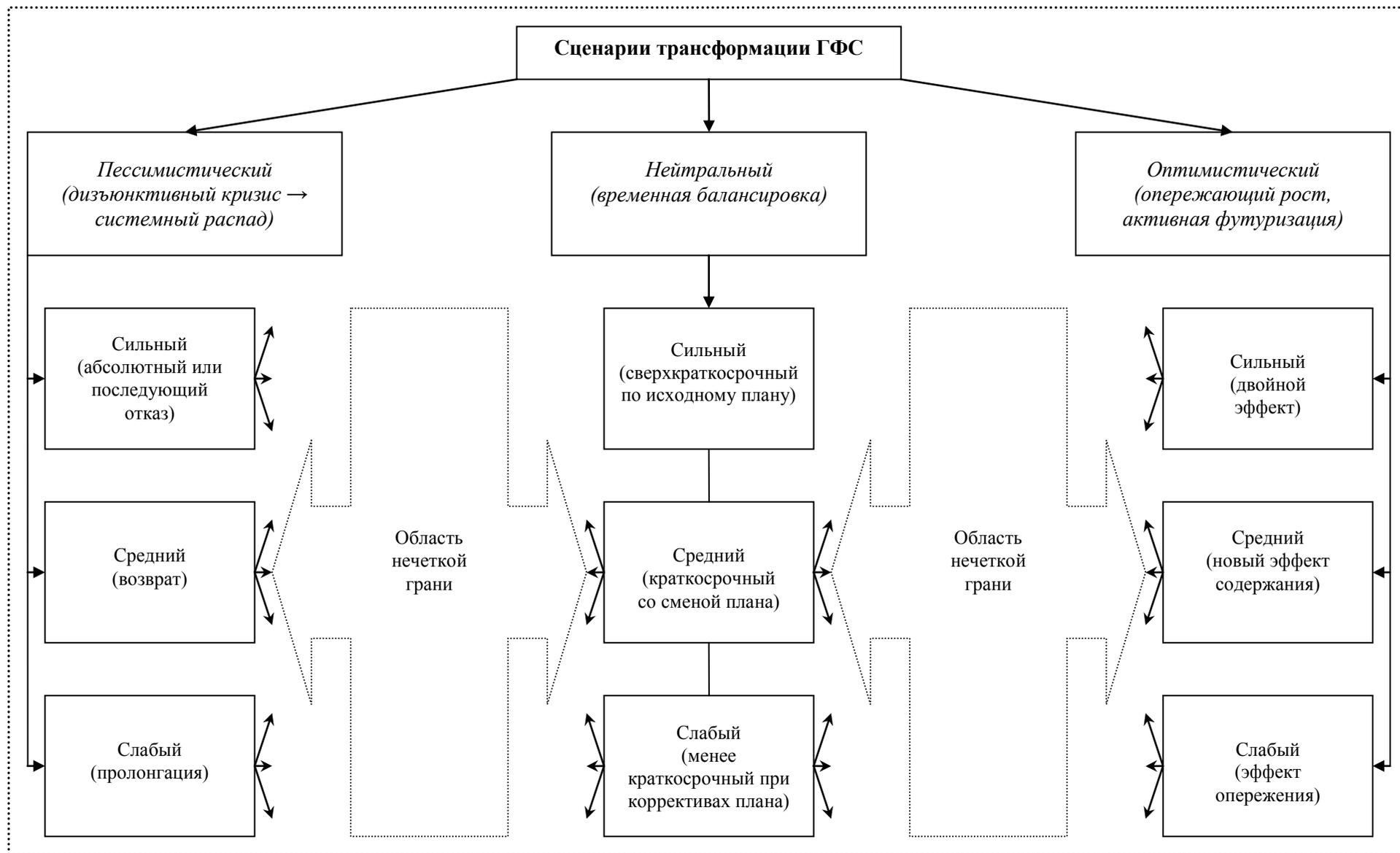


Рисунок 27 – Сценарии трансформации ГФС

III. «оптимистический» прогноз, представленный ускорением процессов «футуризации»³⁵⁷, т.е. построением инновационного будущего и обеспечением опережающего (по сравнению с плановыми показателями) развития системы в контексте аналогичных и соизмеримых (сбалансированных) тенденций в глобальной экономике.

Подчеркнем, что все приведенные выше сценарии дальнейшего развития МФС зависят от конкретных условий. Первый прогноз реализуется, если в конечном итоге система продолжит самостоятельное нерегулируемое существование. Второй сценарий станет преобладающим только в краткосрочной перспективе. Третий вариант осуществится тогда и только тогда, когда будут и успешно проведены глобальные финансовые реформы (цели достигаются), и получены дополнительные положительные эффекты от них. Нейтральный и оптимистический прогнозы, на наш взгляд, условны, поскольку ранее приводились аргументы в доказательство невозможности для МФС на любом этапе жизнедеятельности самостоятельно устойчиво и сбалансировано развиваться.

При более скрупулезном анализе обнаруживается, что сценариев проведения самих глобальных реформ и, соответственно, дальнейшего прогресса/регресса МФС оказывается гораздо больше, чем три стандартных обозначенных выше варианта (см. рис. 27). Каждый из основных сценариев развития содержит как минимум по 3 варианта исхода событий: сильный, средний и слабый. При этом последний тип подсценария характеризуется большей степенью вероятности возникновения, чем первый.

Пессимистический сценарий может разворачиваться в соответствии со следующими решениями и обстоятельствами: а) по каким-либо причинам происходит либо абсолютный отказ от системной трансформации, либо окончательное прерывание глобальных реформ после серии проведенных мероприятий, либо откладывание принятия стратегических решений о трансформации до лучших времен; б) при наличии ошибок реформирования, заставляющих изменять курс преобразований, осуществляется вынужденный возврат на предыдущую стадию или в) существенно пролонгируются мероприятия начатой политики из рассмотренной выше последовательности (см. рис. 27). Распад ГФС, на наш взгляд, приведет к структурному обособлению макроэкономических географических регионов (европейского, азиатского и т.п.). Оптимистический прогноз также предполагает несколько путей. Во-первых, реформаторам удастся сократить сроки реализации намеченных планов трансформации. Во-вторых, достижение поставленных целей может реализоваться с некими сопутствующими качественными интерналиями или экстерналиями (например, новым прогрессивным

³⁵⁷ Адаптированный к финансовой тематике термин А.Д. Урсула. См.: Урсул А.Д. Образование в «информационном измерении». В сб.: Современные проблемы прикладной математики, информатики, авторизации, управления / Материалы 3-его международного научно-технического семинара (9-13 сентября 2013 г., г. Севастополь). М.: ИПИ РАН, 2013. С. 16-40.

инновационным «витком»). Наконец, два эти варианта могут происходить параллельно, вызвав двойной положительный эффект.

Каждый из предложенных подсценариев имеет еще как минимум три варианта развития, различаемые по степени их глубины, частоты и протяженности (физические признаки). Наиболее сложным является вариация сильного подсценария пессимистического прогноза, который предполагает возникновение последствий как управляемого процесса (разрушение реформаторской структуры, нивелирование результатов уже проведенных реформ), так и неконтролируемого движения МФС (действие внутренних сил системы).

Отметим, что по большому счету реформа либо становится успешной и реализует поставленные задачи, либо оказывается неэффективной, т.е., строго говоря, существует два исхода трансформационного процесса. Однако мы преднамеренно выделяем нейтральный сценарий, в основу которого закладывается идея неопределенности: с одной стороны, происходит реализация плана (исходного, скорректированного или полностью измененного), с другой стороны, не решаются ключевые проблемы, и сохраняется высокая вероятность обострения системного кризиса. Ранжировка подсценариев в данном случае может проводиться как по срокам периода «балансировки», так и по степени ухудшения ситуации в МФС. Таким образом, нейтральный сценарий в сильной и средней форме, по сути, тяготеет к пессимистическому прогнозу, однако наличие «слабого» подсценария дает реформатору возможность выиграть время и повысить эффективность реформ за счет реализации новых идей. Именно поэтому при продолжении создания игрового «дерева» возникают области нечеткой грани, внутри которых исход событий становится сложно предугадать и точно отнести к пессимистическому или нейтральному (либо к оптимистическому или нейтральному) варианту.

С точки зрения предложенного графического инструмента теории игр, успешность реформ и дальнейшего эволюционного развития МФС зависит от попадания производимых действий и их результатов в область «нейтрального-оптимистического» сценария. Проанализированные выше преобразовательные мероприятия G-20 в совокупности концентрируются в рамках среднего пессимистического прогноза и характеризуются как возвратные. Как уже отмечалось ранее, сложность проведения глобальных реформ высока и определяется, прежде всего, нетривиальностью и редкой практикой данного процесса. В основном в ходе трансформации применяется метод проб и ошибок, поэтому зачастую стратегические ходы реформатора тяготеют к пессимистическому варианту.

Предложим **авторский алгоритм проведения глобальных реформ**, и в рамках разрабатываемого плана представим долгосрочную стратегию развития мировой финансовой

системы на современном этапе эволюции (ингрессии), включая дальнейший период ее посттрансформационного становления.

«Прочертим» вектор реформ в соответствии с рис. 27 и рис. 38 из Приложения. В качестве стартовой точки примем современный этап развития МФС на конец 2013 г. (после проведения Санкт-Петербургского саммита G-20 и определения промежуточных результатов глобальных преобразований). Следующая часть «длины» реформаторского вектора связана с проведением политики стабилизации и вибростабилизации и включает этап внедрения коренных изменений с набором вспомогательных и сопутствующих реформ, поддерживающих общий курс. Этап посттрансформационного становления обновленной МФС начинается с перехода вектора глобальных реформ в плоскость стратегии стабильности. Корректирующие ингрессионные изменения продолжают сопровождать систему на протяжении всей ее дальнейшей эволюции. Таким образом, вектор преобразований в нашей трактовке предстает одним из фрагментов непрерывной жизненной линии исследуемой системы. Основными характеристиками предлагаемых нами реформ, помимо их соответствия представленным выше принципам и логике градуализма, являются масштабность, идеологическая насыщенность, простота, вариативность.

Теперь перейдем к определению сущности самих реформ. **Коренным** (или **реформационным ядром**) будем называть такой тип преобразований, который непосредственно направлен на устранение вызвавших проблемы ГФС причин, создающих опасность для стабильного естественного прогрессивного развития. Подробно проанализируем содержание реформационного ядра и авторские дополнения к проводимым мероприятиям G-20.

Прежде всего, необходимо провести изменения в ГФА, связанные с созданием *полномочного глобального реформаторского института с сетью вспомогательных структур, организаций и объединений*. На наш взгляд, институт, подобный «Большой двадцатке» действительно может претендовать на данный статус, однако обязательно ее расширение (например, до G-30 с большим представительством развивающихся стран и/или регионов) и юридическое оформление в виде особого субъекта международного права. Данные меры позволят, в том числе, сократить временной лаг между рекомендациями саммитов и составлением, одобрением, принятием и реализацией соответствующих проектов. В табл. 5 нами предложены 5 критериев по расширению G-20: 4 с ранжированием соответствующих показателей – два производственных (ВВП в текущих ценах и ВВП на душу населения) и два финансовых (банковские депозиты в % к ВВП и капитализация фондового рынка в % к ВВП); один мультикритерий (исходя из равенства по числу представителей из развивающихся стран и государств с переходной экономикой от регионов Северной и Южной Америки, Южной и Юго-Восточной Азии, Восточной и Западной Азии, европейских и азиатских стран СНГ, Северной и

других частей Африки, также включены один представитель от развивающихся европейских стран, не входящих в ЕС, и развитая страна-представитель малых государств) – на базе ранжировки размера ВВП в текущих ценах, объема банковских депозитов в % к ВВП, стабильности политической ситуации. На наш взгляд, наиболее предпочтительным является список стран, выбранных по мультикритерию, поскольку он включает расширенный перечень государств по региональному признаку. Статус особого субъекта не только укрепит его позиции, но и подчеркнет обязательность исполнения решений реформирующего института. Кроме того, важно отметить, что в свою очередь он обязан нести ответственность, его деятельность должна быть контролируема и подлежит независимой оценке. Эти функции способны взять на себя ученые, независимые СМИ и суды, «глобальное человеческое сообщество» (в терминах В.Б. Кувалдина³⁵⁸). Таким образом, согласно долгосрочной стратегии развития, поддерживается «линия» эффективного и плодотворного взаимодействия между институтами и хозяйствующими субъектами на всех уровнях. Изменяется методология проведения ингрессии: от пути проб и ошибок к крупным изменениям посредством продвижения и прогресса в малом.

Таблица 5

Предложения по укрупнению G-20

Критерий 1 (ВВП, долл. США)	Критерий 2 (ВВП на душу населения, долл. США)	Критерий 3 (банковские депозиты в % к ВВП)	Критерий 4 (капитализация фондового рынка в % к ВВП)	Критерий 5 (мульти)
Тайвань	Катар	Гонконг	Гонконг	Гватемала
ОАЭ	Сингапур	Ливан	Сингапур	Белоруссия
Таиланд	Кувейт	Сент-Китс и Невис	Малайзия	Казахстан
Колумбия	ОАЭ	Сингапур	Чили	Узбекистан
Венесуэла	Бруней	Малайзия	Барбадос	Египет
Иран	Гонконг	Барбадос	Иордания	Алжир
Малайзия	Бахрейн	Таиланд	Сент-Китс и Невис	Нигерия
Сингапур	Оман	Антигуа и Барбуда	Бахрейн	Ангола
Нигерия	Багамы	Иордания	Таиланд	Сербия
Чили	Тайвань	Маврикий	Папуа Новая Гвинея	Сан-Марино

Примечание: 4 азиатских «тигра» (Гонконг, Корея, Сингапур, Тайвань) относятся нами к категории развивающихся стран и подкатегории Новых индустриальных стран (НИС).

Источник данных: World Economic Outlook Database // IMF. April 2014; World Development Indicators // World Bank. Database. 2013.

Глобальный реформатор формирует общий курс и вектор преобразований на основе приведенных выше принципов и стратегии градуализма (в нашем случае, синоним осторожности), формулирует *ключевую цель* трансформации МФС и задачи на каждом этапе (см. Приложение, рис. 38). Более того, он создает обязательную *теоретико-идеологическую установку* для выбора трансформационного плана и модели дальнейшего развития системы (по

³⁵⁸ См.: Кувалдин В.Б. Указ. соч. С. 19.

аналогии с историей Великой Депрессии на сегодняшний день также существует ряд проверенных временем моделей класса «управляемый социальный капитализм», *Coordinated social economy*). Главными атрибутами планетарной экономики должны стать гармония, нравственность, внутренние базовые принципы. Обязательна разъяснительная и образовательная деятельность глобального реформатора, отличительной чертой которой станет ясность толкования и простота для понимания. В качестве базовой теории для глобальных финансовых реформ мы предлагаем избрать концепцию финансового реализма, представляющую собой сочетание основных постулатов посткейнсианства и философию прагматизма в части упора на международные финансовые отношения, повышения финансовой образованности, идейной установки на помощь субъектам экономической деятельности двигаться в потоке общего пути развития МФС к заданным глобальным целям.

Еще раз подчеркнем важность того, чтобы финансовые преобразования не ограничивались областью ГФА, их необходимо направить на эволюцию *международных финансовых отношений (МФО)*. С одной стороны, МФО играют в экономике обслуживающую роль, связаны с процессами перетоков финансовых ресурсов, с другой стороны – они наиболее восприимчивы к различным изменениям, представляют собой ярко выраженную комплексную сферу взаимодействия. Надо признать, что МФО не отличались устойчивостью. XX век стал очень важной вехой в развитии МФО, поскольку они, наконец, обрели некую системную оболочку (сначала в виде МФС, затем – ГФС) и от зародышевой стадии перешли на сменяющие друг друга этапы становления и «вызревания». На этих этапах жизненной линии внутри системы возникает и прогрессирует двойная асимметрия (валютная и финансовая). Первая асимметрия носит структурный характер и связана с укоренением иерархии валют еще со времен, когда «экономисты критиковали золотой стандарт, а не свое неумелое обращение с ним»³⁵⁹. Она развивалась по мере укрепления лидерских позиций США, ухода доллара от золотого содержания и распространения практики гибких валютных курсов. Второй тип асимметрии является сущностным и определяется наличием волатильных и неравномерно распределяемых потоков международного капитала, долговых денег и финансовых инструментов, кредитной направленностью и глобальными размерами леввериджа концентрированной сети финансовых посредников и т.п. системными проблемами.

Как было показано нами с помощью эконометрического инструментария в параграфе 3.1, основные угрозы ГФС сосредоточились в работе глобальных рынков кредита и производных финансовых инструментов, следовательно, коренные финансовые реформы необходимо направить именно на эти финансовые сферы. Ключевой проблемой данных

³⁵⁹ Манделл Р. Новый взгляд на XX век (Нобелевская лекция, 8 декабря 2000 г.). В сб.: *Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. Т.V. Всемирное признание, лекции нобелевских лауреатов. Кн. 2 / Сопред. редколл. Г.Г. Фетисов, А.А. Худокормов. М.: «Мысль», 2005. С. 305, 311, 322.*

компонент ГФС является повышенная сетевая концентрация, крупные размеры и сверхтесная взаимозависимость банковских и небанковских финансовых посредников. Эксперты ОЭСР предлагают два подхода к решению этой проблемы³⁶⁰. Первый заключается в сохранении «узкой концепции банка», опирающейся на следующее допущение: банк может осуществлять все свои «естественные» функции и пользоваться поддержкой кредитора последней инстанции, но он должен существовать отдельно от своего инвестиционного партнера. Деятельность инвестиционных компаний связана с многочисленными рисками, их убытки могут быстро «съесть» средства всей группы. Пусть лучше они наряду с хедж-фондами работают в той сфере, где покупатель действует на свой риск. Второй (менее радикальный) подход связан с работой так называемых неоперационных холдинговых структур (*NOHC's*). Весь финансовый конгломерат разделяется на составные части: потребительское кредитование, инвестиционный сегмент, доверительное управление капиталом клиента и т.д. У них будет свой совет директоров и четкие пределы компетенций при строгой обособленности. Правила капитализации в таком случае подлежат доработке с учетом специфики рисков конкретных структур, и в случае кризиса убытки конкретного сегмента определенным образом блокируются, не создавая опасности для всего конгломерата. Обычно гораздо легче продать или ликвидировать малый проблемный сегмент, нежели целую компанию. Деятельность таких структур является более прозрачной, и можно без особого труда ограничить внутригрупповые взаимодействия между ними. Анализируется роль государства: в сложный для экономического развития период ему необходимо взять на себя ряд функций для поддержки деловой активности. Оно выступает одновременно в трех ипостасях: страховщик, инвестор и кредитор.

На наш взгляд, ни один из этих подходов не решает проблем глобальных рынков кредита и финансовых инноваций, поскольку главным образом ничего не меняет. Реально изменить сложившуюся схему взаимодействия и концентрации финансовых посредников представляется возможным только путем ее разрушения. Такие топологические конструкции возникают эндогенно, преобразовать их извне без нарушения связей крайне трудно (кроме того, изменения связаны с убытками для участников глобальной финансовой сети и, соответственно, с мощным противодействием реформам). Для того чтобы стимулировать внутренние изменения в топологической схеме функционирования системообразующих посредников, необходимо подчинить работу МФС правовым регуляторам. Институты, способные справиться с данной задачей, уже предложены. Прежде всего, еще в XIX в. французский экономист Э. де Жирарден писал: «Мы усиленно ищем вдали и в заоблачной выси ... реформы: важнейшие содержатся в налогах»³⁶¹. Эта инициатива входит в 9 пунктов глобальных финансовых реформ G-20. Другую

³⁶⁰ См.: Blundell-Wignall A., Atkinson P., Se Hoon Lee. Op. cit. P. 16-20.

³⁶¹ URL: <http://fb2.bookgid.com/content/E7/karl-marks-sobranie-sochineniy-tom-7/71.html>.

идею о создании глобальной экономической конституции (*Global legal standards*³⁶²) подал итальянский министр финансов Дж.Тремонти. Полезность реализации подобных идей описывается следующим образом: собранные в виде налоговых сборов средства можно направить в реальный сектор глобальной экономики в целях решения глобальных проблем, общие правила «игры» и соответствующие «дорожные карты» позволят не только распределять права и обязанности, но и определять пороговые значения финансовой «хрупкости». При этом оба предложения при своей глубине являются наиболее спорными и часто избегаемыми при обсуждении. Кроме того, должна быть разработана не только система глобального налогообложения, но и схемы глобального субсидирования для облегчения адаптации участников ГФС к изменяющимся условиям. К примеру, по оценкам П.Словика и Б.Корнеде, средние ежегодные потери за 5 лет от внедрения стандартов Базель-3 окажутся равными 0,42% от ВВП для ЕС, 0,18% - для США, 0,27% для Японии³⁶³.

Провести коренные глобальные финансовые реформы в анализируемых компонентах ГФС позволит создание *глобального регуляционного института (ГРИ)* – особой надгосударственной структуры и субъекта международного права, основного координатора развития *обновленной МФС (О-МФС)* как очередной стадии эволюции международных финансовых отношений и наивысшее на данном этапе проявление глобальной валютно-финансовой интеграции. В состав ГРИ войдут глобальный центральный банк (ГЦБ) центральных банков всех стран, а также глобальный реформатор со своей сетью вспомогательных валютно-финансовых организаций (с кардинальной трансформацией МВФ и оставлением за ним только исследовательских функций) и объединений. Все иерархические уровни регулирования и реформирования сохраняются, но при этом признается абсолютный приоритет глобального координатора, имеющего право при необходимости вмешиваться в региональное и национальное финансово-экономическое развитие (в том числе регулярно измерять его глубину и воздействовать на нее) и определять надзорно-корректирующие функции всех ступеней иерархии. В рамках О-МФС национальные финансовые системы будут функционировать как составляющие целостного организма. При этом избежать общесистемной «зарегулированности» позволит стратегия отношений ГРИ с О-МФС по типу «опекун-воспитанник». Иными словами, ключевой функцией глобального координатора будет бесперебойный надзор за функционированием О-МФС в период ее стабильного прогрессивного развития, а также прямое регулирование системной деятельности только в случае нарастания

³⁶² At the End of the End of History. Global Legal Standards: Part of the Solution or Part of the Problem? // International University College of Turin. 2009. May 11-12.

³⁶³ Slovik P., Courne de B. Macroeconomic Impact of Basel III // OECD. 2011. Economic Department Working Papers №844. P. 9.

определяемых по пороговым значениям глобальных финансовых индикаторов положительных и отрицательных изменений.

Преобразования в МВС, на наш взгляд, следует осуществлять по аналогии с идеей Дж.М.Кейнса о Международном клиринговом союзе³⁶⁴ с привязкой не к товарно-сырьевому, а к производственно-финансовому или электронно-информационному активу, что позволит восстановить структурное равновесие. В соответствии с представлениями М.Фридмена, подход к созданию единой наднациональной коллективной валюты и планетарного органа в виде ГЦБ является «бездушным» и нарушает природу глобальных процессов. В данном случае мы делаем ставку на регулируемую естественность. В настоящее время мир пытается ослабить господство доллара, однако без коренных валютных реформ ситуация существенно не меняется (см. статистику разделов 2.1 и 3.1). Л.Н.Красавина считает, что при переходе к единой валюте необходимо учесть полезный опыт валютной интеграции ЕС и безуспешного функционирования СДР³⁶⁵. В процессе перехода к единой наднациональной валюте может временно использоваться модель многовалютного стандарта.

Степень либерализации трансграничного движения капитала до О-МФС практически в полном объеме определялась государствами. Современные процессы финансовой либерализации должны быть контролируемыми и косвенно направляемыми в связи с негативными финансовыми эффектами. Согласно убеждению И.Грехэма, «реформы в странах (или даже в одном государстве), где происходит движение в сторону либерализации, как правило, будут более мудрыми и основательными, если станут подкрепляться международными стандартами»³⁶⁶. Мы разделяем эту точку зрения и предлагаем реализовать данную идею в виде принятия многостороннего инвестиционного соглашения (МИС), сделав выбор в пользу глобального сотрудничества. Идея создания МИС принадлежит ОЭСР. Цель заключения общего инвестиционного соглашения – это создание единой, унифицированной, стабильной и согласованной рамочной основы для инвестиционной деятельности в МФС на современной стадии ее развития. Однако, начиная с 1995 г., переговоры о заключении МИС заходили в тупик. Для того чтобы повысить привлекательность проекта многостороннего инвестиционного соглашения и снизить воздействие сдерживающих факторов на принятие решения о внедрении МИС в ходе переговорного процесса, на наш взгляд, необходимо провести ряд усовершенствований. Например, требуется ввести структурные и содержательные корректировки, т.е. использовать максимально «расширенное» определение инвестиций

³⁶⁴ Keynes J.M. Proposals for an International Currency Union (Second Draft). November 18. 1941. URL: <http://www.eco.utexas.edu/facstaff/Cleaver/368keynesoncu.htm>. 10/11/08.

³⁶⁵ Красавина Л.Н. Указ. соч. 2010. С. 54-55.

³⁶⁶ Graham, E.M. Direct Investment and the Future Agenda of the World Trade Organization // Institute for International Economics. Washington, D.C. 24 June. 1996. Conference Draft.

(включая производные финансовые инструменты); оценить степень длительности переходного периода к новому характеру взаимодействия в рамках МИС и детально проработать перечень изъятий с учетом стадийности развития стран; произвести уход от схемы агрессивной либерализации потоков капитала за счет удаления из списка основных стандартов и принципов обращения с инвестициями в МИС пункта о предоставлении национального режима, закрепляющего равенство в правовом отношении иностранных и национальных инвестиций и предприятий на территории страны-участницы соглашения, и его переноса в соглашения других уровней³⁶⁷.

Кроме того, для МИС потребуется доработать разделы имеющегося консолидированного текста соглашения; развивать региональное сотрудничество и оказывать технико-технологическую поддержку для нуждающихся в соответствующей помощи партнеров; устранить документарную несогласованность путем разграничения сфер применения стандартов по обращению с инвестициями (предоставление иностранным партнерам национального режима будет закрепляться посредством существующих форм договорных отношений). Важно грамотно выбирать площадки для проведения обсуждений и организации переговоров. Согласно исследованию Э.Смит, государства зачастую руководствуются, прежде всего, личными интересами и степенью своего влияния в международных организациях³⁶⁸. Необходимо оценивать полезность и реальные возможности для проведения институционального эксперимента МИС (как это произошло в североамериканской интеграционной группировке НАФТА еще до оформления и проработки современного проекта МИС). Критика 11-ой Главы североамериканской интеграционной группировки³⁶⁹ как раз и дает почву для внесения соответствующих корректировок в проект МИС, предложенный ОЭСР. Отметим, что инициативы США – в особенности поддержка Ф-ТНК всегда довели над принятием идеи МИС. Наконец, необходимо избегать опасных иллюзий о следствиях самого факта подписания соглашения, таких как увеличение притока инвестиций и экономический рост. Эти положительные эффекты достигаются за счет действия комплекса глобальных реформ. Активировать такие процессы представляется возможным только посредством работы различных механизмов, а не факта их создания.

Процессы генерирования МФС на современном этапе своего развития дополнительной ликвидности в первую очередь требуется поставить под надзор глобального реформатора. Хрупкие финансовые объекты («пузыри» множества ГФС) должны подлежать особому

³⁶⁷ О менее радикальном подходе пишет К.Сингх, который рассуждает об особой опасности предоставления ИР на прединвестиционной стадии (*pre-investment stage*). См.: Singh K. Multilateral Investment Agreement in the WTO: Issues and Illusions // Asia-Pacific Research Network. 2003. July. Policy Paper № 1. P. 29.

³⁶⁸ Smith E. Your Place or Mine? States, International Organizations and the Negotiation on Investment Rules // Transnational Corporations. 1998. December. № 3.

³⁶⁹ Chapter Eleven: Investment. URL: <http://www.nafta-sec-alena.org/en/view.aspx?x=343>.

контролю и устраняться посредством системы «раннего реагирования» на начальных этапах своего развития. Необходимо наладить работу «дружественного системе» глобального рынка финансовых инноваций (*system friendly*). При этом не нужно начинать с нуля, важно обратиться к успешной практике работы с производными финансовыми инструментами, например, расширить использование немецкой технологии секьюритизации «Pfandbriefe» и базирующихся на ней моделей покрытых облигаций (см. параграф 2.1).

Таким образом, в предложенной нами системе совершенствуются как элементы, так и структура. К тому же распределяются и ключевые функции: реформатор преобразует, регуляторы надзирают и корректируют, рынок ориентирует субъектов финансовой деятельности.

К **вспомогательным** отнесем изменения, нацеленные на совершенствование промежуточных планов по трансформации конкретных сегментов, устранение возможных ошибок глобального реформатора и «оздоровление» системы. Внедряемые G-20 инициативы, изложенные нами выше в форме основных пунктов из программы глобальных финансовых преобразований, также включаются в состав данного рода изменений и рекомендуются к продолжению (кроме тех, которые уже заменены автором в рамках представленных рассуждений). Данный вид реформ занимает самые длинные отрезки трансформационного вектора. Все субъекты экономической деятельности должны иметь возможность для адаптации к задаваемому курсу и условиям, а за реформатором сохранится право и время для внесения необходимых, «поддерживающих» изменений.

Сопутствующие преобразования отражают многосферность проводимых мероприятий и связаны с комплексом мер по решению ряда глобальных социально-экономических проблем на этапе вибростабилизации. Реформы, выходящие за рамки международных финансовых отношений – социальные, антикоррупционные, экологические и т.п. – очень органично впишутся в данный план за счет трансформационного эффекта перетекания. Только при прогрессивном реформировании ГФС дальнейшее увеличение спектра преобразований в глобальной экономике будет гармонично и своевременно возникать и распространяться. Приведем конкретный пример: ужесточение контроля и регулирования в банковской сфере и областях оперирования с производными финансовыми инструментами требует соответствующего вмешательства чиновников глобального, регионального и национального уровней, введение действенных антикоррупционных мер в этой ситуации позволит провести необходимые изменения более эффективно.

Таким образом, по сути, предлагаются глобальные реформы тройственной структуры: 1) коренные ингрессионные процессы, требующие глобальной кооперации; 2) вспомогательные и сопутствующие преобразования, основывающиеся на международных инициативах (ряд

мероприятий G-20 и мировых валютно-финансовых организаций); 3) изменения, реализуемые на региональных и национальных уровнях (решение внутренних проблем и встраивание международных стандартов в законодательные нормы и собственную практику). В ходе их проведения предполагается устранение отчуждения между прогрессом в финансовой сфере, НТП (в производственном секторе) и духовным развитием индивида (обретение глубинного философского смысла работы и существования). Реформатору следует избегать издержек упущенных возможностей, обостряющих развитие пессимистического прогноза.

При выходе системы на траекторию сбалансированного устойчивого эволюционного развития, роста общественного благосостояния и дальнейшего сближения хозяйственных систем вступает в силу политика стабильности, и в то же время деятельность глобального реформатора не прекращается. Начинается подготовка планов и ресурсов в рамках стратегии прогресса О-МФС и глобальной экономики в целом.

Велика ли вероятность реализации представленного алгоритма глобальных реформ, с точки зрения развития глобальной экономики? На наш взгляд, ответ на данный вопрос следует искать в современных трактовках теории длинных циклов Н.Д.Кондратьева. Исследователь К.Перес выделяет 5 эволюционных «волн», каждая из которых характеризуется своей исторической последовательностью событий, свойственных природе капитализма (например, согласно этой теории, технологическая революция сменяется финансовым «пузырем», «схлопывание» которого оборачивается кризисом, а затем наступает период «золотого времени»³⁷⁰). Мир сейчас находится на 3 ступени 5 цикла, и необходимо сделать важный вывод: исторически дана возможность для наступления очередного «золотого времени» развития мировой экономики при условии эффективного реформирования МФС и рационального использования всех видов ресурсов для этой цели. Необходимо правильно и вовремя использовать этот шанс, грамотно проводя необходимые трансформационные «инъекции».

Разработанный нами план рассчитан и рекомендован к реализации в течение 20 лет: проведение политики стабилизации и вибростабилизации должно занимать в среднем около 10–15 лет, политика стабильности – примерно 5 лет. Долгосрочную стратегию прогресса О-МФС и глобальной экономики в целом, на наш взгляд, необходимо составлять на 20-25-летнюю перспективу с включением в нее 5-7-летних промежуточных и корректируемых планов системного развития. Стратегия градуализма для проведения глобальной финансовой трансформации в нашем случае выражается, прежде всего, в последовательности, корректируемости и адаптивных характеристиках предлагаемых реформ.

³⁷⁰ Perez C. Technological revolutions and financial capital. The dynamics of bubbles and golden ages. Cheltenham, UK; Edward Elgar, 2002. 198 p.

Подведем итоги создания долгосрочной стратегии в области развития МФС и оценим качество предложенного нами общего вектора глобальных преобразований в соответствии с методологией SWOT-анализа, который представляет собой важный механизм для подготовки и реализации стратегических планов в сфере маркетинга и менеджмента. Применительно к нашей тематике он будет связан с поэтапным изучением сильных (*Strengths*) и слабых (*Weaknesses*) сторон стратегии глобальных реформ, их возможностей (*Opportunities*) и угроз (*Threats*) для МФС, а также оценкой вариантов превращения слабостей в силу, а вызовов – в новые перспективы. Результаты SWOT-анализа помещаются в специальную матрицу (см. рис. 28), с ее помощью технически удобно делать соответствующие умозаключения.

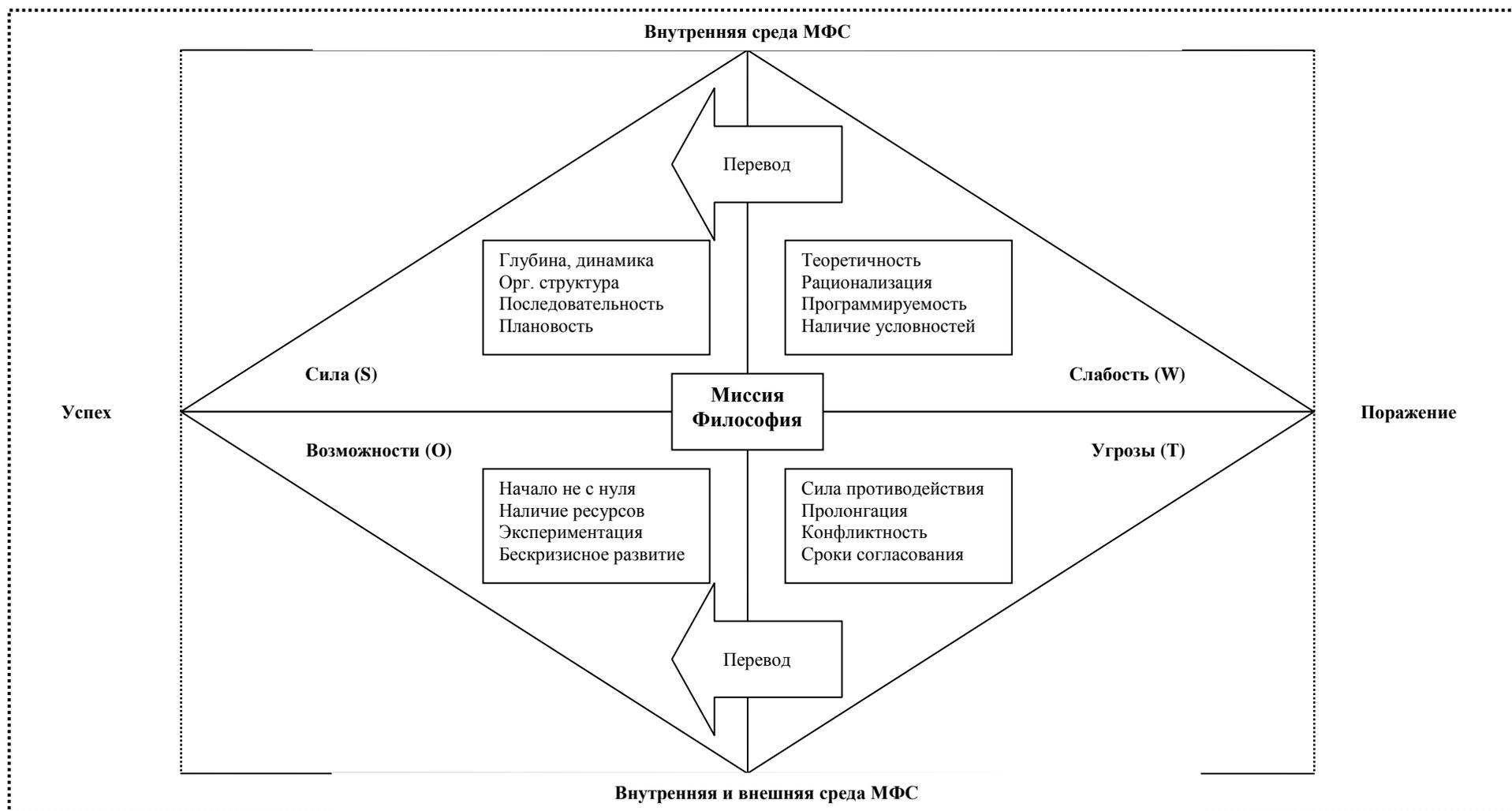
На 1-ом шаге оцениваем преимущества предложенных выше глобальных реформ. Наш алгоритм сочетает динамичность и плановость. В систему встраивается специальный головной в организационной иерархии институт, преобразования проходят не только в финансовой архитектуре, но и в ГФС в целом. Ингрессия носит кардинальный характер.

На 2-ом шаге выявляем возможности системной трансформации. Прежде всего, глобальные реформы стартуют не с нулевой отметки: мы продолжаем развивать полезные инициативы, оставляем эффективные институты и избавляемся от причин ГФЭК. Глобальный реформатор и соответствующие структуры на всех уровнях могут привлечь в необходимом и достаточном количестве ресурсы и факторы для проведения системной трансформации. Устранение проблем ГФС и регулируемость процессов позволят обеспечить бескризисное развитие объекта исследования.

На 3-ем шаге определяем слабости предлагаемых преобразований. К ним относятся недостатки, присущие модельным конструкциям и стратегиям: теоретичность, попытка запрограммировать процессы (в то время как большую роль в жизненной линии системы играют обстоятельства), высокая степень рационализации и наличие ряда условий/допущений.

На 4-ом шаге выделяются угрозы, которые могут препятствовать проведению глобальных реформ. Во-первых, к ним относится сила противодействия, с которой некоторые группы субъектов хозяйственной деятельности будут сопротивляться нововведениям, возможно, связанным с издержками или потерей прибыли для них (управляющий состав Ф-ТНК, коррумпированные структуры различных уровней, участники теневого банкинга и т.п.). Во-вторых, это различного рода затягивание сроков согласования и реализации тех или иных ингрессионных процессов. Наконец, особо отметим до сих пор неисчерпанную конфликтность глобализации.

На 5-ом и заключительном шаге соотнесем достоинства с недостатками и угрозы с возможностями нашего реформаторского плана и стратегии развития.



Источник: Фатхутдинов Р.А. Стратегический менеджмент: учебник. М.: Дело, 2002. С. 145-146; Котлер Ф., Армстронг Г., Сондерс Дж., Вонг В. Основы маркетинга. М.; СПб: Издательский дом «Вильямс», 2003. С. 106-109.

Рисунок 28 – SWOT-анализ предлагаемого вектора глобальных реформ. Матричная форма

Подчеркнем, что негативные черты представляется возможным преобразовать в положительные качества в матрице (рис. 28). Слабые стороны превращаются в сильные, если грамотно использовать теорию и научный подход в практической деятельности; глубина угрозы сокращается при условии массовой пропаганды и объяснения выгоды глобальных реформ на основании сегментированного подхода, т.е. для различных общественных групп. Более того, еще раз отметим, что у направляемых по нашему алгоритму реформ есть конкретная миссия (высшая цель) и философия, в основу которой заложено гармоничное естественное и прогрессивное сосуществование. Несколько перефразируя Гж.Колодко, можно так сформулировать сущность предлагаемого вектора преобразований: хорошее реформирование на глобальном уровне даст людям то, в чем они нуждаются; плохое – то, чего они хотят; при чудесном реформировании люди получают одновременно и то, и другое³⁷¹.

На основе проведенного нами исследования удалось выявить, что ключевые системные угрозы сконцентрировались на глобальных рынках кредита и финансовых инноваций. Исходя из этого, мы расцениваем выбор глобальным реформатором основных направлений трансформации ГФС как адекватный действительности. Однако реализуемые на глобальном уровне преобразования не достигли поставленной цели (общего «оздоровления» и стабильного устойчивого эволюционного развития системы), главным образом, вследствие отсутствия коренных финансовых изменений и организованных общественных групп, поддерживающих запускаемые трансформационные процессы. Автором диссертации был предложен алгоритм в стиле градуализма по повышению эффективности глобальных реформ ГФС.

³⁷¹ По аналогии с высказыванием Гж. В. Колодко о политике. См.: Колодко Г.В. Указ. соч. С. 403.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

1. Объектом исследования в работе выступает мировая финансовая система, которую автор определяет как целостный комплекс, объединяющий мировые финансовые рынки (валютный, банковских услуг и ценных бумаг) и их структурные связи (например, мировую валютную систему и международные валютно-финансовые организации); форму организации международных финансовых отношений, основными участниками которых являются банки и иные финансовые институты, государства, международные валютно-финансовые организации; обслуживающий и одновременно системообразующий элемент мировой экономики; особое образование, возникшее в ходе развития и тесного взаимодействия национальных финансовых систем.

С развитием процессов финансовой глобализации в 1980-х – нач. 1990-х гг. происходит трансформация МФС в глобальную финансовую систему – целостный объект, представляющий собой единство однородных по задачам, тесно связанных и всесторонне взаимодействующих между собой глобальных рынков: валютного, банковских услуг, ценных бумаг и финансовых инноваций; комплекс перечисленных системных элементов с усложняющейся внутренней структурой и их формирующаяся глобальная финансовая архитектура; исторически вторая (после МФС) стадия эволюции и форма системной организации синхронизируемых процессов финансового развития и МФО, основными участниками которых стали международные и региональные валютно-финансовые организации, международные интеграционные группировки, ТНК, а также глобальные банки и небанковские финансовые учреждения (страховые компании, взаимные фонды и другие финансовые посредники), инфраструктурные организации (биржи); особо динамичная и расширяющаяся подсистема глобальной экономики; этап развития МФС, с возникновением которого связаны появление финансовых инноваций, передвижение масштабных потоков «горячих» денег.

Под глобальной финансовой архитектурой (ГФА) понимается совокупность формальных и неформальных связей и институтов, руководящих правил и стандартов, применяемых субъектами хозяйственной деятельности в финансовом секторе глобальной экономики. В отличие от мировой валютно-финансовой архитектуры ГФА является более прогрессивным образованием с позиции технического и информационно-технологического совершенствования, характеризуется возрастающим внешним преобразовательным воздействием и возникновением новых институтов.

2. Основные теории, описывающие функционирование мировой финансовой системы, включают в себя три уровня. Первый содержит идеологический каркас МФО, главные принципы построения которого излагаются в работах последователей неолиберализма, западного марксизма, институционализма, дирижизма и посткейнсианства. Вторая группа охватывает базовые финансовые концепции, среди которых в качестве репрезентативных нами выбраны гипотезы об эффективных рынках и финансовой «хрупкости», макроэкономические модели с финансовыми «пузырями», несколько поколений моделей финансовых кризисов и эффектов «заражения». Третий блок включает в себя основные постулаты теории международного движения капитала, сформулированные в рамках различных экономических школ. Основное столкновение происходит между «мейнстримом» и гетеродоксальным направлением экономической мысли. Автор опирается, прежде всего, на идеи позднего монетарного посткейнсианства об эффективности функционирования МФС и положительном эффекте от международного движения капитала только при наличии необходимого уровня контроля и управления финансовыми процессами.

3. Этапы развития МФС могут быть выделены на основе анализа трех классификаторов: а) системного на базе тектологии А.А.Богданова, б) статистического – исходя из индекса мобильности международного капитала Обстфельда-Тейлора, и в) структурного, или по фазам эволюции мировой валютной системы. Применяв тектологию Богданова, мы можем выделить 4 важных этапа эволюции МФС: предстартовую стадию или формирование предпосылок к зарождению до 1860 г., механическую комплексию с формированием системных элементов и конъюгацию (или возникновение структурных связей) 1860–1914 гг. с первой «волной» финансовой глобализации 1870–1914 гг., три ингрессионные «ступени» (или общесистемные изменения) – некардинальную 1914–1945 гг. с мировым финансово-экономическим кризисом 1929–1933 гг., некардинальную 1945–1970 гг., кардинальную с формированием предпосылок к возникновению второй «волны» финансовой глобализации 1970–1980 гг., периодом трансформации МФС в глобальную финансовую систему 1980-х – кон. 1990-х гг. и бурным генерационным системным развитием 2000–2007 гг. С 2007 г. МФС находится на стадии кардинальной ингрессии с глобальным финансово-экономическим кризисом. На комплексийный, конъюгационный и ингрессионный этапы развития объекта исследования приходится порядка восьми статистических фаз в истории МФС с частой сменой показателя мобильности международного капитала, а также четыре эволюционные «ступени» МВС от Парижской с 1867 г. через Генуэзскую (1922–1931 гг.) и Бреттон-Вудскую (1944–1971 гг.) до Ямайской (с 1976 г.).

4. Фактически международные финансовые отношения просуществовали в рамках своей первой исторически сложившейся системной «оболочки» (МФС) примерно с 1860-х гг. до

периода 1970-х – нач. 1980-х гг., когда произошло формирование и нарастание предпосылок для возникновения второй «волны» финансовой глобализации и перехода к ГФС в соответствии с логикой философских законов развития по Гегелю-Энгельсу. К знаковым историческим процессам МФС целесообразно относить стремительное развитие валютного, кредитного и фондового мировых рынков в эпоху финансовой протогобализации и прервавшее курс на полную и всеобъемлющую финансовую глобализацию, негативное воздействие внешних для финансовой эволюции событий I и II Мировых войн. При этом Великая Депрессия, или мировой финансово-экономический кризис, наиболее острая фаза которого пришлась на 1929–1933 гг., является как результатом накопления внутренних системных противоречий, так и следствием напряженного частичного восстановления естественного хода финансовых процессов после мощного внешнего воздействия на систему. В рамках МФС произошла формальная и неформальная смена главного финансового центра, на старте ознаменованная практически полной потерей былых позиций Голландией, затем финансовым «расцветом» Великобритании и, наконец, переходом лидерства к США.

5. По своим характеристикам глобальный этап развития МФС определяется нами как двойственный, поскольку связан с конкретными преимуществами и недостатками системного функционирования. Выгоды финансовой глобализации для субъектов хозяйственной деятельности подразделяются на традиционные общемировые (такие как возможности для улучшения международного распределения и использования финансовых ресурсов, правило взаимной выгоды, когда капиталододефицитные страны получают доступ к финансовым ресурсам, а капиталозбыточные государства – высокий факторный доход, повышение уровня конкуренции, международная диверсификация финансовых рисков, сокращение глобального показателя инфляции) и дополнительные положительные качества, которые являются условными и потенциально открытыми для любого государства (финансовый сигналинг, развитие национальных финансовых рынков, совершенствование финансовых и правовых институтов, создание благоприятного инвестиционного режима, углубление международного разделения труда). К недостаткам ГФС относятся 1) нефинансовые угрозы глобализации, ассоциируемые с психологическими и историческими особенностями развития системы (такие как, «коллективное иррациональное», «неблагоприятный отбор» финансовых институтов); 2) создаваемые теории и идеологические установки (неолиберальная телеология, господство теорий «мейнстрима», отсутствие должного контроля и регулирования глобальных финансовых процессов); 3) преимущественно финансовые трудности ГФС и отрицательные последствия внутренней генерации (наличие глобального финансового «пузыря» и глобальных дисбалансов); 4) негативная трансформация производственных процессов (финансиализация глобальной экономики, или разрастание системного разрыва между ее производственным и

финансовым секторами, угрозы транснационализации, негативное изменение процессов ценообразования для ряда сырьевых товаров).

6. К чисто финансовым проблемам современного этапа развития МФС относятся комплексные угрозы «повышенной эластичности» и финансовой «хрупкости», выраженные, главным образом, через:

- активное трансграничное движение высоко волатильных финансовых потоков, направляемых с целью получения краткосрочной спекулятивной прибыли и наиболее подверженных риску «внезапной остановки»;
- формирование и функционирование глобальной сети банковских и небанковских (инвестиционные и страховые компании, пенсионные, взаимные и хеджинговые фонды, ипотечные агентства вторичного рынка) финансовых посредников, «узлами» которой стали глобальные финансовые «хабы», т.е. масштабные агломерации финансовой активности;
- наличие финансовой коррупции на всех уровнях и глобальное развитие теневого банкинга;
- генерирование и/или усиление различных рисков (общесистемного, кредитного, валютного, операционного, ликвидности и т.п.) и накопление кризисных явлений;
- разрастание масштабов операций с инновационными финансовыми продуктами (включая процессы секьюритизации);
- неравномерность получения различными государствами и группами стран выгод от функционирования глобального финансового сектора.

7. В блок системных финансовых угроз также входит проявление негативных наблюдаемых эффектов, возникающих в процессе глобального перемещения капитала:

- 1) эффекта перелива, связанного с развитием основанных на взаимодействии финансовых игроков фундаментальных межрыночных финансовых связей как на уровне компонент ГФС, так и в межстрановом (географическом) финансовом пространстве и ассоциирующегося с проблемой «необъективности богатства»;
- 2) интеграционного, или трансформационного эффекта перетекания, создающего отрицательное качественное и количественное воздействие ГФС на реальный сектор глобальной экономики;
- 3) побочного эффекта, или кардинальной трансформации фундаментальных финансовых связей, выраженной в форме передачи возникших в момент времени $t-1$ финансовых проблем от одного финансового актора или их группы к другому/им (в географическом и межрыночном пространствах), а также ответной реакции финансовых игроков на *ожидаемые* события или процессы с ярко выраженным временным лагом;
- 4) эффекта «заражения» – кардинальной трансформации фундаментальных финансовых связей и передачи финансовых проблем (стрессов, кризисов) от одного финансового

игрока или их группы к другому/им, а также *неожиданной, практически мгновенной цепной реакции*, распространяющейся в системе с огромной скоростью и приводящей к «скачку» в новое равновесное множество.

8. Эффект финансового «заражения» имеет несколько вариаций: а) глобальный «волновой» эффект – это географический финансовый феномен, связанный с распространением финансовой «инфекции» из развитой страны (группы стран) в развитые же государства по всем существующим финансовым каналам; б) глобальный «муссонный» эффект, или географический финансовый феномен, возникающий при передаче финансовой «инфекции» от развитой страны (группы стран) к развивающимся государствам и странам с переходной экономикой; в) глобальный межрыночный эффект, связанный с «заражением» глобальных финансовых рынков; г) глобальный сетевой эффект – это агентский и межрыночный финансовый феномен, отражающий негативные результаты высокой степени концентрации банковских и небанковских системообразующих посредников в ГФС и представляющий собой практически мгновенную «цепную реакцию» финансовых проблем и трудно предотвратимые каскадные фиаско глобальных финансовых игроков.

9. Угрозы и недостатки МФС на этапе финансовой глобализации оказываются несоизмеримо больше достоинств системы и ставят под угрозу нормальное функционирование ее собственной внутренней структуры и компонент. Влияние финансовой глобализации на глобальную экономику в целом определяется чистым негативным эффектом.

В рамках ГФС возникли такие серьезные внутренние проблемы, как глобальный финансовый «пузырь» и избыточные глобальные дисбалансы. Мы определяем глобальный финансовый «пузырь» как объект генерации МФС на этапе глобальной стадии ее развития; результат процесса международного движения финансового капитала (посредством работы негативных финансовых эффектов) и состояние его повышенной концентрации; единое множество как системно связанных географических и транснациональных агентских «пузырей», так и их структурных «цепочек». К особенностям ГФП относятся прогрессивность, динамизм и двухцикличность, географическая масштабность и частота проявления эффектов данного финансового феномена, зависимость от коллективного психофизического состояния общества, беспрецедентные негативные последствия в материальной и нематериальной форме, сложность идентификации эконометрическими методами в краткосрочном периоде. Кроме того, трансформируется роль валютной системы и валютного рынка в период финансовой глобализации: ГФС приобретает внутреннее свойство создания дополнительной ликвидности благодаря ГФП.

10. «Вредные» или избыточные дисбалансы определяются нами как масштабные межстрановые качественные и количественные различия между финансовыми и

экономическими показателями, которые способны создавать внутренне преодолимые и непреодолимые (способные привести к дезинфляции) системные противоречия. В МВС подобного рода дисбаланс назывался фундаментальным, в дальнейшем он привел к смене ряда структурных связей (краху золотовалютного стандарта). Среди избыточных дисбалансов в ГФС выделяются секторальный (разрыв между реальным и финансовым секторами глобальной экономики); торговый и накопительный, непосредственно связанные с платежным балансом; производственные или специализационные; социально-экономический (проблема неравенства доходов); реформаторский в зависимости от стадии развития страны. Выявляется, что одной из важнейших причин возникновения глобальных дисбалансов является ГФП.

«Вредные» глобальные дисбалансы в основном имеют финансовую «природу» и наряду с ГФП оказывают негативное влияние на систему, вызывая дисфункции ее компонент и структурных цепочек, а также приводя не только к финансовым, но и к экономическим кризисам.

11. Глобальный финансово-экономический кризис (ГФЭК), наиболее острая фаза которого пришлась на 2007–2009 гг. – это системный кризис периода финансовой глобализации, включающий множественный финансовый и последующий общеэкономический кризисы. ГФЭК возник вследствие следующего тройного блока причин: обострения системных фундаментальных проблем финансовой глобализации, особенностей развития экономики США как ядра моноцентричного финансового мира и в силу специфических характеристик экономики различных стран. ГФЭК зародился в финансовой системе США и распространился в другие развитые государства преимущественно через финансовые каналы «заражения», при этом были задействованы все компоненты ГФС. В системе ярко проявился «волновой» тип эффекта «заражения», распространившийся в европейские страны. В развивающиеся государства и страны с переходной экономикой глобальный кризис проник посредством, главным образом, торгово-финансовых «линий передач» и чисто «финансовых муссонов» (тесных кредитных взаимосвязей с банковскими и небанковскими посредниками из развитых стран, эластичности фондовых рынков, «внезапной остановки» и последующего оттока портфельных инвестиций).

12. По своим свойствам ГФЭК сопоставим с Великой Депрессией. Основными отличительными чертами глобального кризиса, обострившегося в 2007–2009 гг., являются многообразие каналов «заражения», скорость и синхронность распространения, структурный и инновационный характер, возросшее количество выигравших экономических агентов-миллиардеров, неодинаковые роли МВС, масштабы географического охвата по числу стран (около 150 стран в XXI в. против примерно 30 государств в XX в.), большее число задействованных системных компонент в силу стадийности развития, естественность

возникновения и главная роль внутренних системных факторов, длительность и способы преодоления (глобальный реформаторский в XXI в., прерванный национально-реформаторский и военный в XX в.). Однако самые разрушительные кризисы МФС и ГФС имеют ряд важных сходных характеристик. Во-первых, система на разных этапах своего развития в терминах А.А.Богданова самостоятельно нашла некоторое внутреннее «решение» накопившихся противоречий (в случае с Великой Депрессией, в том числе внешних). Во-вторых, по нашему мнению, анализируемые кризисы оказали конъюгационное воздействие и стали предвестниками новых ингрессионных этапов эволюции МФО. В качестве путей преодоления Великой Депрессии рассматривались несколько моделей развития (советская, фашистская, социальная скандинавская, временные английские и американские в форме смешанного государственно-монополистического капитализма). Аналогично в современной ситуации разрабатываются идеи социального капитализма и глобальной экономической конституции. Однако при этом кризисы МФС и ГФС являются предупреждением о возможном запуске процессов системного саморазрушения, поскольку мировые и глобальные финансовые рынки не обладают свойством самокоррекции и внутренней способностью разрешать нарастающие противоречия. Наконец, системные кризисы всегда оказывают влияние как на финансовую сферу, так и на экономику в целом.

13. Под реформированием МФС на современном этапе эволюции мы понимаем преобразования, которые позволят улучшить ее функционирование таким образом, чтобы добиться общего «оздоровления» и постепенного стабильного устойчивого развития всей системы. Целеполагание при трансформации является исходным и определяющим процессом, осуществляется исключительно на глобальном уровне и замыкает на себя всю активность реформаторов. Глобальный преобразовательный процесс уникален, поскольку является комплексным и беспрецедентным. В качестве принципов и критериев оценки эффективности глобального реформирования использованы тест Грейнджера для определения «зон повышенного риска» среди элементов системы и «адаптированные» к нашему исследованию «рецепты» трансформации, сформулированные В.М.Полтеровичем для преобразований на страновом уровне и являющиеся в данном случае практичным инструментом-ориентиром. На протяжении всей длины вектора преобразований глобальный реформатор определяет, какой из трех видов политики будет применяться в меняющихся условиях: 1) «политику стабилизации», сосредоточенную на устранении причин ГФЭК; 2) «политику вибростабилизации», направленную на оздоровление системы и создание условий для ее нормального функционирования после сбоев (кризиса); 3) «политику стабильности», нацеленную на поддержание достигнутого преференциального состояния системы. Авторское предпочтение отдается трансформационному алгоритму в стиле градуализма.

14. В качестве главного инициативного субъекта реформирования ГФС нами рассматривается «Большая двадцатка». К основным достижениям проводимых глобальных финансовых преобразований, на наш взгляд, следует отнести частичное расширение роли динамично развивающихся стран, правильное определение ключевых проблемных компонент ГФС (глобальные рынки кредита и финансовых инноваций, на которые направлены такие мероприятия, как создание стандартов Базель-3, реформа рынков внебиржевых деривативов, повышение стандартов отчетности для хедж-фондов и т.п.). Реформаторская деятельность на глобальном уровне внешне соответствует ряду выбранных нами критериев успешной трансформации. В основном финансовые реформы глобального, регионального и национального уровней сонаправлены, базовые установки закладываются институтами ГФА.

15. Однако, согласно авторской оценке, результаты пройденных этапов глобального реформирования ГФС нельзя назвать удовлетворительными, поскольку не устранены внутренние системные противоречия, ставшие причинами ГФЭК и не осуществлен выход на траекторию устойчивого сбалансированного эволюционного развития и роста общественного благосостояния. Основные цели глобальных трансформационных процессов не были достигнуты, поскольку глобальный реформаторский курс имеет ряд весомых недостатков: отсутствие теоретического базиса реформ; направленность «антикризисных» саммитов не на искоренение причин ГФЭК, а на его остановку и устранение последствий; неверное представление о периоде жизненного цикла ГФС и игнорирование особенностей глобального кризиса; попадание в инвестиционно-реформаторскую ловушку; общая сосредоточенность глобальных финансовых реформ на ГФА; отсутствие крупных организованных общественных групп, поддерживающих курс глобальных финансовых преобразований; не сконструирован общий набор требований к надзору и регулированию всех небанковских финансовых посредников на глобальном уровне; отсутствие четкого решения по вопросам налогообложения и оффшоризации; одновременный искусственный запуск большого количества реформ; неопределенность юридического статуса глобального реформатора, неопределенная система взаимоотношений между реформирующими институтами, рекомендательный характер инициатив; наличие и усиление регионального и национального реформаторского дисбаланса.

В качестве возможных выделены следующие расширенные (с внутренними подмножествами) сценарии развития ГФС: пессимистический, приводящий к системному распаду, нейтральный (связанный с краткосрочной балансировкой между временным «заглушением» внутренних системных противоречий и уходом в кризис) и оптимистический, предполагающий эволюцию с темпами, опережающими намеченные результаты. К применению предлагаются глобальные реформы тройственной структуры для 3 типов политики: 1) коренные ингрессионные процессы, требующие глобальной кооперации (создание надзорно-

регуляционной глобальной сети, общей теоретико-идеологической установки, системы адаптационных мер, проведение налоговых и валютных преобразований для МФО); 2) вспомогательные (направленные на поддержание коренных реформ) и сопутствующие (выходящие за рамки глобальных финансов) преобразования, основывающиеся на международных инициативах (рекомендованные к продолжению мероприятия G-20 и мировых валютно-финансовых организаций); 3) изменения, реализуемые на региональных и национальных уровнях (решение внутренних проблем и встраивание международных стандартов в законодательные нормы и собственную практику) – на всем протяжении реформаторского вектора. В ходе проведения реформ предполагается устранение отчуждения между прогрессом в финансовой сфере, НТП (в производственном секторе) и духовным развитием индивидов (обретение глубинного философского смысла работы и существования).

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Литература на русском языке:

1. Аникин, А.В. История финансовых потрясений. Российский кризис в свете мирового опыта / А.В. Аникин. – Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2009. – 448 с.
2. Архипова, В. Трансформация глобальной финансовой системы в условиях экономического кризиса 2008-2010 гг. / В. Архипова // Вестник Института экономики РАН. – 2012. – №5. – С. 154-162.
3. Архипова, В.В. Реформирование глобальной финансовой системы: современная теория и практика. Внешние факторы развития денежно-кредитной и валютной сфер экономики России / Отв. ред. М.Ю. Головнин. – Москва: ИЭ РАН, 2013. С.51-67.
4. Архипова, В.В. Глобальный финансовый «пузырь»: области возникновения, география, каналы распространения / В.В. Архипова // Экономические науки. – 2014. – №4 (113). – С. 143-153.
5. Архипова, В.В. Глобальный финансовый «пузырь» как феномен эпохи финансовой глобализации / В.В. Архипова // Инновации и инвестиции. – 2014. – №5. – С.74-84.
6. Богданов, А.А. Тектология: Всеобщая организационная наука / под ред. В.В. Попкова, Г.Д. Гловели, В.Д. Мехрекова. – Москва: «Финансы», 2003. – 496 с.
7. Богомолов, О.Т. Мировая экономика в век глобализации: учебник / О.Т. Богомолов. – Москва: ЗАО «Издательство «Экономика», 2007. – 359 с.
8. Брагинский, О.Б. Цены на нефть: история, прогноз, влияние на экономику/ О.Б. Брагинский // Рос. хим. ж. (Ж. Рос. хим. Об-ва им. Д.И. Менделеева). – 2008. – Т. LII. – №6. – С. 25-36.
9. Бродский, Б.Е. Лекции по макроэкономике: продвинутый уровень / Б.Е. Бродский. – Москва: ЦЭМИ РАН, 2010. – 336 с.
10. Бурлачков, В.К. Институциональные механизмы и факторы устойчивости денежно-кредитной системы: национальный и международный уровень / Отв. ред. д.э.н. В.К. Бурлачков, д.э.н. М.Ю. Головнин. – Москва: ИЭ РАН, 2012. – С. 51-66.
11. Буторина, О.В. Европейская интеграция: учебник / под ред. О.В. Буториной. – Москва: Издательский Дом «Деловая литература», 2011. – 720 с.
12. Буторина, О.В. Причины и последствия кризиса в зоне евро / О.В. Буторина // Вопросы экономики. – 2012. – №12. – С. 98-115.
13. Внедрение стандартов Базель II/Базель III в России // Ernst&Young. – 2013. – 20 с.

14. Волгина, Н.А. Международная экономика: учебное пособие / Н.А. Волгина. – Москва: Эксмо, 2006. – 736 с.
15. Геец, В.М. Формирование и развитие финансового кризиса 2008–2009 гг. в Украине. – В сб.: Стратегия и тактика денежно-кредитной политики России и Украины и мировой экономической кризис / отв. ред. академик А.Д. Некипелов, к.э.н. М.Ю. Головнин. – Москва: Институт экономики РАН, 2010. – С. 23-64.
16. Гильфердинг, Р. Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы развития капитализма / Р. Гильфердинг. – Москва: Соцэкгиз, 1959. – 508 с.
17. Глобальные финансовые реформы // Обзор Центра макроэкономических исследований Сбербанка России. – 2010. – июнь.
18. Головнин, М.Ю., Абалкина, А.А. Финансовая интеграция в Европе и Азии /М.Ю. Головнин, А.А. Абалкина // Информационно-аналитический бюллетень ЦПИ ИМЭПИ РАН. – 2005. – №2. – С. 41-64.
19. Головнин, М.Ю. Взаимодействие финансовых систем стран СНГ / Отв. ред. М.Ю. Головнин. – Санкт-Петербург: Алетейя, 2010. – 224 с.
20. Головнин, М.Ю. Денежно-кредитная политика России в условиях открытости национальной экономики. – В сб.: Стратегия и тактика денежно-кредитной политики России и Украины и мировой экономической кризис / отв. ред. академик А.Д. Некипелов, к.э.н. М.Ю. Головнин. – Москва: Институт экономики РАН, 2010. – С. 201-218.
21. Головнин, М.Ю. Моделирование инфляционных процессов (обзор работ) / М.Ю. Головнин. – Москва: Институт экономики РАН, 2011. – 48 с.
22. Гринспен, А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – Москва: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 520 с.
23. Гутник, В.П. Политика хозяйственного порядка в Германии / В.П. Гутник. – Москва: ЗАО «Издательство «Экономика», 2002. – 271 с.
24. Дзарасов, С.С. Куда Кейнс зовет Россию? / С.С. Дзарасов. – Москва: Алгоритм, 2012. – 304 с.
25. Доверие и недоверие в условиях развития гражданского общества / отв. ред. А.Б. Купрейченко, И.В. Мерсияновой. – Москва: Издательский дом НИУ ВШЭ, 2013. – 564 с.
26. Доклад о прогрессе в области финансовых реформ. – Группа Двадцати. – Сентябрь, 2013. – 13 с.
27. Доклад Стиглица. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад Комиссии финансовых экспертов ООН. – Москва: Междунар. отношения, 2010. – 328 с.

28. Дорожная карта «Группы двадцати» по усилению надзора и регулирования теневой банковской системы. – Группа Двадцати. – Сентябрь, 2013. – 3 с.
29. Дробышевская, Т.А., Худокормов, А.Г. Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. – В 5 т. – Т. III. Эпоха социальных переломов / Сопред. редколл. Г.Г. Фетисов, А.А. Худокормов.– Москва: «Мысль», 2005. – 896 с.
30. Жукова, Т.В., Левченко, А.В., Бахтараева, К.Б., Логинов, А.А. Современные тенденции реформирования мировой финансовой архитектуры / под ред. проф., д.э.н. Я.М. Миркина. – Москва: Минобрнауки России. – 2011. – июнь. – 125 с.
31. Зуев, В.Н. Антикризисная политика Евросоюза / В.Н. Зуев // Международная экономика. – 2009. – №10. – С. 5-13.
32. История политических и правовых учений: учебник / под общ. ред. В.С. Нерсесянца. – Москва: Норма, 2006. – 944 с.
33. История экономических учений: учеб. пособие / Под ред. В.С. Автономова, О.И. Ананьина, Н.А. Макашевой. – Москва: ИНФРА-М, 2009. – 784 с.
34. Итоговая декларация стран «Группы Двадцати». – Группа Двадцати. – Лос-Кабос, 18-19 июня 2012. – 27 с.
35. Касьянов, Р.А. Организация деятельности финансовых регуляторов в Европейском союзе [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ehd.mgimo.ru/IORManagerMgimo/file?id=10878191-53E5-E510-EB24-ECE684AB97B6>.
36. Кейнс, Д.М. Общая теория занятости, процента и денег. Антология экономической мысли. – 2 т. / Д.М. Кейнс. – Москва: Эконом, 1993. – 486 с.
37. Кеммерер, Э.У. Золото и золотой стандарт: золотые деньги в прошлом, настоящем и будущем. – В сб.: Золотой стандарт: теория, история, политика / под ред. А. Куряева. – Челябинск: Социум, 2011. – С. 87-222.
38. Киндлбергер, Ч., Алибер, Р. Мировые финансовые кризисы: мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – Санкт-Петербург: Питер, 2010. – 544 с.
39. Китай: риски и перспективы развития // Центр макроэкономических исследований Сбербанка России. – 2013. – апрель.
40. Клейнер, Г.Б. Стратегия предприятия / Г.Б. Клейнер. – Москва: Издательство «Дело» АНХ, 2008. – 568 с.
41. Колодко, Г.В. Мир в движении / Г.В. Колодко. – Москва: Магистр, 2009. – 575 с.
42. Конотопов, М.В., Сметанин, С.И. Экономическая история: учебник / М.В. Конотопов, С.И. Сметанин. – Москва: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2012. – 608 с.
43. Концепция председательства РФ в «Группе двадцати». – Группа Двадцати. – Декабрь, 2012. – 34 с.

44. Копейкин, А.Б. Ипотечные ценные бумаги / А.Б. Копейкин, Н.Н. Рогожина, Ю.Е. Туктаров. – Москва: Фонд «Институт экономики города», 2008. – 124 с.
45. Королев, И.С. Вызовы для России. – В сб.: Мировой кризис: угрозы для России. Материалы совместного заседания Ученого совета ИМЭМО РАН и Правления ИНСОП 10 декабря 2008 г. / Сост. и науч. ред. С.В. Чебанов. – Москва: ИМЭМО РАН, 2009. – С. 13-28.
46. Котлер, Ф., Армстронг, Г., Сондерс, Дж., Вонг, В. Основы маркетинга / Ф. Котлер, Г. Армстронг, Дж. Сондерс, В. Вонг. – Москва; Санкт-Петербург: Издательский дом «Вильямс», 2003. – 944 с.
47. Красавина, Л.Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / Под ред. Л.Н. Красавиной. – Москва: Финансы и статистика, 2000. – 608 с.
48. Красавина Л.Н. Концептуальные подходы к реформированию мировой валютной системы / Л.Н. Красавина // Деньги и кредит. – 2010. – №5. – С. 48-57.
49. Кувалдин, В.Б. Глобальный мир: экономика, политика, международные отношения: учебное пособие / В.Б. Кувалдин. – Москва: Магистр, 2009. – 207 с.
50. Кудина, М.В. Экономическая жизнь общества. – В сб.: Обществознание: учебное пособие / под ред. Ю.Ю. Петрунина. – М.: Аспект Пресс, 2003. – С. 151-208.
51. Либман, А.М., Головнин, М.Ю. Тенденции инвестиционного взаимодействия стран СНГ и мировой экономической кризис / А.М. Либман, М.Ю. Головнин // Евразийская экономическая интеграция. – 2010. – №4(9). – ноябрь. – С. 3-26.
52. Ливенцев, Н.Н. Международное движение капитала: (инвестиционная политика зарубежных стран): учебник / Н.Н. Ливенцев, Г.М. Костюнина. – Москва: Экономистъ, 2004. – 367 с.
53. Лойберг, М.Я. История экономики: учебное пособие / М.Я. Лойберг. – Москва: ИНФРА-М, 2003. – 128 с.
54. Макконнелл, К.Р., Брю, С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика / К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю.– Москва: ИНФРА-М, 2003. – 972 с.
55. Манделл, Р. Новый взгляд на XX век (Нобелевская лекция, 8 декабря 2000 г.). – В сб.: Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. – В 5 т. – Т. V. Всемирное признание, лекции нобелевских лауреатов. – Кн. 2 / Сопред. редколл. Г.Г. Фетисов, А.А. Худокормов. – Москва: «Мысль», 2005. – 768 с.
56. Маневич, В.Е. Монетарная динамическая модель Тобина и анализ российской экономики / В.Е. Маневич // Вопросы экономики. – 2009. – №3. – С. 70-93.
57. Мареев, С.Н., Мареева, Е.В. История философии (общий курс): учебное пособие / С.Н. Мареев, Е.В. Мареева. – Москва: Академический Проект, 2003. – 880 с.

58. Маркс, К. Капитал: критика политической экономии – В 3 т. – Т. 3 / К. Маркс. – Москва: Госполитиздат, 1950-1951. – 932 с.
59. Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: Уточненные рамочные подходы // Банк международных расчетов. – 2004. – июнь.
60. Международные экономические отношения: учебник / под ред. В.Е. Рыбалкина.– Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – 591 с.
61. Мишкин, Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Ф.С. Мишкин. – Москва: ООО «И.Д. Вильямс», 2006. – 880 с.
62. Моргунов, Е.В. Эволюция теоретических представлений о роли государства в экономике // Вестник Государственного университета управления (ГУУ). – 2005. – №5. – С. 72-80.
63. Невский, В.С., Одинцова, А.В., Ольсевич, Ю.Я. Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. – В 5 т. – Т. IV. Век глобальных трансформаций / Сопред. редколл. Г.Г. Фетисов, А.А. Худокормов. – Москва: «Мысль», 2004. – 942 с.
64. Некипелов, А., Головнин, М. Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса / А. Некипелов, М. Головнин // Вопросы экономики. – 2010. – №1. С. 4-20.
65. Некипелов, А.Д. Риски денежно-кредитной политики и современные финансовые кризисы. – В сб.: Денежно-кредитная политика России и Украины в условиях мировых финансовых потрясений / отв. ред. А.Д. Некипелов, М.Ю. Головнин. – Санкт-Петербург: Алетейя, 2011. – С. 7-16.
66. Некипелов, А.Д. Становление и функционирование экономических институтов: от «робинзонады» до рыночной экономики, основанной на индивидуальном производстве / А.Д. Некипелов. – Москва: Экономистъ, 2006. – 328 с.
67. Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. – Кн. 1: Взгляд из России / под ред. акад. РАН А.Д. Некипелова, к.э.н. М.Ю. Головнина. – Москва: Институт экономики РАН, 2010. – 238 с.
68. Норт, Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / под ред. Б.З. Мильнера. – Москва: Фонд экономической книги «Начала», 1997. – 180 с.
69. О стратегии развития банковского сектора РФ на период до 2015 г. Правительство РФ №1472п-П13, ЦБ РФ №01-00111280. – 2011. – апрель.
70. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. – 2007. – Выпуск 4.
71. Обзор банковского сектора в странах ВЕ и СНГ // Центр макроэкономических исследований. Сбербанк. – 2012. – март.

72. Ольсевич, Ю.Я. Психологические аспекты современного экономического кризиса / Ю.Я. Ольсевич // Вопросы экономики. – 2009. – №3. – С. 39-53.
73. Ольсевич, Ю.Я. Фундаментальная неопределенность рынка и концепции современного кризиса / Ю.Я. Ольсевич. – Москва: Институт Экономики РАН, 2011. – 51 с.
74. Ольсевич, Ю.Я. Современный кризис «мейнстрима» в оценках его представителей (предварительный анализ) / Ю.Я. Ольсевич. – Москва: Институт Экономики РАН, 2013. – 46 с.
75. Пейро, М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения / общ. ред. Н.С. Бабинцевой. – Москва: Прогресс, Универс, 1994. – 496 с.
76. Полтерович, В.М. Элементы теории реформ / В.М. Полтерович. – Москва: ЗАО «Издательство «Экономика», 2007. – 447 с.
77. Портной, М.А. Ипотечный кризис в США. – В сб.: Мировой кризис: угрозы для России. Материалы совместного заседания Ученого совета ИМЭМО РАН и Правления ИНСОР 10 декабря 2008 г. / Сост. и науч. ред. С.В. Чебанов. – Москва: ИМЭМО РАН, 2009. – С. 58-67.
78. Последствия европейского долгового кризиса для экономики России / под ред. д.э.н. М.Ю. Головина. – Москва: Институт экономики РАН, 2013. – 61 с.
79. Приложение по вопросам налогообложения к Декларации лидеров стран «Группы Двадцати». – Группа Двадцати. – Сентябрь, 2013. – 5 с.
80. Примаков, Е. Опыт китайцев нам не повторить / Е. Примаков // Аргументы недели. – 2009. – №21(159) – 28 мая. Режим доступа: <http://www.argumenti.ru/publications/9684>.
81. Рабочий план по финансированию инвестиций. Заключение исследовательской группы и перспективы. – Группа Двадцати. – Сентябрь, 2013. – 40 с.
82. Райзберг, Б.А., Лозовский, Л.Ш., Стародубцева, Е.Б. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – Москва: ИНФРА-М, 2006. – 495 с.
83. Рейнхарт, К.М., Рогофф, К.С. На этот раз все будет иначе. Механизмы финансовых кризисов восемь столетий одни и те же / К.М. Рейнхарт, К.С. Рогофф. – Москва: Карьера Пресс, 2012. – 528 с.
84. Риски для государственных финансов государств-участников СНГ в свете текущей мировой нестабильности. Доклад №5 / Евразийский банк развития. Центр интеграционных исследований. – Санкт-Петербург, 2012. – 92 с.
85. Розмаинский, И.В. О методологических основаниях мейнстрима и гетеродоксии в экономической теории к. XIX – н. XXI века / И.В. Розмаинский // Вопросы экономики. – 2008. – №7. – С. 89-99.
86. Россия в цифрах. 2008: Крат. стат. сб. – Москва: Росстат, 2008. 510 с.

87. Российская экономика в 2006 году. Тенденции и перспективы / под ред. Н. Главацкой, К. Мезенцевой, С. Серьяновой. – Москва: ИЭПП, 2007. – Выпуск 28. – 751 с.
88. Руденский О.В., Рыбак О.П. Инновационная цивилизация XXI века: конвергенция и синергия NBIC-технологий. Тенденции и прогнозы 2015-2030 // Информационно-аналитический бюллетень ЦИСН. 2010. – №3. – С. 3-87.
89. Рудый, К.В. Финансовые кризисы: теория, история, политика / К.В. Рудый. – Москва: Новое знание, 2003. – 398 с.
90. Салерно, Дж. Золото и международная валютная система: вклад Майкла Хелперина – В сб.: Золотой стандарт: теория, история, политика / под ред. А. Куряева. – Челябинск: Социум, 2011. – С. 375-406.
91. Санкт-Петербургская Декларация лидеров «Группы двадцати». – Группа Двадцати. – Сентябрь, 2013. – 35 с.
92. Санкт-Петербургская стратегия развития. – Группа Двадцати. – 2013. – 15 с.
93. Сильвестров, С.Н. Мировой экономической кризис и формирование новой архитектуры глобальной экономики / С.Н. Сильвестров // Вестник финансовой академии. – 2009. – №2. С. 5-11.
94. Смирнов, А.Д. Макрофинансы I: методология моделирования пузырей и кризисов / А.Д. Смирнов // Экономический журнал ВШЭ. – 2010. – №3. – С. 275-310.
95. Смыслов, Д.В. Реформирование мировой валютно-финансовой архитектуры: 1990-2000-е годы / Д.В. Смыслов. – Москва: ИМЭМО РАН, 2009. – 123 с.
96. Смыслов, Д.В. Реформирование Международного валютного фонда: проблемы и решения. Регулятивные аспекты / Д.В. Смыслов // Деньги и кредит – 2012. – №1. – С. 36-43.
97. Сорос, Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – Москва: ИНФРА-М, 1999. – 262 с.
98. Сорос Дж. Исправить регулирование: теория рыночного равновесия неверна / Дж. Сорос // eJournal USA. Государственный департамент США. – 2009. – Т. 14. – №5. – С. 20-22.
99. Стратегия внешних связей российского председательства в «Группе двадцати» (аутрич-стратегия). – Группа Двадцати. – Февраль, 2013. – 28 с.
100. Талеб, Н.Н. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости / Н.Н. Талеб. – Москва: КоЛибри, Азбука-Аттикус, 2012. – 736 с.
101. Тейлор, А.М. Глобальные финансы: прошлое и настоящее / А.М. Тейлор // Финансы & развитие. – 2004. – март. – С. 28-31.
102. Урсул, А.Д. Образование в «информационном измерении». – В сб.: Современные проблемы прикладной математики, информатики, авторизации, управления / Материалы 3-его

международного научно-технического семинара (9-13 сентября 2013 г., г. Севастополь). – Москва: ИПИ РАН, 2013. – С. 10-40.

103. Фатхутдинов, Р.А. Стратегический менеджмент: учебник / Р.А. Фатхутдинов. – Москва: Дело, 2002. – 448 с.

104. Федякина, Л.Н. Международные финансы: учебное пособие / Л.Н. Федякина. – Москва: Междунар. отношения, 2012. – 640 с.

105. Фергюсон, Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – Москва: АСТ: CORPUS, 2013. – 431 с.

106. Хейфец, Б.А. Глобальные дисбалансы и реформа мировой финансовой системы / Б.А. Хейфец // Деньги и кредит. – 2012. – №7. – С. 48-56.

107. Шевяков, А.Ю., Кирута, А.Я. Измерение экономического неравенства / А.Ю. Шевяков, А.Я. Кирута. – Москва: «Лето», 2002. – 320 с.

108. Экономическая история мира / под общ. ред. д-ра экон. наук, проф., засл. деят. науки РФ М.В. Конотопова. – В 6 т. – Т. 5 – Москва: КНОРУС, 2008. – 352 с.

109. Энтов, Р.М. Анализ в свете теории кризисов. – В сб.: Мировой кризис: угрозы для России. Материалы совместного заседания Ученого совета ИМЭМО РАН и Правления ИНСОП 10 декабря 2008 г. / Сост. и науч. ред. С.В. Чебанов. – Москва: ИМЭМО РАН, 2009. – С. 29-43.

110. Энциклопедический словарь экономики и права [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://dic.academic.ru/contents.nsf/dic_economic_law/.

111. Яндиев, М.И. Финансовые рынки и корпоративные финансы: учебно-методологическое пособие / М.И. Яндиев. – Москва: Финансовая корпорация «Открытие», 2007. – 106 с.

Литература на английском языке:

112. Ariel, R.A. High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes / R.A. Ariel // Journal of Finance. – 1990. – December – №45(5).

113. Artis, M.J., Hoffmann, M. Declining Home Bias and the Increase in International Risk Sharing: Lessons from European Integration. [Электронный ресурс] / M.J. Artis, M. Hoffmann. – Режим доступа: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP6617>.

114. Artis, M.J., Hoffmann, M. The Home Bias and Capital Income Flows Between Countries and Regions. [Электронный ресурс] / M.J. Artis, M. Hoffmann. – Режим доступа: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP5691>.

115. Asia Focus. Country Analysis Unit // Federal Reserve Bank of San Francisco. – April 2013.

116. At the End of the End of History. Global Legal Standards: Part of the Solution or Part of the Problem? // International University College of Turin. – 2009. – May 11-12.

117. Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J. Measuring Economic Policy Uncertainty. [Электронный ресурс] / S.R. Baker, N. Bloom, S.J. Davis. – May 19. – 2013. – Режим доступа: www.PolicyUncertainty.com.
118. Baldwin, R.E., Martin, P. Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences / R.E. Baldwin, P. Martin // National Bureau of Economic Research (NBER). – Cambridge. – 1999. – January. – Working Paper Series 6904.
119. Barth, J.R., Lea, M., Li, T. China's Housing Market: Is a Bubble About to Burst? / J.R. Barth, M. Lea, T. Li // Milken Institute. – 2012. – October.
120. Basel III: A global Regulatory framework for more resilient banks and banking systems // Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). – December 2010 (rev June 2011).
121. Bayoumi, T., Ohnsorge, F. Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China / T. Bayoumi, F. Ohnsorge // IMF. – 2013. – August. – Working Paper WP/13/189.
122. Bernanke, B.S. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach / B.S. Bernanke // Journal of Money, Credit and Banking. – 1995. – February. – Vol. 27. – №1.
123. Bernanke, B.S. Essays on the Great Moderation / B.S. Bernanke. – Princeton University press, 2004. – 320 p.
124. Bickhandani, S., Hirshleifer, D., Welch, I. A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades / S. Bickhandani, D. Hirshleifer, I. Welch // The Journal of Political Economy. – 1992. – October. – Vol. 100. – №5.
125. Birdsall, N., Meyer, C., Sowa, A. Global Markets, Global Citizens, and Global Governance in the 21st Century / N. Birdsall, C. Meyer, A. Sowa // Centre for Global Development. – 2013. – June. – Working Paper №329.
126. Blanchard, O., Milesi-Ferretti, G.M. Global Imbalances: in Midstream? / O. Blanchard, G.M. Milesi-Ferretti // International Monetary Fund (IMF). – December 22. – 2009. – Staff Position Note SPN/09/29.
127. Blundell-Wignall, A., Atkinson, P., Lee, S.H. The current financial crisis: causes and policy issues / A. Blundell-Wignall, P. Atkinson, S.H. Lee // Financial market trends. OECD. – 2008.
128. Borio, C., Disyatat, P. Global imbalances and financial crisis: Link or no link / C. Borio, P. Disyatat // BIS. – 2011. – May. – Working Papers №346.
129. Cardarelli, R., Elekdag, S., Lall, S. Financial Stress, Downturns and Recoveries / R. Cardarelli, S. Elekdag, S. Lall // IMF. – 2009. – May. – Working Paper WP/09/100.
130. Cannes Summit Final Declaration “Building Our Common Future: Renewed Collective Actions for the Benefit of All” // G-20. – 2011. – November 4. – Режим доступа: <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-declaration-111104-en.html>.

131. CEE Banking Sector Report // Raiffeisen Research. May 2014.
132. Chakrabarty, B., Zhang, G. Financial contagion channels: Market microstructure evidence from Lehman Brothers' Bankruptcy. [Электронный ресурс] / B. Chakrabarty, G. Zhang. – 2010. – September. – Режим доступа: http://southwesternfinance.org/conf-2011/swfa2011_submission_93.pdf.
133. Chapter Eleven: Investment. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nafta-sec-alena.org/en/view.aspx?x=343>.
134. China: Foreign Exchange Rigidity, Asset Bubbles, and the Role of Chinese Banks // TD Bank Financial Group. – 2010. – October 1.
135. China's capital markets. The changing landscape // KPMG, FTSE financial services. – 2011.
136. Chui, M. Derivatives markets, products and participants: an overview / M. Chui // BIS. – 2012. - February. – IFC Bulletin №35.
137. Citigroup Inc. Form 10-K for the fiscal year ended December 31, 2012. Securities and Exchange Commission. – Washington, D.C. – 2012. – File number 1-9924.
138. Claessens, S., Dornbush, R., Park, Y.C. Contagion: Understanding How It Spreads / S. Claessens, R. Dornbush, Y.C. Park // World Bank Research Observer. – 2000. – Vol. 52. – №2.
139. Claessens, S., Kose, M.A. Financial Crises: Explanations, Types and Implications / S. Claessens, M.A. Kose // IMF. – 2013. – January. – Working Paper WP/13/28.
140. Clemens, M.A., Williamson, J.G. Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870–1913 / M.A. Clemens, J.G. Williamson // The Economic Journal (Royal Economic Society). – 2004. – April. – №114.
141. Collyns, Ch., Senhadji, A. Lending Booms, Real Estate Bubbles, and the Asian Crisis / Ch. Collyns, A. Senhadji // IMF. – 2002. – January. – Working Paper WP/02/20.
142. Danielsson J., Zigrand J.-P. Regulating hedge funds. / Special Issue. Hedge funds // Banque de France. Eurosystem. – 2007. – April. – Financial Stability Review. – P. 29-36.
143. Das, U.S., Iossifov, P., Podpiera, R., Rozhkov, D. Quality of Financial Policies and Financial System Stress / U.S. Das, P. Iossifov, R. Podpiera, D. Rozhkov // IMF. – 2005. – August. – Working Paper WP/05/173.
144. Daudin, G., Morys, M., O'Rourke, K.H. Globalization, 1870–1914 / G. Daudin, M. Morys, K.H. O'Rourke // Institute For International Integration Studies (IIIS). – 2008. – May. – Discussion Paper №250.
145. Declaration on Strengthen of Financial System, Declaration on Delivering Resources through the International Financial Institutions // G-20. – 2009. – April 2. – Режим доступа: www.g20.org.

146. Declaration Summit on Financial Markets and the World Economy // G-20. – 2008. – November 15. – Режим доступа: www.g20.org, <http://archive.kremlin.ru/events/articles/2008/11/209291/209303.shtml>.
147. DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT // PUBLIC LAW. 111-201. 2010. – July 21.
148. Dunning, J.H. The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity / J.H. Dunning // International Business Review. – 2000. – №9.
149. European Central Bank (ECB) Monthly Bulletin – 2012.
150. Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC). LCG2198chapIII.pdf // United Nation Publication. – Santiago. – Chile. – 2000. – April. – Sales NE.03IIG.11.
151. Economic Survey of Latin America and the Caribbean. Policies for Creating quality jobs // ECLAC. – 2008-2009.
152. Economic and Social Survey of Asia and the Pacific. Addressing Triple Threats to Development // Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (ESCAP). – 2009.
153. Fama, U.F. Efficient Capital Markets: II / U.F. Fama // The Journal of Finance. – 1991. – December. – Vol. 46. – №5.
154. Ferguson, N., Schularick, M. The Empire Effect: the Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization, 1880–1913 / N. Ferguson, M. Schularick // The Journal of Economic History. – 2006. – June. – Vol. 66. – №2.
155. Financial Contagion in the Era of Globalized Banking? // OECD Economics Department Policy Notes. – June 2012. – №14.
156. Financial Globalization: Retreat or Reset. Global Capital Markets 2013 // McKinsey Global Institute. – March 2013.
157. Financial Integration in Europe // ECB. – April 2013.
158. Financial Market Series: Banking // TheCityUK partnership prosperity. – 2012-2013.
159. Financial Speculations in the Oil Markets and the Determinations of the Price of Oil // The Energy Journal (International Organization for Energy Economics). – 2013. – Vol. 34. – № 3.
160. Fontana, G. Some notes on the monetary debate within the Post Keynesian school / Keynes, Uncertainty and the Global Economy. Beyond Keynes. – Volume Two. – Edward Elgar, 2002. – 329 p.
161. Forbes, K.J., Rigobon, R. Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues. [Электронный ресурс]. – 1999. – Режим доступа: <http://web.mit.edu>.
162. Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results // BIS. – September 2013. – Triennial Central Bank Survey.
163. Foreign Investment in Latin America and the Caribbean // ECLAC. – 2002-2013.

164. Friedman, M., Schwartz, A.J. A Monetary History of the United States, 1867–1960 / M. Friedman, A.J. Schwartz. – Princeton University Press, 1963. – 888 pp.
165. Friedman, M. The Optimum Quantity of Money / The Optimum Quantity of Money and Other Essays. – Chicago: Aldine, 1969.
166. Furfine, C.H. Interbank Exposures: Quantifying the Risk of Contagion / C.H. Furfine // BIS. – 1999. – June. – Working Papers №70.
167. Glasserman, P., Young, H.P. How Likely is Contagion in Financial Networks? / P. Glasserman, H.P. Young // Office of Financial Research. – June 21. – 2013. – Working Paper #0009.
168. Global crisis and financial intermediation in emerging market economies // BIS. – December 2010. – Papers №54.
169. Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness // IMF. – 2008.
170. Global liquidity: selected indicators // BIS. – 2013. – October 7.
171. Global Regulatory Reform Proposals. Side-by-side Comparisons and Timelines // Global Financial Market Association (GFMA). – 2013. – March 31. – Matrix.
172. Global Systemically Important Banks: update assessment methodology and the higher loss absorbency requirement // BIS. – July 2013.
173. Graham, E.M. Direct Investment and the Future Agenda of the World Trade Organization / E.M. Graham // Institute for International Economics. – Washington, D.C. – 1996. – June. – Conference Draft 24.
174. Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations – Background // Financial Stability Forum (FSB), IMF, BIS. – October 2009. – Report to the G-20 Financial Ministers and Central Bank Governors.
175. Hantoft, L., Jerkrot, H.N. Statistical Report Lehman Brothers. Financial Risk / L. Hantoft, H.N. Jerkrot // Chalmers University of Technology. – December 03. – 2012. – MVE220.
176. Harcourt, G.C. The Structure of Post-Keynesian Economics: The Core Contribution of the Pioneers / G.C. Harcourt. – Cambridge University Press, 2006. – 216 p.
177. Haubrich, J.G. Some Lessons on the Rescue of Long-Term Capital Management / J.G. Haubrich // Federal Reserve Bank of Cleveland. – 2007. – April. – Policy Discussion Paper № 19.
178. Hedge Funds. Financial Market Series // TheCityUK partnership prosperity. – May 2013.
179. Hennessy, M.P. China: a Real Estate Bubble, or No Trouble? / M.P. Hennessy // Morgan Creek Capital Management. – 2012. – September.
180. Holt, J. A Summary of the Primary Causes of the Housing Bubble and the Resulting Credit Crisis: A Non-Technical Paper / J. Holt // The Journal of Business Inquiry. – 2009. – Vol. 8. – № 1.

181. Hsu, S., Li, J., Qin, Y. Shadow Banking and Systemic Risk in Europe and China / S. Hsu, J. Li, Y. Qin // City University London. – 2013. – CITYPERC Working Paper Series № 2013/02.
182. IMF Quotas. Factsheet. – Washington, DC: IMF, 2012.
183. IMF Seminar with Romanian Trade Unions. – 2010. – November 2.
184. Jonung, L., Schuknecht, L., Tujula, M. The boom-bust cycle in Finland and Sweden 1984–1995 in an international perspective / L. Jonung, L. Schuknecht, M. Tujula // European Commission. – 2005. – December. – Economic Paper № 237.
185. Kaizoji, T., Sornette, D. Market Bubbles and Crashes / T. Kaizoji, D. Sornette // Munich Personal RePEc Archive. – December 13. – 2008. – MPRA Paper № 40798.
186. Kaminsky, G.L., Lyons, R.K., Schmukler, S.L. Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview / G.L. Kaminsky, R.K. Lyons, S.L. Schmukler // The World Bank Economic Review. – 2001. – Vol.15. – №2.
187. Kaminsky, G.L., Reinhart, C.M., Vegh, C.A. The Unholy Trinity of Financial Contagion / G.L. Kaminsky, C.M. Reinhart, C.A. Vegh // Journal of Economic Perspectives. – 2003. – Vol. 17. – №4.
188. Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions // FSB. – October 2011.
189. Keynes, J.M. Proposals for an International Currency Union (Second Draft). [Электронный ресурс] / J.M. Keynes. – November 18. – 1941. – Режим доступа: <http://www.eco.utexas.edu/facstaff/Cleaver/368keynesoncu.htm>.
190. Kose, M.A., Prasad, E.S., Terrones, M.E. How does financial globalization affect risk sharing? Patterns and Channels / M.A. Kose, E.S. Prasad, M.E. Terrones // IMF. – 2007. – October. – WP/07/238.
191. Krugman, P. Crises: The Next Generation? / P. Krugman // Tel Aviv University. – 2001. – March. – Razin Conference.
192. Krugman, P.R., Obstfeld, M. International Economics: Theory and policy. Sixth edition / P.R. Krugman, M. Obstfeld. – World Student Series, 2003. – 832 p.
193. Krugman, P. The International Financial Multiplier. [Электронный ресурс] / P. Krugman. – 2008. – October. – Режим доступа: www.princeton.edu/~pkrugman/finmult.pdf.
194. Krugman, P. How Did Economists Get It So Wrong? [Электронный ресурс] / P. Krugman. – September 2. – 2009. – Режим доступа: http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/krugman_september_6_2009_howdideconomistsdidsowrong.pdf.
195. Laeven, L., Valencia, F. Systemic Banking Crises Database: An Update / L. Laeven, F. Valencia // IMF. – 2012. – June. – Working Paper WP/12/163.

196. Lane, P.R., Milesi-Ferretti, G.M. The Cross-Country Incidence of the Global Crisis' / P.R. Lane, G.M. Milesi-Ferretti // IMF. – January 22. – 2010. – Preliminary comments.
197. Latifi, P. Lehman Brothers' rise and fall: From hero to dust / P. Latifi // Istanbul International Conference on Business and Economics. – 2013. – August.
198. Leaders' Statement. The Pittsburgh Summit. – 2009. – September 24-25.
199. Lewis, K.K. What can Explain the Apparent Lack of International Consumption Risk Sharing? / K.K. Lewis // NBER. – 1995. – August. – Working Paper № 5203.
200. Li, D.X. On Default Correlation: A Copula Function Approach» / D.X. Li // The RiskMetrics Group. – 2000. – April. – Working Paper № 99-07.
201. Lim, M. Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis – Causes and Consequences / M. Lim // The Levy Economics Institute of Bard College. – 2008. – April. – № 532.
202. Lo, A.W., Mamaysky, H., Wang, J. Foundations of Theoretical Analysis: Computational Algorithms, Statistical Inference, and Empirical Implementation / A.W. Lo, H. Mamaysky, J. Wang // Journal of Finance. – 2000. – August. – Vol. LV. – №4.
203. Maddison, A. The World Economy: A Millennial Perspective / A. Maddison // OECD. – 2001.
204. Malkiel, B.G. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics / B.G. Malkiel // Princeton University. – 2003. – April. – CEPS Working Paper №91.
205. Mapping the global capital markets, Fourth Annual Report // McKinsey Global Institute. – January 2008.
206. Markose, S.M. Systemic Risk from Global Financial Derivatives: A Network Analysis of Contagion and Its Mitigation with Super-Spreader Tax / S.M. Markose // IMF. – 2012. – Working Paper Draft.
207. Masciandaro, D., Quintyn, M. Regulating the Regulators: the Changing Face of Financial Supervision Architectures before and After the Crisis / D. Masciandaro, M. Quintyn // European Company Law. – 2010. – №6(5).
208. Masson, P. Contagion: macroeconomic models with multiple equilibria / P. Masson // Journal of International Money and Finance. – 1999. – №18.
209. Mastroeni, O. Pfandbrief-style products in Europe / O. Mastroeni // BIS. – 2001. – Papers №5.
210. Materials of Global Seminar for Senior Policymakers // Federal Reserve Bank of San Francisco. – 2006.
211. Medlen, C. The Bubble Machine: Relative Capital Valuation, Distributive Shares and Capital Gains / C. Medlen // Journal of Economic Issues (JEI). – 2007. – March. – №1.

212. Michie, R.C. *The Global Securities Market: A History* / R.C. Michie. – Oxford University Press, 2006. – 416 p.
213. Minsky, H.P. *The Financial Instability Hypothesis* / H.P. Minsky // *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*. – 1992. – May. – Working Paper №74.
214. Mishkin, F.S. *The Next Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich* / F.S. Mishkin. – Princeton University Press, 2008. – 320 p.
215. Miyagawa, S., Morita, Y. *Financial Crisis of Finland, Sweden, Norway and Japan* / S. Miyagawa, Y. Morita // *Journal of the Faculty of Economics*. – 2009. – September. – Vol. 19. – № 1.
216. *Modernizing the Fund. Annual Report*. – Washington, DC: IMF, 2009.
217. Morrison, W.M. *China's Economic Conditions* / W.M. Morrison // *Congressional Research Service*. – March 4. – 2013.
218. Morys, M. *The emergence of the Classical Golden Standard* / M. Morys // *Oxford University*. – 2007. – March. – *Economic History Society Annual Conference Paper*.
219. Motorina, N., Rutkowksi, F. *Offshore financial centers: Rogue players or useful refuges?* / N. Motorina, F. Rutkowksi // *Johannes Gutenberg Universitat*. – January 18. – 2013.
220. Nagurney, A., Wakolbinger, T. *Supernetworks: An Introduction to the Concept and its Applications with a Specific Focus on Knowledge Supernetworks* / A. Nagurney, T. Wakolbinger // *International Journal of Knowledge, Culture and Change Management*. – 2004. – №4.
221. Nakamura, R. *The Big Cleanse: The Japanese response to the financial crisis of 1990's seen from a Nordic perspective* / R. Nakamura // *The European Institute of Japanese Studies*. – 2002. – June. – Working Paper № 149.
222. Obstfeld, M. *Are Industrial-Country Consumption Rises Globally Diversified?* / M. Obstfeld // *NBER*. – 1993. – March. – Working Paper № 4308.
223. Obstfeld, M. *International Capital Mobility in the 1990s*. [Электронный ресурс] / M. Obstfeld. – 1994. – Режим доступа: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP902>.
224. Obstfeld, M. *International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model* / M. Obstfeld // *IMF*. – 2001. – Staff Papers, special issue. – Vol. 47.
225. Obstfeld, M., Taylor, A.M. *Globalization and Capital Markets* / M. Obstfeld, A.M. Taylor // *NBER*. – 2002. – February. – Conference paper.
226. Obstfeld, M., Taylor, A.M. *Globalization and Capital Markets* / M. Obstfeld, A.M. Taylor // *NBER*. – 2002. – March. – Working Paper 8846.
227. Obstfeld, M., Taylor, A.M. *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth* / M. Obstfeld, A.M. Taylor. – Cambridge University Press, 2004. – 372 p.
228. Odean, T. *Do Investors Trade Too Much?* / T. Odean // *American Economic Review*. – 1999. – December.

229. OTC Derivatives Market Reforms. 5-th Progress Report on Implementation // FSB. – 2013. – April 15.
230. Ozeki, K. The Chinese Real Estate Market: A Comparison with Japan's Bubble / K. Ozeki // PIMCO Asian Perspectives. – 2009. – December.
231. Papadimitriou, D.B., Randall Wray, L. Euroland as Global Meltdown Picks Up Speed / D.B. Papadimitriou, L. Randall Wray // The Levy Economics Institute of Bard College. – 2011. – October. – №693.
232. Pereira da Silva, L.A., Kuroyanagi, M. Boom and Burst in East Asia / L.A. Pereira da Silva, M. Kuroyanagi // Japan Bank for International Cooperation (JBIC). – 2000. – November. – Review №2.
233. Perez, C. Technological revolutions and financial capital. The dynamics of bubbles and golden ages / C. Perez. – Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2002. – 198 p.
234. Perez-Caldentey, E., Vernengo, M. The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis / E. Perez-Caldentey, M. Vernengo // The Levy Economics Institute of Bard College. – 2012. – January. – №702.
235. Phat, N.T. Causes and consequences of financial corruption: a conceptual inquiry / N.T. Phat // International Journal of Economics, Finance and Management Sciences. – 2013. – №1(2).
236. Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.-J., Kose, M.A. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence / E.S. Prasad, K. Rogoff, S.-J. Wei, M.A. Kose // IMF. – 2003. – Occasional paper 220.
237. Prasad, E.S., Rogoff, K., Wei, S.-J., Kose, M.A. Financial Globalization: A Reappraisal / E.S. Prasad, K. Rogoff, S.-J. Wei, M.A. Kose // IMF. – 2006. – August. – Working Paper WP/06/189.
238. Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean // ECLAC. – 2009. – Briefing Paper.
239. Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information // UNCTAD. – June 2011.
240. Progress Report of Development Working Group // G-20. – 2012.
241. Public Disclosure of Market and Credit Risks by International Intermediaries // BIS. – September 1994.
242. Raposa, K. Why China's Property Bubble is Different. [Электронный ресурс] / K. Raposa. – 2011. – Режим доступа: <http://www.forbes.com/sites/kenraposa/2011>.
243. Reich, J. What is Post-Keynesian Economics? / J. Reich // Goethe Universität. – 2009. – October.

244. Reinhart, C. A Series of Unfortunate Events: Common Sequencing Patterns in Financial Crises / C. Reinhart // Centre of Economic and Policy Research (CEPR). – 2012. – January. – Discussion Paper № 8742.
245. Report on the Role and Functioning of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets // U.S. Securities and Exchange Commission. – January 2003.
246. Report of the President's Working Group on Financial Markets. Hedge Funds, Leverage and the Lessons of Long-Term Capital Management // U.S. Department of the Treasury. – April 1999.
247. Report to G20 Leaders on monitoring implementation of Basel III regulatory reforms // BCBS (BIS). – August 2013.
248. Research on global financial stability: the use of BIS international financial statistics // BIS. – June 2010. – CGFS papers №40.
249. Resolution Plan for Citigroup Inc. & Citibank, N.A. Public Section // Citi. – 2013. – October 1.
250. Saez, E. Sticking It Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States (update with 2009 and 2010 estimates). [Электронный ресурс] / E. Saez. – 2012. – Режим доступа: www.uadoc.com.
251. SAFE further relaxes foreign exchange controls // Gide Loyrette Nouel. – Client Alert. – February 2014.
252. Sapir, J. Global Finance in Crisis: A provisional account of the “subprime” crisis and how we got into it / J. Sapir // Real-world economics review. – 2008. – issue №46.
253. Schoenmaker, D., Werkhonen, D. What is the Appropriate Size of Banking System? / D. Schoenmaker, D. Werkhonen // Duisenberg School of Finance Policy. – 2012. – October. – Paper Series №28.
254. Sheng, A. From Asian to Global Financial Crisis / A. Sheng // Lee Kuan Yew School of Public Policy. – 2009. – November.
255. Sinclair, T.J. Credit Rating Agencies and the Global Financial Crisis / T.J. Sinclair // Economic sociology_ the European electronic newsletter. – 2010. – November. – Vol.12. – №1.
256. Singh, K. Multilateral Investment Agreement in the WTO: Issues and Illusions / K. Singh // Asia-Pacific Research Network. – 2003. – July. – Policy Paper № 1.
257. Slovik, P., Cournede, B. Macroeconomic Impact of Basel III / P. Slovik, B. Cournede // OECD. – 2011. – Economic Department Working Papers №844.
258. Smith, E. Your Place or Mine? States, International Organizations and the Negotiation on Investment Rules / E. Smith // Transnational Corporations. – 1998. – December. – № 3. – P. 85-120.
259. Sorensen, B.E., Yosha, O. International Risk Sharing and European Monetary Unification / B.E. Sorensen, O. Yosha // Journal of International Economics. – 1998. – August. – Vol. 45. – Issue 2.

260. Sorensen, B.E., Yosha, O., Wu, Y.-T., Zhu, Y. Home Bias and International Risk Sharing: Twin Puzzles Separated at Birth. [Электронный ресурс] / B.E. Sorensen, O. Yosha, Y.-T. Wu, Y. Zhu. – 2005. – Режим доступа: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP5113>.
261. Sornette, D., Woodard, R. Financial Bubbles, Real Estate Bubbles, Derivative Bubbles, and the Financial and Economic Crisis / D. Sornette, R. Woodard // Coping with Crisis in Complex Socio-Economics Systems (CCSS). – 2009. – Working Paper Series CCSS-09-003.
262. Soros, G. The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crash Of 2008 and What It Means / G. Soros. – New York, 2008. – 208 p.
263. Soros, G. The Crisis and the Euro / G. Soros // The New York Review of Books. – July 12. – 2010.
264. Soros, G. Does the Euro Have a Future? / G. Soros // The New York Review of Books. – October 13. – 2011.
265. Special Issue. Hedge Funds // Banque de France. Eurosystem. – April 2007. Financial Stability Review. 17-155 pp.
266. Stiglitz, J.E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability / J.E. Stiglitz // World Development. – Washington, D.C. – 2000. – Vol. 28. – №6. – P. 1075-1086.
267. Stiglitz, J.E. Contagion, Liberalization, and the Optimal Structure of Globalization / J.E. Stiglitz // Journal of Globalization and Development. – April 2. – 2010. – Vol. 1. – Issue 2. – Article 2.
268. Suk, H., Bum, J.H. Bond Market Development in Asia / H. Suk, J.H. Bum // JBIC, UNESCAP, Bank of Korea. – 2008.
269. Taylor, A.M. External Imbalances and Financial Crises / A.M. Taylor // INF Conference. – 2012. – August-September.
270. The Cannes Action Plan for Growth and Jobs // G-20. – 2011. – November 4.
271. The factbook. – Lehman Brothers, 2006. – 28 p.
272. The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries // UCTAD. – December 2010.
273. The G-20 Toronto Summit Declaration // G-20. – 2010. – June 26-27.
274. The G-20 Seoul Summit Leader's Declaration // G-20. – 2010. – November 11-12.
275. The Global Financial Crisis – Why Didn't Anybody Notice? // British Academy Forum. – June 17. – 2009.
276. The international financial crisis and policy challenges in Asia and the Pacific // BIS. – July 2010. – Papers №52.
277. The Rise of China's Markets. A study of China's stock, bond and derivatives markets // KPMG, FTSE financial services. – 2007.
278. The role of ratings in structured finance: issues and implications // BIS. – January 2005.

279. The Top 1000 World Banks. Cover Story // The Banker. – July 2013.
280. The World Richest People. The World Billionaires // Forbes. – 2012.
281. Trade Policy Commitments and Contingency Measures. World Trade Report // World Trade Organization (WTO). – 2009.
282. Tressel, T. Financial Contagion through Banking Deleveraging: Stylized Facts and Simulations Applied to the Financial Crisis / T. Tressel // IMF. – 2010. – October. – Working Paper WP/10/236.
283. Towards Lasting Stability and Growth. IMF Umbrella Report for G-20 Mutual Assessment Process // G-20. – 2012.
284. Vernon, R.G. International Investment and International Trade in Product Cycle / R.G. Vernon // Quarterly Journal of Economics (Harvard Graduate School of Business Administration). – 1966. – P. 190-207. Режим доступа: <http://bev.berkeley.edu/ipe/readings/International%20Investment%20and%20International%20Trade%20in%20the%20Product%20Cycle.pdf>.
285. VIX – Fact & Fiction // Chicago Board Options Exchange (CBOE). – 2009. – May 1. – Issue #2.
286. Volosovych, V. Measuring financial market integration over the long-run: Is there a U-shape? / V. Volosovych // Tinbergen Institute. – 2011. – Discussion Paper TI 2011-018/2.
287. Whalen, Ch.J. The U.S. Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment / Ch.J. Whalen // The Levy Economics Institute of Bard College. – 2007. – Public Policy Brief №92.
288. White, E.N. The Great American Real Estate Bubble of the 1920s: Causes and Consequences / E.N. White // Rutgers University, NBER. – 2008. – October. – Preliminary Paper.
289. Wong, Y.C., Adams, C. Trends in Global and Regional Foreign Direct Investment Flows / Y.C. Wong, C. Adams // Regional Office for Asia and the Pacific International Monetary Fund. – 2002. – August.
290. World Investment Report 1996: Investment, Trade and International Policy Arrangements // UNCTAD. – 1996.
291. World Investment Report 2000: Cross-Border Mergers and Acquisitions and Development // UNCTAD. – 2000.
292. World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenges // UNCTAD. – 2008.
293. World Investment Report 2013: Global Value Chains: Investment and Trade for Development // UNCTAD. – 2013.
294. World Migration Report 2005: Cost and Benefits of International Migration // International Organization for Migration. – 2005.

295. Wray, L.R., Tymoigne E. Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of investment / L.R. Wray, E. Tymoigne // The Levy Economics Institute of Bard College. – 2008. – September. – Working Paper №543.
296. Yamin, M. A reassessment of Hymer's contribution to the theory of transnational corporation / M. Yamin. – London: Routledge, 1991.
297. Zhang, Z.M. China's contradiction. How excessive liquidity co-exists with a credit crunch / Z.M. Zhang // HSBC Global Research. 2011. – November.
298. 2013 update of group of global systemically important banks (G-SIBs) // FSB. – 2013. – November 11.
299. Официальный сайт БМР (BIS) – URL: <http://www.bis.org>.
300. Официальный сайт ВТО – URL: <http://www.wto.org>.
301. Официальный сайт Интернет-архива марксистов – URL: <http://www.marxists.org>.
302. Официальный сайт исследовательской группы Economic Policy Uncertainty – URL: <http://www.policyuncertainty.com>.
303. Официальный сайт Координационного совета Индонезии по инвестициям – URL: <http://www.indonesia-investments.com>.
304. Официальный сайт МВФ – URL: <http://www.imf.org>.
305. Официальный сайт Министерства финансов Японии – URL: <http://www.mof.go.jp>.
306. Официальный сайт Мирового банка – URL: <http://www.worldbank.org>.
307. Официальный сайт Статистического управления Швеции – URL: <http://www.scb.se>.
308. Официальный сайт Федерального агентства жилищного финансирования (США) – URL: <http://www.fhfa.gov>.
309. Официальный сайт Федеральной корпорации по страхованию вкладов (США) – URL: <https://www.fdic.gov>.
310. Официальный сайт Федеральной резервной системы США – URL: <http://www.federalreserve.gov>.
311. Официальный сайт ФФС/СФС – URL: <http://www.financialstabilityboard.org>.
312. Официальный сайт Центрального банка РФ – URL: <http://www.cbr.ru>.
313. Официальный сайт ЮНКТАД – URL: <http://unctad.org>.
314. Официальный сайт Японского бюро статистики – URL: <http://www.stat.go.jp>.
315. Официальный сайт Японского института недвижимости – URL: <http://www.reinet.or.jp>.
316. Официальный сайт Bloomberg – URL: <http://www.bloomberg.com>.
317. Официальный сайт G-20 – URL: <http://www.imf.org>, <http://ru.g20russia.ru>.
318. Официальный сайт International Swaps and Derivatives Association (ISDA) – URL: <http://www2.isda.org>.

319. Официальный сайт NBER – URL: <http://www.nber.org>.
320. Официальный сайт *The Banker* – URL: <http://www.thebanker.com>.
321. Официальный сайт The Securities Industry and Financial Markets Association – URL: <http://www.sifma.org>.
322. Официальный сайт World Federation of Exchanges members – URL: <http://www.world-exchanges.org>.
323. Персональная Интернет-страница М.Обстфельда – URL: <http://eml.berkeley.edu/~obstfeld/>.
324. Сайт исторической статистики – URL: <http://www.historicalstatistics.org>.
325. Сайт исторической статистики Maddison Project – URL: <http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/home.htm>.

Приложение

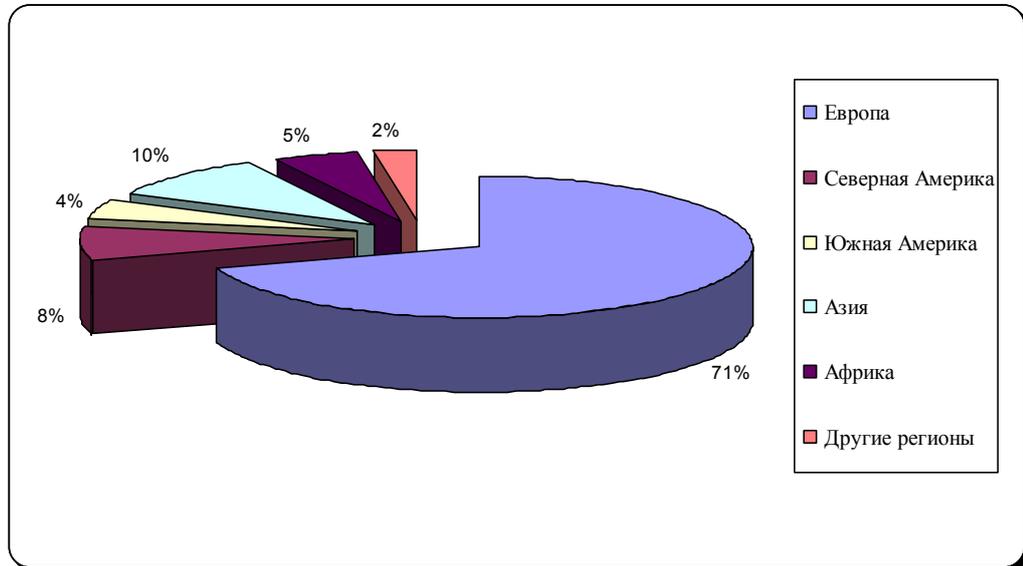
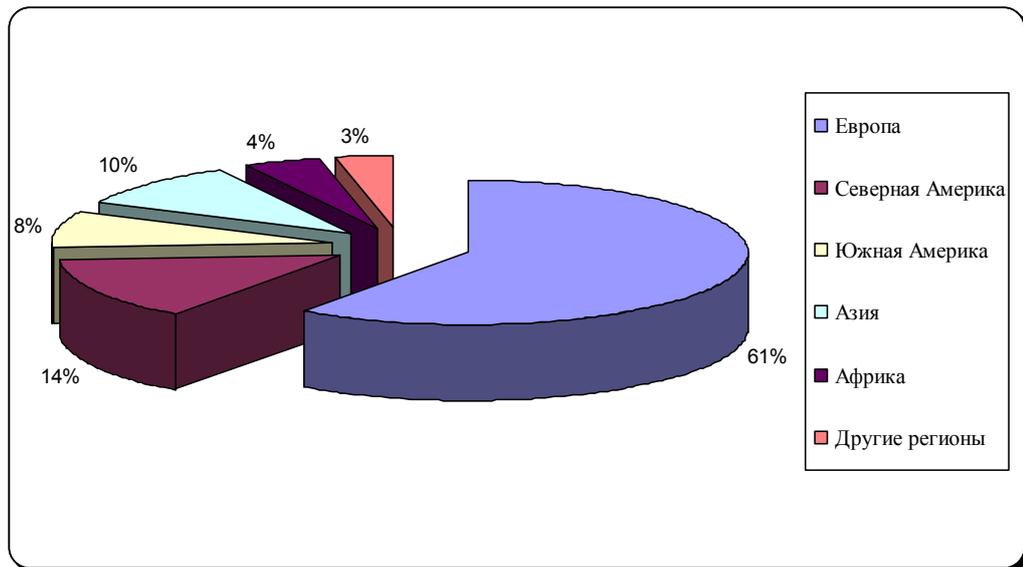


Рисунок 1 – Региональная структура экспорта европейских стран, 1910 г.



Источник по рис. 1-2: Baldwin R.E., Martin P. Op. cit. P. 16.

Рисунок 2 – Региональная структура импорта европейских стран, 1910 г.

Уровень миграции в европейских странах (на 1000 чел. населения)

Страны	1851-1860	1861-1870	1871-1880	1881-1890	1891-1900	1901-1910
Австрия-Венгрия			2,9	10,6	16,1	47,6
Бельгия				8,6	3,5	6,1
Великобритания	58	51,8	50,4	70,2	43,8	65,3
Дания			20,6	39,4	22,3	28,2
Финляндия				13,2	23,2	54,5
Франция	1,1	1,2	1,5	3,1	1,3	1,4
Германия			14,7	28,7	10,1	4,5
Ирландия			66,1	141,7	88,5	69,8
Италия			10,5	33,6	50,2	107,7
Голландия	5	5,9	4,6	12,3	5	5,1
Норвегия	24,2	57,6	47,3	95,2	44,9	83,3
Португалия		19	28,9	38	50,8	56,9
Испания				36,2	43,8	56,6
Швеция	4,6	30,5	23,5	70,1	41,2	42
Швейцария			13	32	14,1	13,9

Источник: Historical Dataset of Institute For International Integration Studies; Daudin G., Morys M., O'Rourke K.H. Op. cit. P. 29.

Миграция, в % к общей численности населения

	1880-1890	1890-1900	1900-1910
Страны-доноры рабочей силы			
Великобритания	-3,0	-5,2	-2,0
Италия	-1,6	-3,4	-4,9
Испания	-1,5	-6,0	-5,1
Швеция	-2,9	-7,2	-3,5
Португалия	-3,5	-4,1	-5,9
Страны-реципиенты рабочей силы			
США	5,7	8,9	4,0
Канада	2,3	4,9	3,7
Австралия	11,2	16,6	0,8
Аргентина	4,5	25,6	9,5
Бразилия	1,9	3,8	8,4
Новая Зеландия	53,5	4,0	4,2

Источник: Baldwin R.E., Martin P. Op. cit. P. 19.

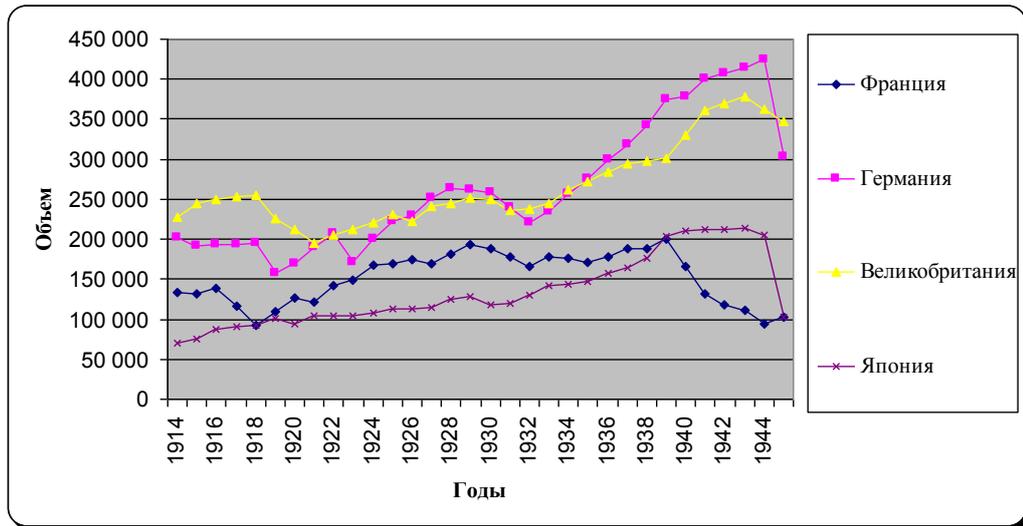
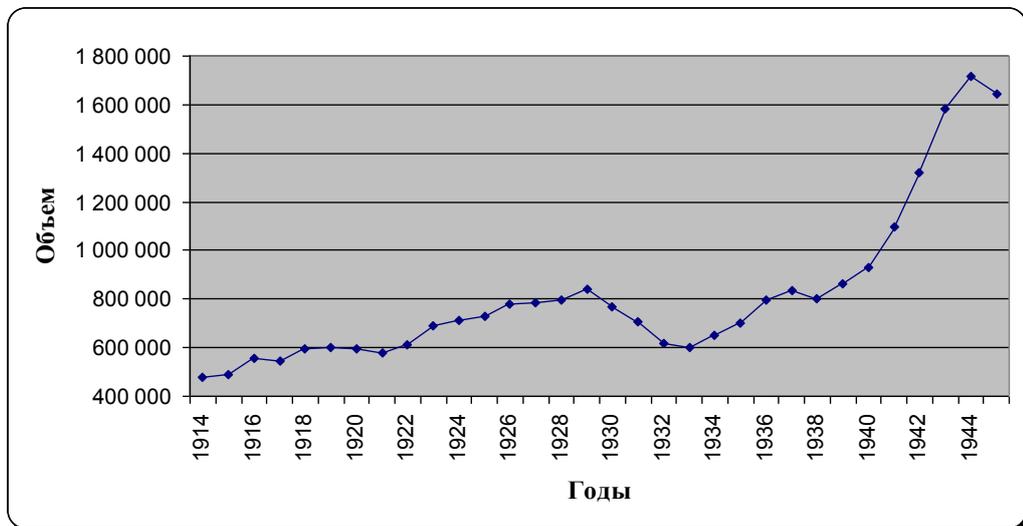


Рисунок 3 – ВВП, млн расчетных единиц (1990 International Geary-Khamis dollars)



Источник по рис. 3-4: Historical Statistics for the World Economy: 1-2003 AD (copyright A.Maddison).

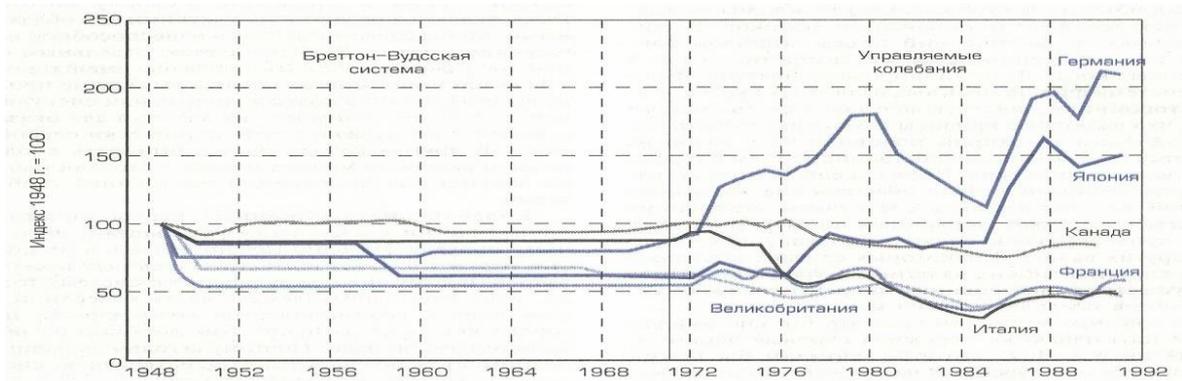
Рисунок 4 – ВВП США, млн расчетных единиц (1990 International Geary-Khamis dollars)

Таблица 2

Средний уровень ставок тарифов на промышленную продукцию

	1913	1925	1931	1950
Австрия	18	16	24	18
Франция	20	21	30	18
Германия	13	20	21	26
Италия	18	22	46	25
Испания	41	41	63	
Швеция	20	16	21	9
Великобритания	0	5		23
США	44	37	48	14

Источник: Baldwin R.E., Martin P. Op. cit. P. 27.



Источник: Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика. М.: ИНФРА-М, 2003. С. 879.

Рисунок 5 – Соотношение обменных валютных курсов

Таблица 3

Перекрестная классификация производных финансовых инструментов

Типы контрактов (механика деривации)	По виду базового актива	По торговой площадке
<ol style="list-style-type: none"> 1. Форвард (<i>forward</i>); 2. Фьючерс (<i>futures</i>); 3. Опцион (<i>option</i>); 4. Своп (<i>swap</i>). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Деривативы на индексы акций (<i>equity derivatives</i>); 2. Валютные деривативы (<i>foreign exchange derivatives</i>); 3. Процентные деривативы (<i>interest rate derivatives</i>); 4. Товарные деривативы (<i>commodity derivatives</i>); 5. Кредитные деривативы (<i>credit derivatives</i>). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Биржевые деривативы (<i>exchange-traded derivatives</i>); 2. Внебиржевые деривативы (<i>over-the-counter derivatives</i>).

Примечание: классификация составлена при использовании сл. источника – Chui M. Derivatives markets, products and participants: an overview // Bank for international settlements (BIS). 2012. February. IFC Bulletin №35. P. 3-11.

Таблица 4

Хронология европейской валютной интеграции

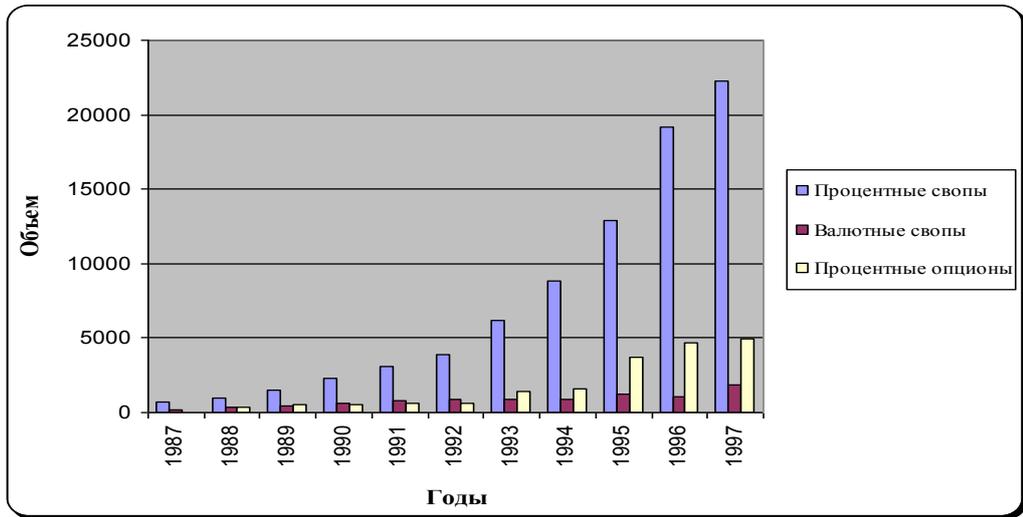
Событие	Дата (годы)
Доклад Вернера: трехэтапный план создания ЭВС за 10 лет	08.10.1970
Распад Бреттон-Вудской системы и провал плана Вернера	1971
«Валютная змея в тоннеле» – механизм, нацеленный на сужение границ колебаний национальных валют («змея») по отношению к колебаниям доллара США («тоннель»)	24.04.1972
Создание ЕВС	05.09.1978
Доклад Делора: трехэтапный план создания ЭВС	12.04.1989
Маастрихтский договор о создании ЕС и ЭВС	07.02.1992
Критерии конвергенции	07.02.1992
Создание Европейского валютного института	01.01.1994
Создание Европейского Центрального банка (ЕЦБ)	30.06.1998
Пакт о стабильности и росте	16–17.06.1997
Введение единой валюты евро в безналичный оборот	01.01.1999
Введение единой валюты евро в наличный оборот	01.01.2002
Амстердамский договор	1997–1999
Договор в Ницце	2001–2003
Лиссабонская стратегия, направленная на модернизацию экономики ЕС	2000

Примечание: составлено и описано на основе см.: Волгина Н.А. Указ. соч. С. 384.

Организационная структура деятельности Citigroup

Глобальный потребительский сегмент		Глобальный корпоративный сегмент		Глобальный сегмент инвестиционного управления и частного банковского обслуживания	
Коммерческая банковская деятельность в Северной Америке	Коммерческие банковские услуги и финансовые продукты	Корпорационное кредитование и инвестирование	Андеррайтинг и размещение акций и ценных бумаг с фиксированным доходом	Travelers Life and Annuity	Страхование Взаимные фонды Инвестиционные компании
Ипотечное кредитование	Ипотечные и студенческие кредиты		Финансирование, консультационные и брокерские услуги	Частные банковские услуги Citigroup	Услуги по персональному управлению активами
Банковские карточки (Северная Америка)	<ul style="list-style-type: none"> • Dinners Club; • CitiCards; • Master Card; • Visa; • Другое. 		Сделки с фьючерсами		Управление пенсионными средствами
Финансовые услуги	<ul style="list-style-type: none"> • имущественное страхование, страхование от несчастных случаев; • страхование жизни; • взаимные фонды. 		Валюта Внебиржевые сделки Финансовые инновации Лизинг		Депозитарные услуги Индивидуальные услуги Традиционные банковские услуги
Интернет-потребители	Разработка онлайн услуг и финансовых продуктов	Корпоративное кредитование в странах с формирующимся рынком и глобальные услуги по сопровождению сделок	Финансовые продукты и услуги для ТНК в развивающихся странах	Управление активами (Citigroup) Управление активами (Smith Barley) Управление активами (Salomon Brothers) Управление активами (Citibank)	Общий и индивидуальный порядок выхода на пенсию Фонды Центральные банки Страховые компании Гос. органы
Международная деятельность: Азия ЦВЕ Западная Европа Африка и Ближний Восток Латинская Америка	Банковские услуги: <ul style="list-style-type: none"> • кредитные карты; • инвестиционные услуги; • кредитование 	Коммерческое страхование	Страхование коммерческой собственности		

Источник по табл. 5: Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC). LCG2198chapIII.pdf // United Nation Publication. Santiago. Chile. 2002. April. Sales NE.03PIG.11. P. 117-118, 152.



Примечание: график построен на основе базы данных ISDA Market Survey, 2010.
Рисунок 6 – Производные ценные бумаги к погашению, млрд. долл. США

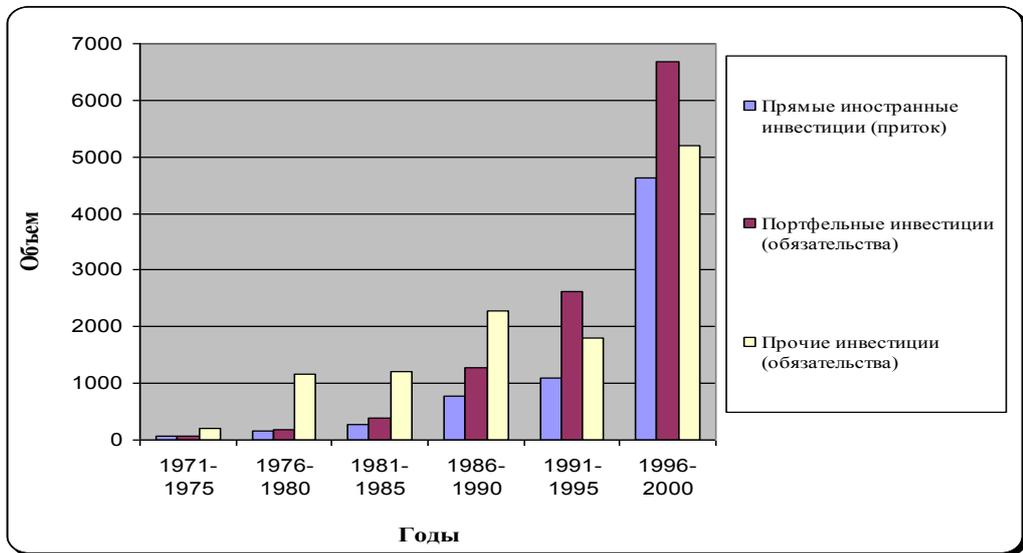
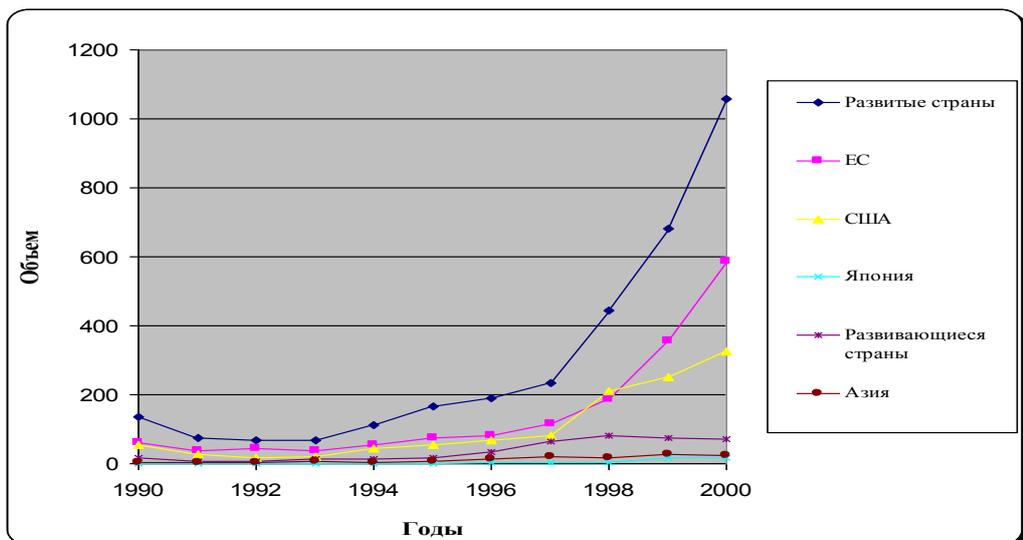
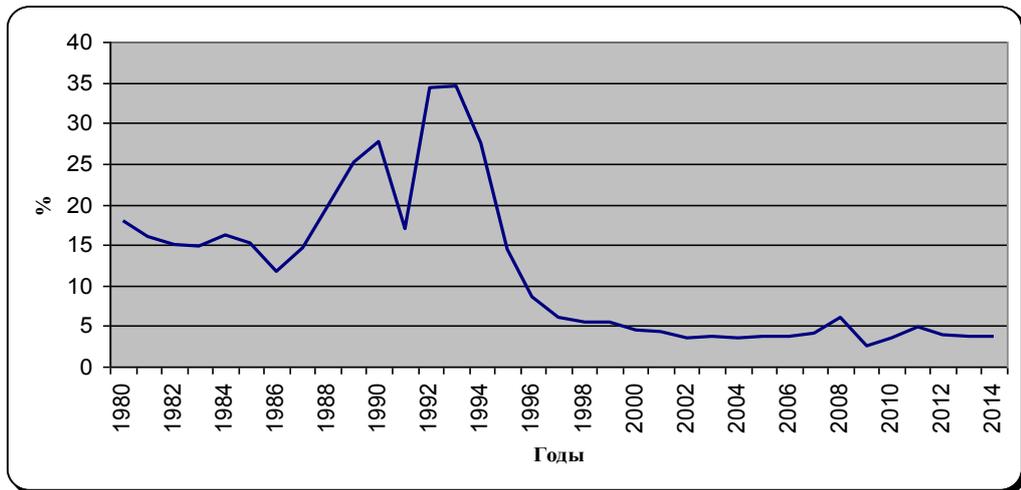


Рисунок 7 – Глобальные потоки капитала, млрд. долл. США



Источник по рис. 7-8: Wong Y.C., Adams C. Op. cit. P. 19-25.

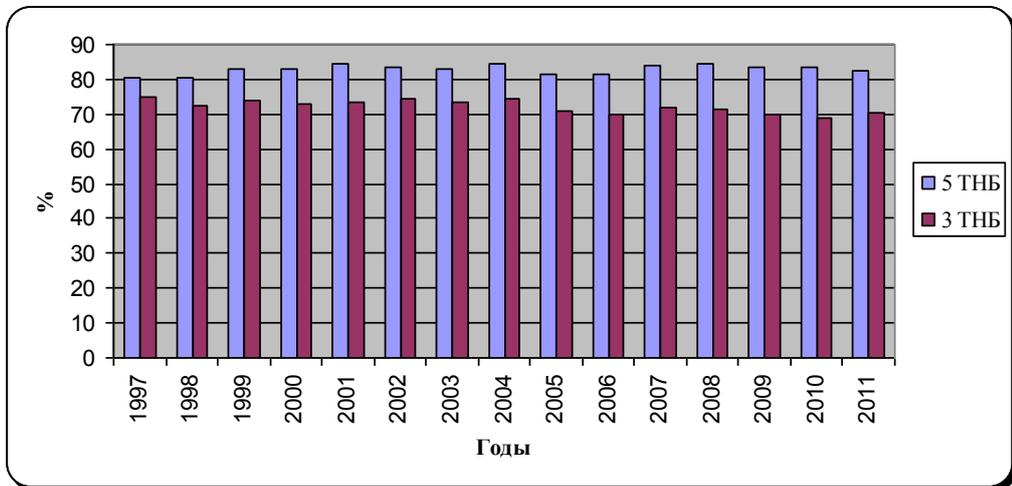
Рисунок 8 – Трансграничные слияния и поглощения (по продажам, млрд. долл. США)



Примечание: изменение среднего уровня потребительских цен.

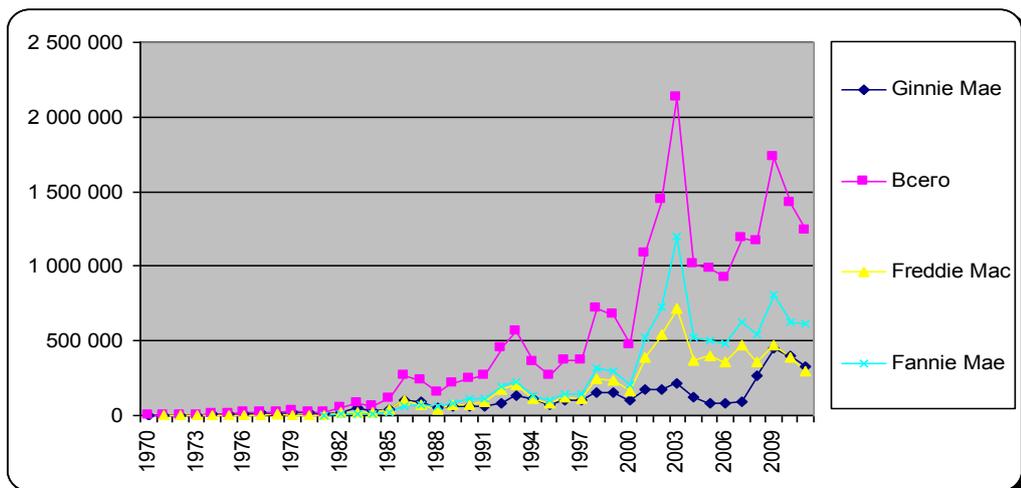
Источник: World Economic Outlook Database // IMF. October 2013.

Рисунок 9 – Динамика совокупного показателя инфляции за 1980–2014 гг.



Источник: World Development Indicators (World Bank Database).

Рисунок 10 – Банковская концентрация, % от совокупных активов коммерческих банков



Источник: The Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) www.sifma.org.

Рисунок 11 – Выпуск агентских производных финансовых инструментов, обеспеченных ипотекой (MBS), млн. долл. США

Страны, территории и отдельные юрисдикции, включенные в число ОФЦ

Африка	Азиатско-Тихоокеанский регион	Европа	Ближний Восток	Регионы Западного Полушария
Джибути Либерия Маврикий Сейшельские о-ва Танжер	О-ва Кука О-в Гуам Гонконг Япония О-в Лабуан (Малайзия) Макао Марианские о-ва Маршалловы о-ва Микронезия Науру О-в Ниуэ Филиппины Сингапур О-в Таити Таиланд Вануату Западное Самоа	Андорра Кампионе-д'Италия Кипр Дублин (Ирландия) Гибралтар О-в Гернси О-в Мэн О-в Джерси Лихтенштейн Лондон Люксембург О-в Мадейра Мальта Монако Швейцария	Бахрейн Израиль Ливан	Ангилья О-в Антигуа О-в Аруба Багамские о-ва Барбадос Белиз Бермудские о-ва Британские Виргинские о-ва Каймановы о-ва Коста-Рика О-в Доминика О-в Гренада О-в Монсеррат Нидерландские Антильские о-ва Панама Пуэрто-Рико Сент Китс и Невис Сент-Люсия Сент-Винсент и Гренадины Теркс и Кайкос США Уругвай О-ва Вест-Индия

Источник: BIS, IMF, OECD, World Bank Statistics; Offshore Group of Banking Supervisors; Financial Stability Forum's Working Group on Offshore Financial Centers; Motorina N., Rutkowski F. Op. cit. 2013.

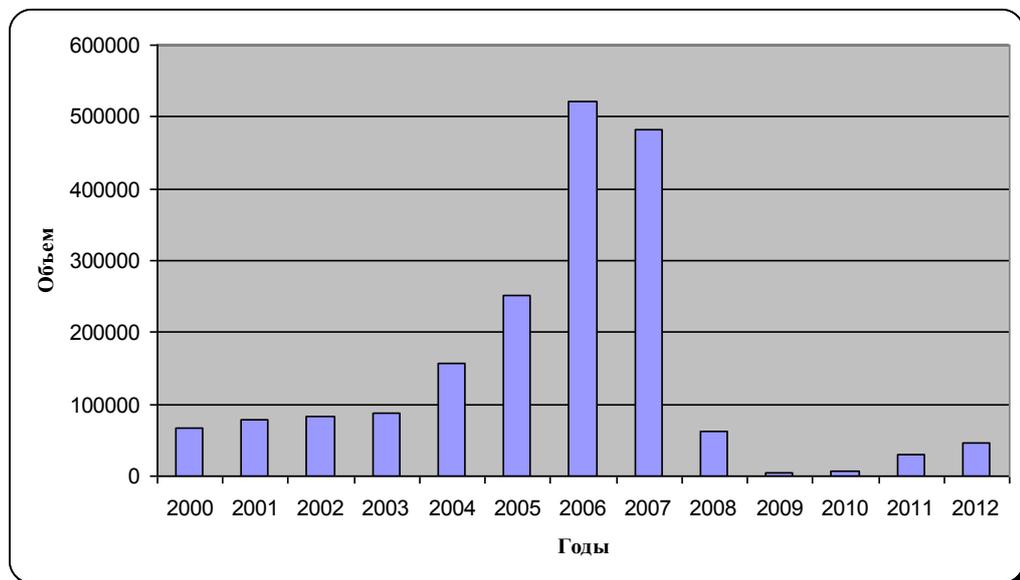
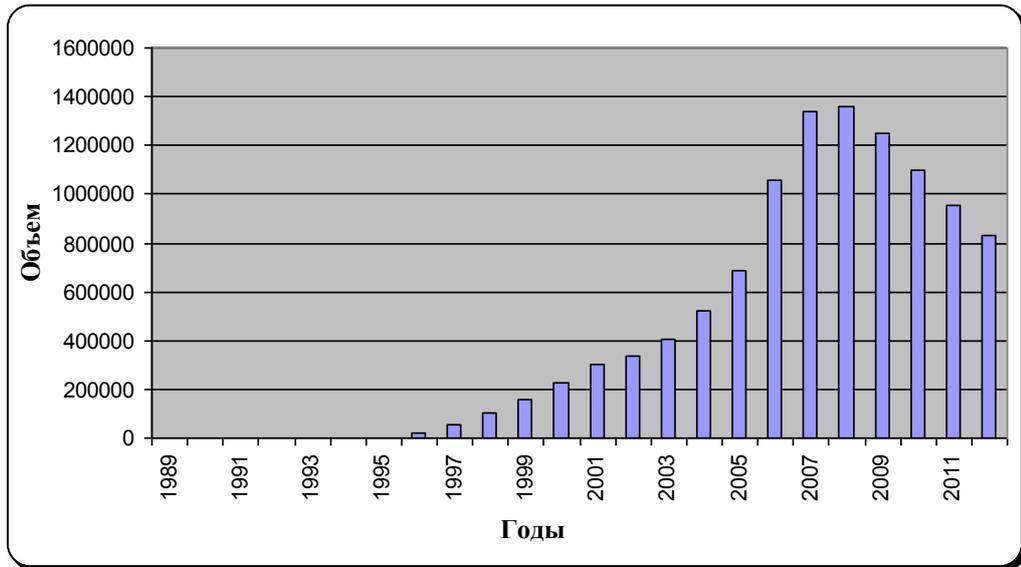


Рисунок 12 – Глобальный выпуск ценных бумаг, обеспеченных долговыми обязательствами (CDO), млн. долл. США



Примечание: показатели объема глобальных CDO к погашению.

Рисунок 13 – Динамика рынка глобальных CDO, млн. долл. США

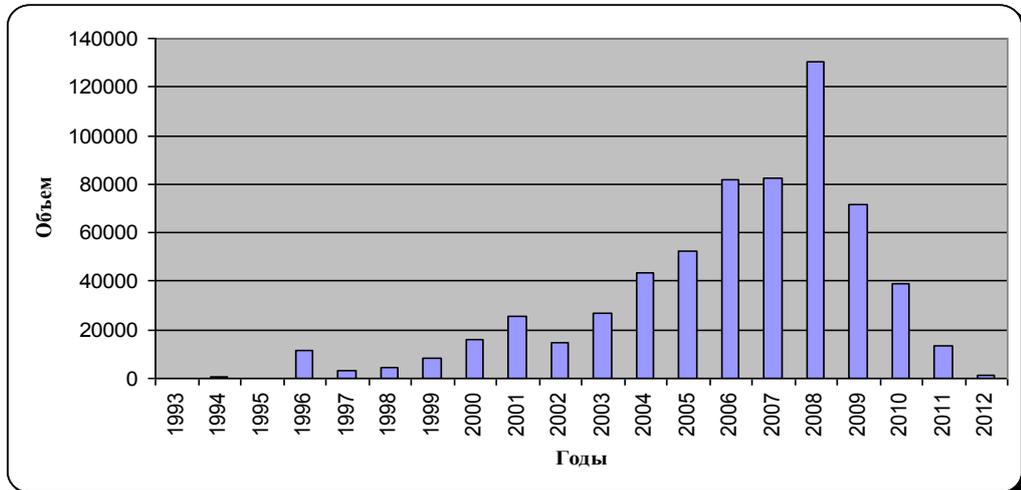
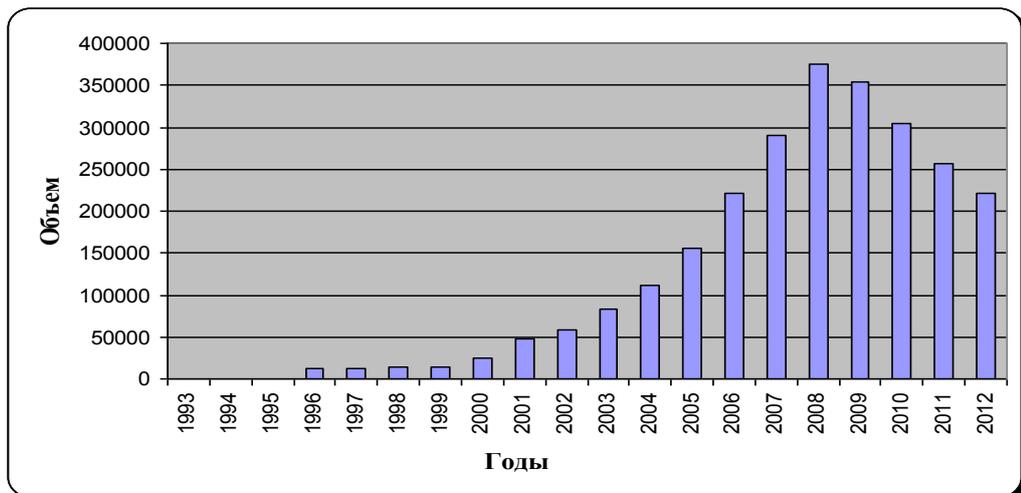


Рисунок 14 – Выпуск CDO европейских стран, млн. долл. США

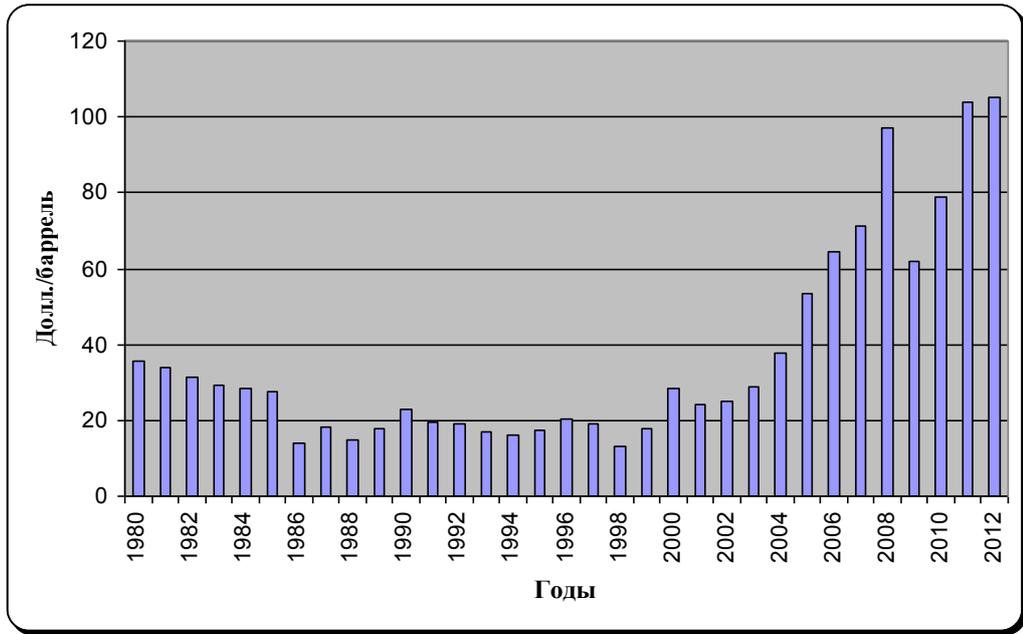


Примечание: показатели объема европейских CDO к погашению.

Источник по рис. 12-15: The Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

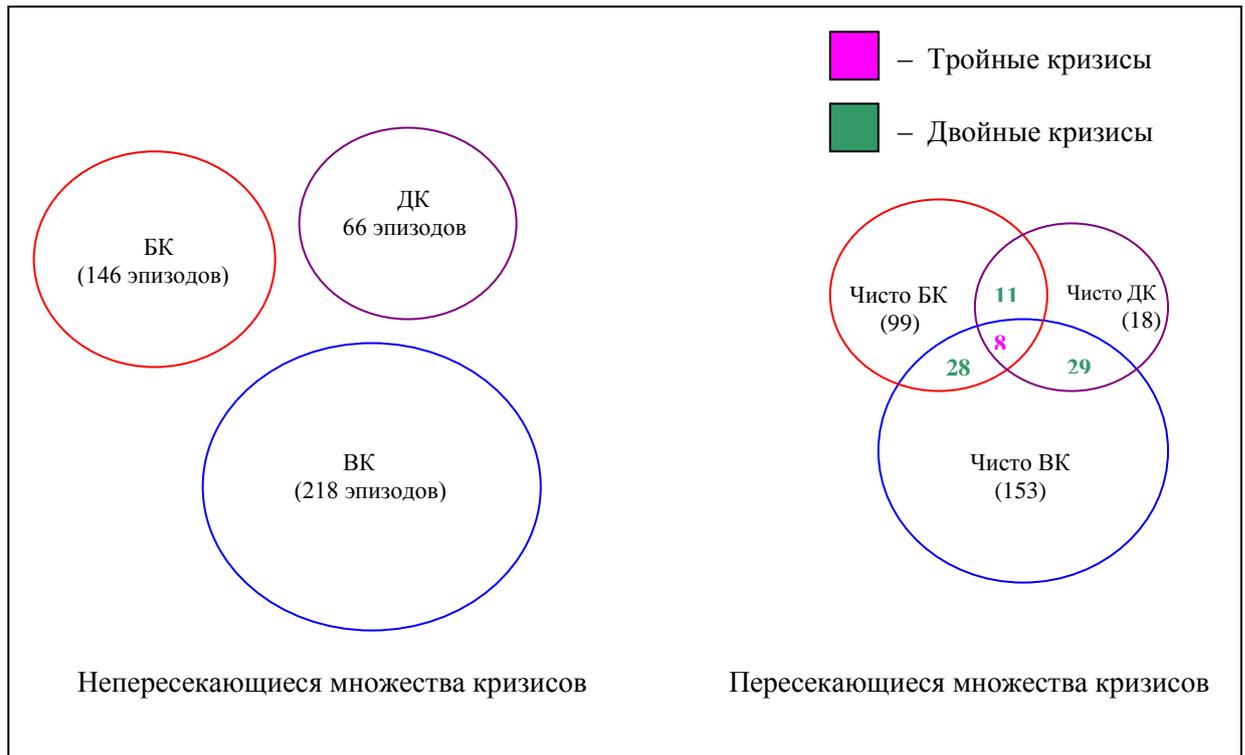
www.sifma.org.

Рисунок 15 – Динамика рынка глобальных CDO, млн. долл. США



Источник: World Economic Outlook Database // IMF. April 2013.

Рисунок 16 – Динамика цены на сырую нефть на основе средней из трех марок: Brent, West Texas, Dubai Fateh (APSP)



Примечание: VK = Валютные кризисы, БК = Банковские кризисы, ДК = Долговые кризисы.

Источник: Systemic Banking Crises Database, Laeven L., Valencia F. Op. cit. P. 11-13.

Рисунок 17 – Группы кризисов за период 1970–2011 гг.

Результаты теста Грейнджера для показателей Японии и Швеции

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 12/22/13 Time: 11:41
Sample: 1981 2005
Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
CRED does not Granger Cause SW	22	0.24003	0.0398
SW does not Granger Cause CRED		0.01014	0.9208

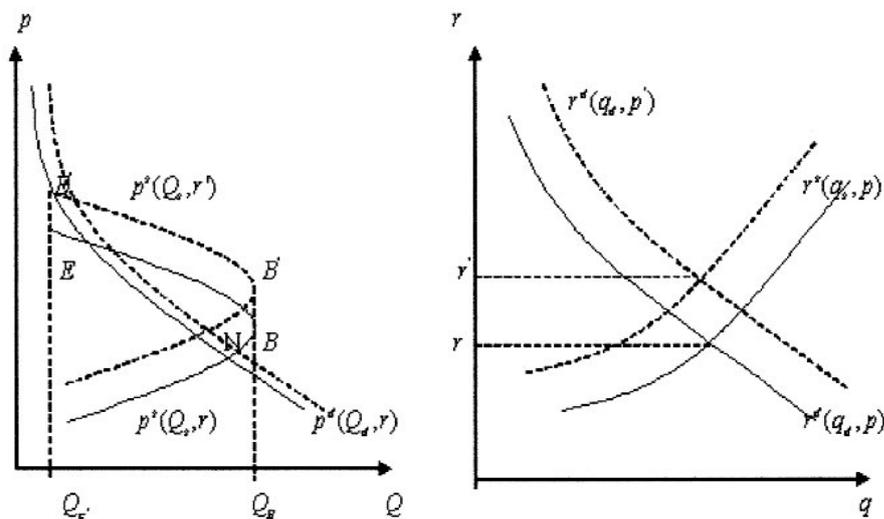
Pairwise Granger Causality Tests
Date: 12/22/13 Time: 11:40
Sample: 1981 2005
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
CRED does not Granger Cause SW	21	5.14665	0.0128
SW does not Granger Cause CRED		0.10405	0.9018

Примечание: до проведения теста автором был выполнен необходимый анализ временных рядов с помощью пакета прикладных программ Eviews6; CRED = Размер кредитной массы в Японии, SW = динамика ценового индекса коммерческой недвижимости Швеции.

Источник: Bank of Japan, Statistical Bureau of Japan (URL: <http://www.boj.or.jp/en/>; <http://www.stat.go.jp/english/>), Sweden Statistics.

$$\begin{aligned}\dot{Q}_s &= k_s (p^s(Q_s, r) - p) \\ \dot{Q}_d &= k_d (p^d(Q_d, r) - p) \\ \dot{p} &= \alpha(Q_d - Q_s) \\ \dot{q}_s &= l_s (r^s(q_s, p) - r) \\ \dot{q}_d &= l_d (r^d(q_d, p) - r) \\ \dot{r} &= \beta (q_d - q_s).\end{aligned}$$



Источник: Бродский Б.Е. Указ. соч. Гл. 4 и авторское построение с помощью программы AnyLogic.

Рисунок 18 – Поведение рынков целевого и финансового активов

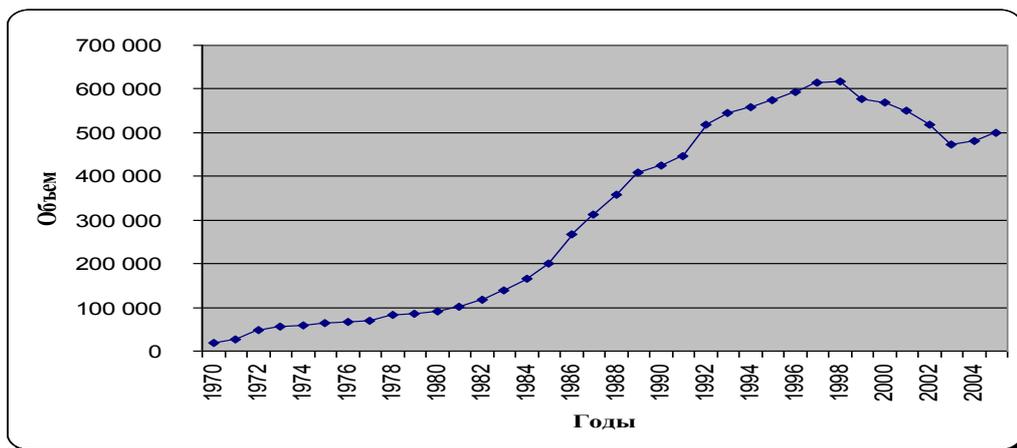
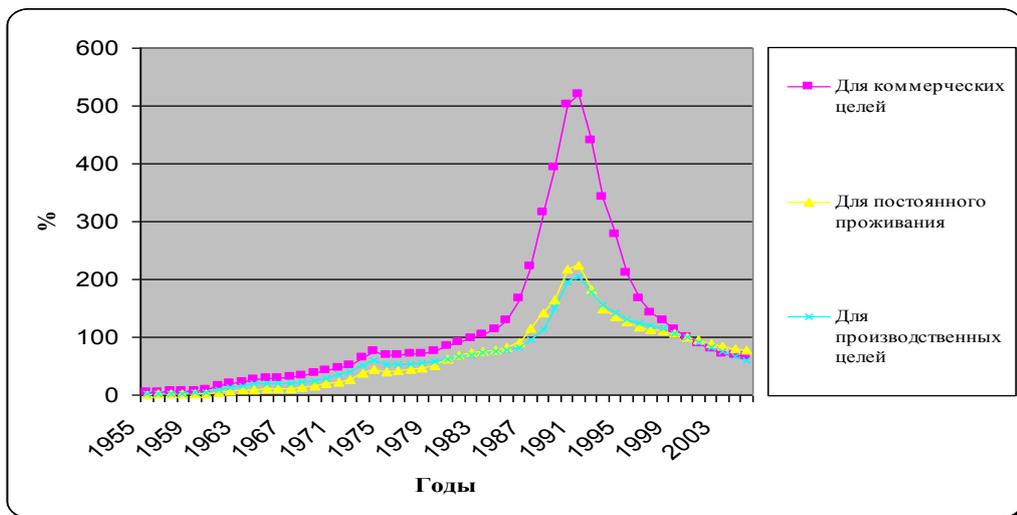


Рисунок 19 – Суммарный размер кредитов и учет векселей, по сделкам с недвижимостью, млрд. иен



Источники по рис. 19-20: Bank of Japan, Statistic Bureau of Japan, the Japan Real Estate Institute (URL: <http://www.boj.or.jp/en/>; <http://www.stat.go.jp/english/>, <http://www.reinet.or.jp/en/>).

Рисунок 20 – Динамика индекса цен на землю в 6 крупнейших городах Японии, 1955–2005 гг. (показатель на конец марта, 2000 = 100)

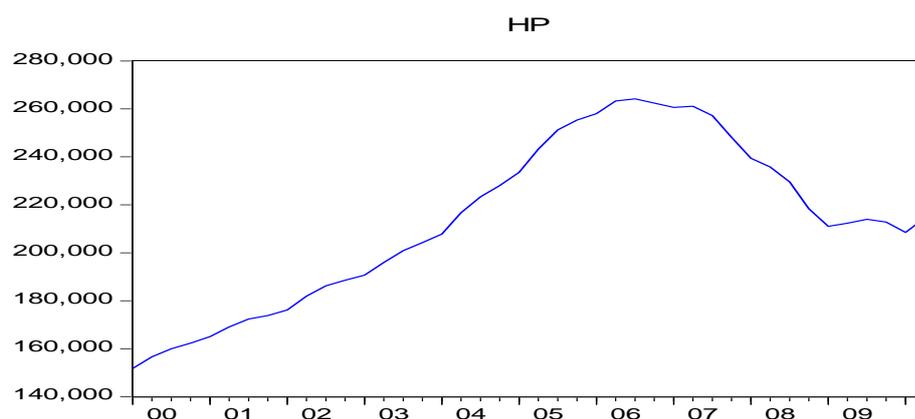


Рисунок 21 – Динамика ценового индекса недвижимости Швеции, в % к предыдущему году

Внешнее банковское финансирование некоторых азиатских стран (в %)

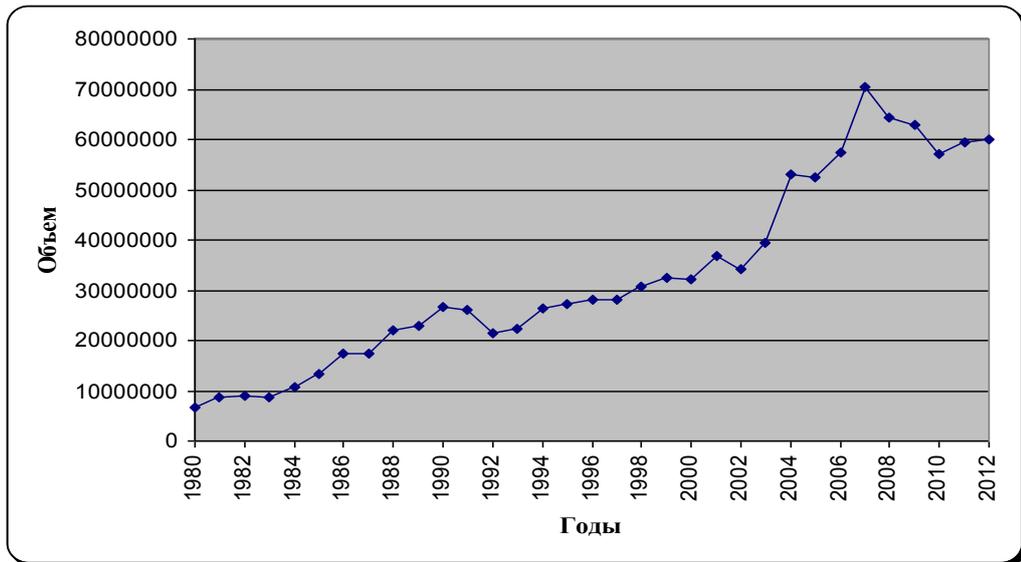
	1990-1992	1993-1996	1997	1998
Таиланд				
Внешнее финансирование, в % от совокупных банковских кредитов	57,8	55,3	51,6	44,8
Японские банковские кредиты, в % от внешнего финансирования	54,5	57,5	56,7	54,5
Индонезия				
Внешнее финансирование, в % от совокупных банковских кредитов	35,6	39,5	45,0	34,9
Японские банковские кредиты, в % от внешнего финансирования	59,8	46,7	37,9	36,4
Малайзия				
Внешнее финансирование, в % от совокупных банковских кредитов	50,6	50,6	57,2	49,9
Японские банковские кредиты, в % от внешнего финансирования	52,5	41,2	31,3	31,7
Корея				
Внешнее финансирование, в % от совокупных банковских кредитов	69,2	63,7	52,5	40,3
Японские банковские кредиты, в % от внешнего финансирования	30,0	27,5	21,6	25,8

Источник: Bank of Japan; Pereira da Silva L.A., Kuroyanagi M. Boom and Burst in East Asia // Japan Bank for International Cooperation (JBIC). 2000. November. Review №2. P. 6.



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

Рисунок 22 – Средняя цена на недвижимость в США, квартальные данные, 2000–2010 гг.



Источник: <http://www2.fdic.gov/hsob/HSOBRpt.aspTable CB12>.

Рисунок 23 – Ипотечные кредиты иностранных банков на недвижимость в США, тыс. долл. США

Таблица 9

Тест Грейнджера для показателей США

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 08/08/13 Time: 09:27
Sample: 1991 2011
Lags: 2

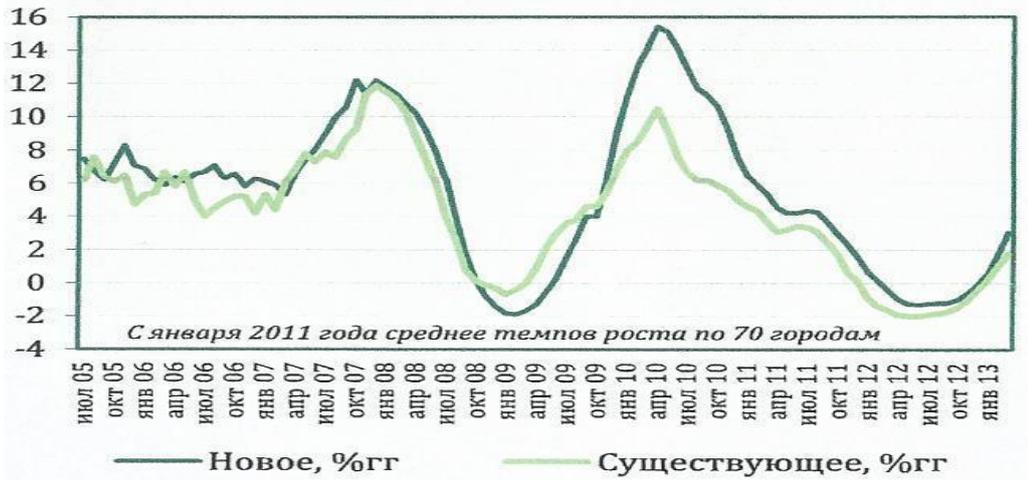
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
F_CREDIT does not Granger Cause D_HP	19	4.81796	0.0162
D_HP does not Granger Cause F_CREDIT		5.42261	0.0105

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 08/08/13 Time: 09:27
Sample: 1991 2011
Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
F_CREDIT does not Granger Cause D_HP	18	4.82725	0.0221
D_HP does not Granger Cause F_CREDIT		2.20272	0.0324

Примечание: до проведения теста автором был выполнен необходимый анализ временных рядов с помощью пакета прикладных программ Eviews6; D_HP – индекс цен на недвижимость для целей проживания, F_CREDIT – объемы привлеченных извне финансовых ресурсов, направленных в сферу ипотечного кредитования.

Источник: National House Price Statistics, <http://www.fhfa.gov/Default.aspx?Page=72>;
<http://www2.fdic.gov/hsob/HSOBRpt.aspTable CB12>.



Источник: Китай: риски и перспективы развития // Центр макроэкономических исследований Сбербанка России. 2013. Апрель. С. 8, 20.

Рисунок 24 – Цены на жилую недвижимость в 70 городах Китая, % изменение



Примечание: Wealth management products (WMP) – финансовые продукты для управления активами и основной источник финансирования теневого кредитования (в 2012 г. их объем к погашению равен 1.1 трлн. долл. США, рост по сравнению с 2011 г. на 55%).

Источник: Asia Focus. Country Analysis Unit // Federal Reserve Bank of San Francisco. April 2013.

Рисунок 25 – Схема модели взаимодействия в рамках теневого банкинга

Последствия эффекта проявления ГФП для ряда азиатских стран

Страны	Волна притока капитала	Рост кредитной массы	«Пузырь» на рынке недвижимости	«Пузырь» на фондовом рынке	Банковский кризис	Валютный кризис
Индонезия	✓✓	✓	✓	✓✓	✓✓	✓✓
Малайзия	✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓	✓✓
Корея	✓	✓	✓	✓✓	✓✓	✓✓
Филиппины	✓✓	✓	✓	✓	✓	✓
Таиланд	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓
Гонконг	✓✓	✗	✓	✓	✗	✓
Сингапур	✓	✓	✓	✓	✗	✗
Тайвань	✗	✓	✓✓	✓	✓	✗

Примечание: символ «✓» означает умеренный приток капитала и финансовый «пузырь»/кризис с последствиями средней тяжести; «✓✓» – расширенный приток капитала и финансовый «пузырь»/кризис с тяжелыми последствиями; «✗» – минимальное из анализируемых влияние событий.

Источник: Collyns Ch., Senhadji A. Lending Booms, Real Estate Bubbles, and the Asian Crisis // IMF. 2002. January. Working Paper WP/02/20. P. 4, 42.

Финансовая глубина, % к ВВП, 2006

Страны и регионы	Показатель
Латинская Америка	159
Россия	162
Индия	202
Развивающиеся страны Азии	250
Китай	307
Еврозона	356
Великобритания	422
США	424
Япония	446

Источник: Mapping the global capital markets. Fourth Annual Report // McKinsey Global Institute. January 2008. P. 11.

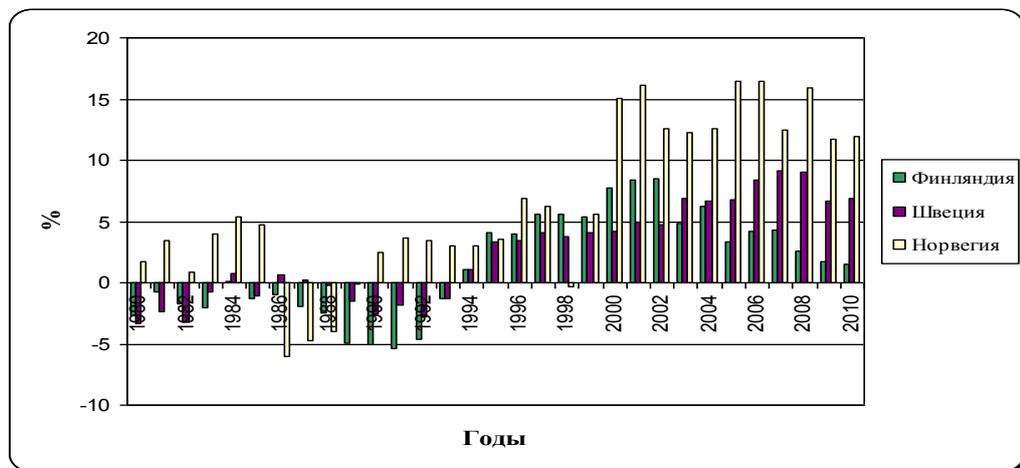
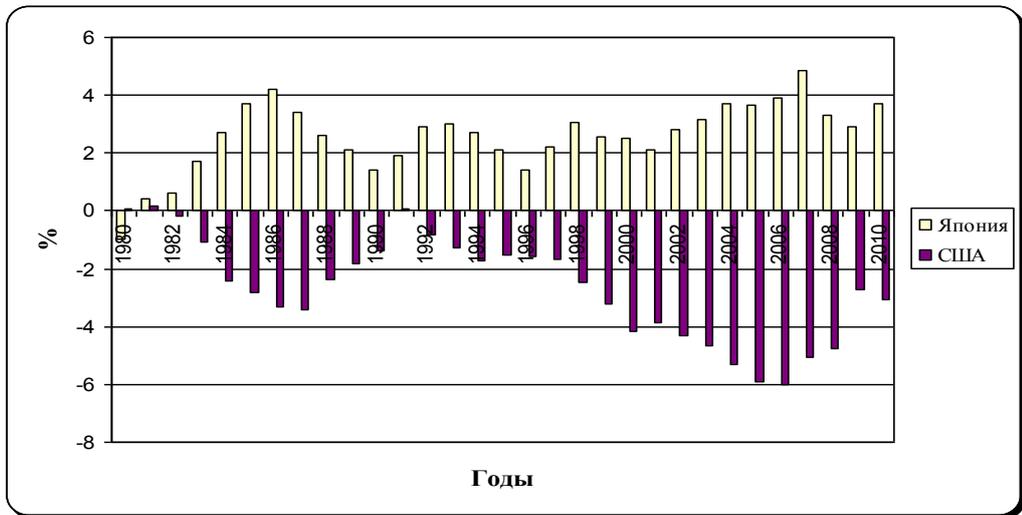
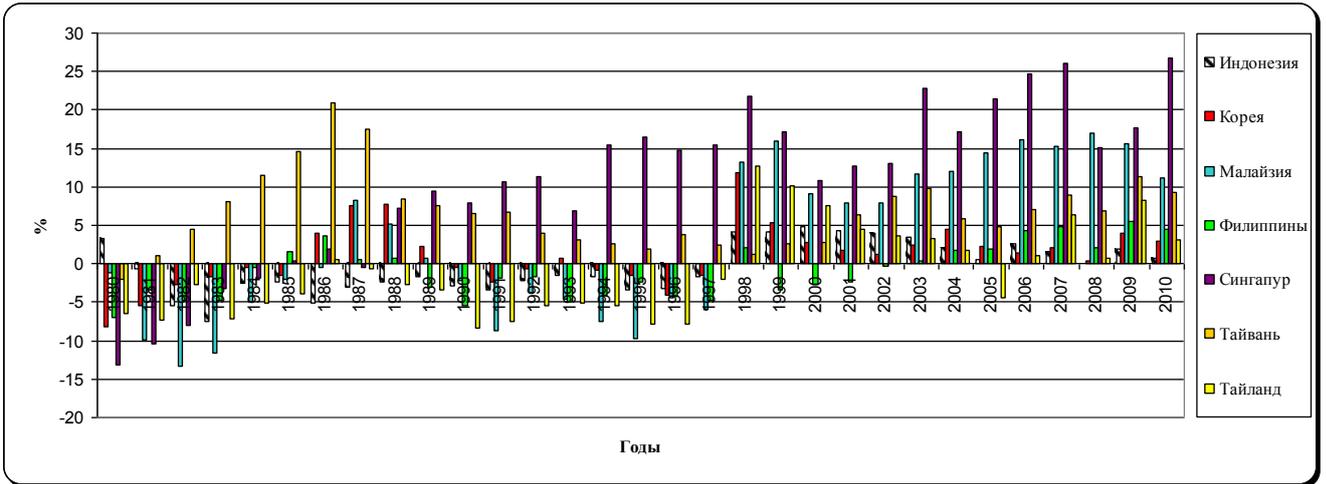


Рисунок 26 – Динамика счета текущих операций Скандинавских стран, % к ВВП



Примечание к рис. 26-28: анализируется сальдо счетов текущих операций.

Источник по рис. 26-28: World Economic Outlook Database // IMF. April 2013. www.imf.org.

Рисунок 28 – Динамика счета текущих операций Японии и США, % к ВВП



Источник: Mapping the global capital markets. Fourth Annual Report // McKinsey Global Institute. January 2008. P. 75.

Рисунок 29 – Чистая международная инвестиционная позиция по странам в 2006 г., млрд. долл. США

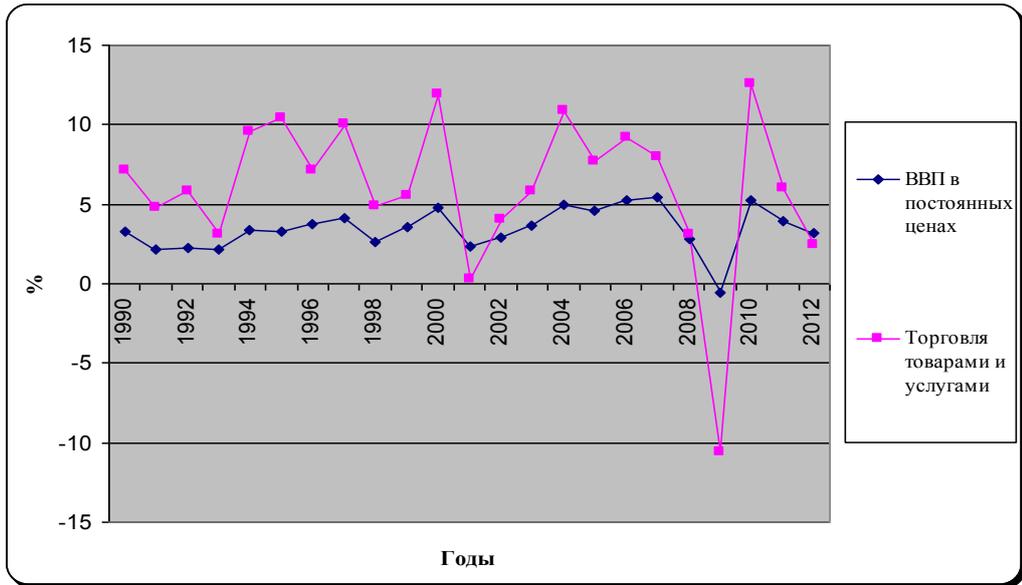
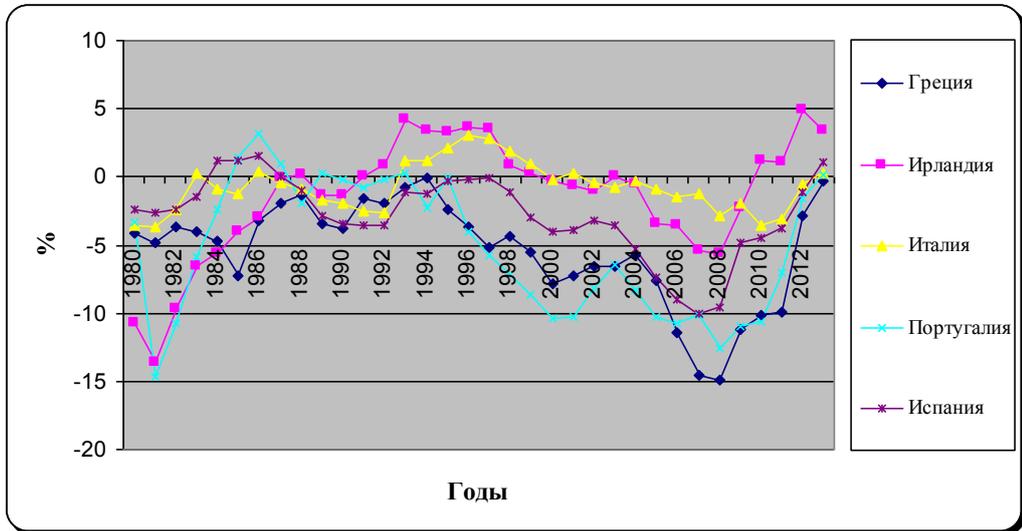


Рисунок 30 – Динамика мировых объемов торговли и ВВП



Примечание: анализируется сальдо счетов текущих операций.

Рисунок 31 – Динамика счета текущих операций стран PIGS, % от ВВП

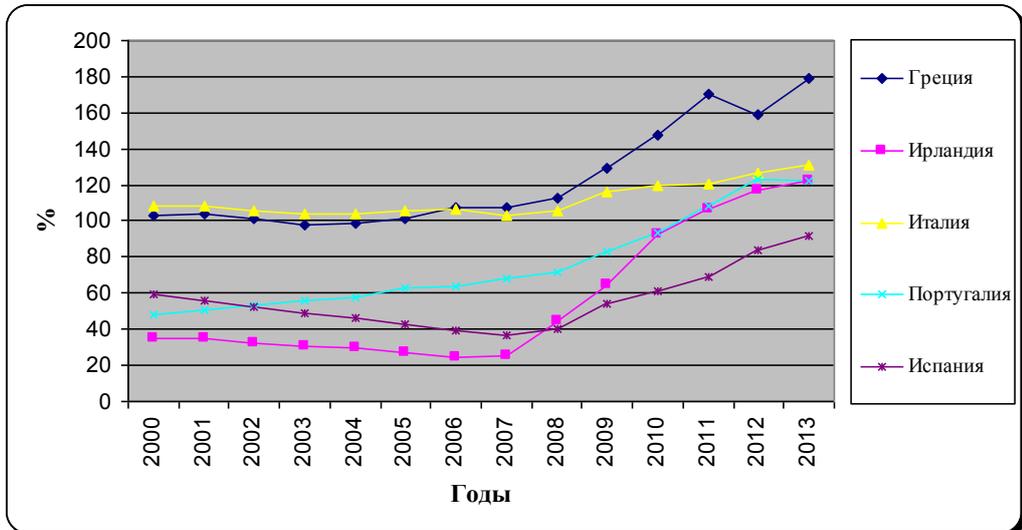


Рисунок 32 – Валовой долг по странам PIGS, % от ВВП

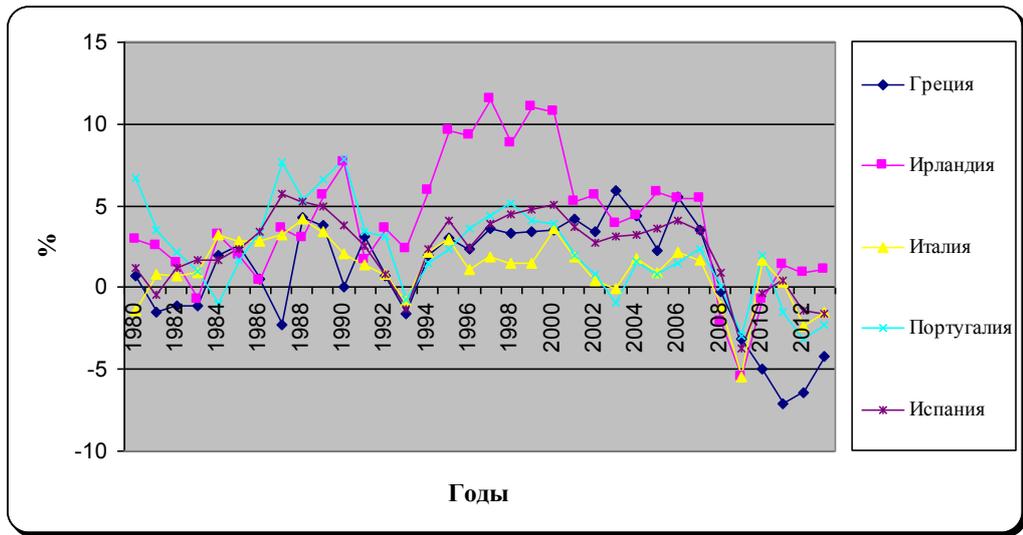
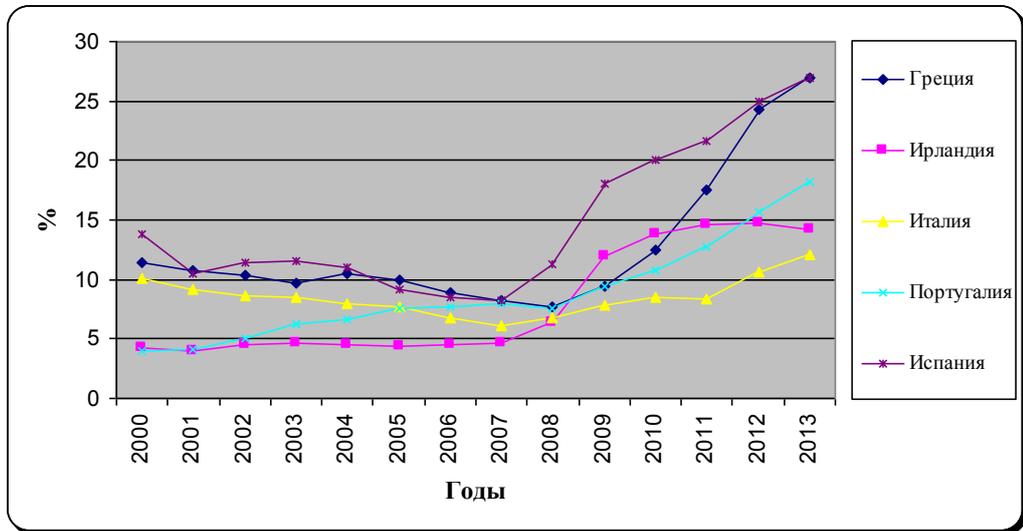


Рисунок 33 – Динамика ВВП в постоянных ценах PIGS



Источник по рис. 30-34: World Economic Outlook Database // IMF. April 2013. www.imf.org.

Рисунок 34 – Уровень безработицы стран PIGS, % от совокупной рабочей силы

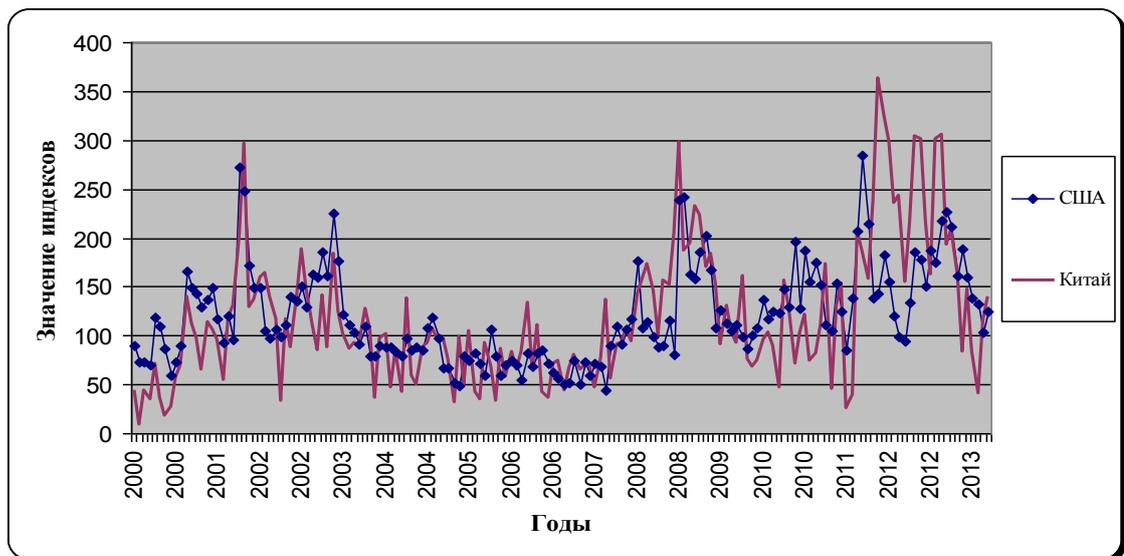


Рисунок 35 – Новостные индексы неопределенности экономической политики США и Китая

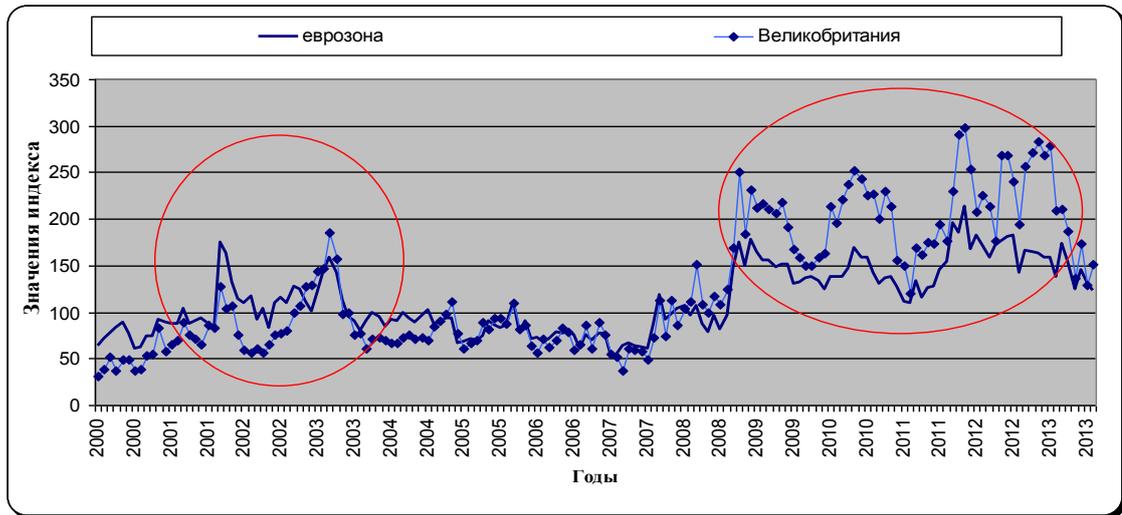
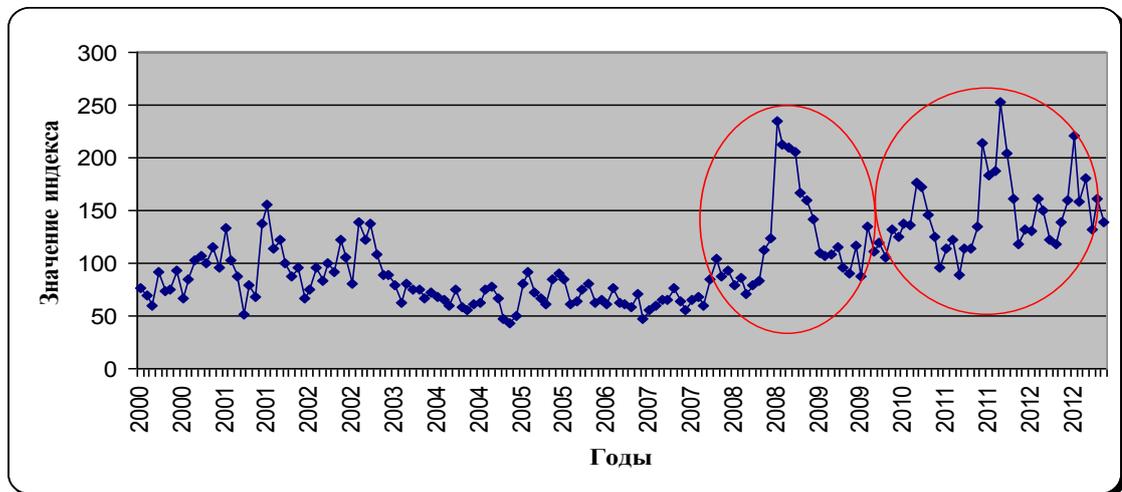


Рисунок 36 – Индексы неопределенности экономического политики стран еврозоны и Великобритании



Источник по рис. 35-37: авторские построения на основе обработки баз данных www.PolicyUncertainty.com, Global Financial Development Database и SIFMA Data.

Рисунок 37 – Индексы неопределенности экономического политики Канады

Таблица 12

Результаты теста Грейнджера (с двумя лагами) по Китаю

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/10/13 Time: 14:18

Sample: 1995 2011

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EUPN_CH does not Granger Cause GDP_CH	13	1.58922	0.2623
GDP_CH does not Granger Cause EUPN_CH		1.55199	0.2694
LOAN_CH does not Granger Cause EUPN_CH	9	0.79406	0.5124
EUPN_CH does not Granger Cause LOAN_CH		0.38339	0.7042
STOCK_CH does not Granger Cause EUPN_CH	14	2.25889	0.1603
EUPN_CH does not Granger Cause STOCK_CH		0.04731	0.9540
VOLAT_CH does not Granger Cause EUPN_CH	13	0.11152	0.8958
EUPN_CH does not Granger Cause VOLAT_CH		0.81258	0.4772

Результаты теста Грейнджера (с двумя лагами) по США

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/10/13 Time: 13:44

Sample: 1985 2011

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EUP_USA does not Granger Cause GDP_USA	23	5.73242	0.0118
GDP_USA does not Granger Cause EUP_USA		1.08786	0.3581
EUPN_USA does not Granger Cause GDP_USA	23	9.12663	0.0018
GDP_USA does not Granger Cause EUPN_USA		2.76705	0.0896
EUP_USA does not Granger Cause LOAN_USA	10	7.98647	0.0278
LOAN_USA does not Granger Cause EUP_USA		2.26849	0.0390
EUPN_USA does not Granger Cause LOAN_USA	10	8.32192	0.0257
LOAN_USA does not Granger Cause EUPN_USA		1.31906	0.3467
EUP_USA does not Granger Cause STOCK_USA	19	0.92137	0.4208
STOCK_USA does not Granger Cause EUP_USA		0.19916	0.8217
EUPN_USA does not Granger Cause STOCK_USA	19	1.84675	0.1942
STOCK_USA does not Granger Cause EUPN_USA		0.46529	0.6373
EUP_USA does not Granger Cause A_MBS_USA	24	1.19143	0.3255
A_MBS_USA does not Granger Cause EUP_USA		0.73283	0.4936
EUPN_USA does not Granger Cause A_MBS_USA	24	3.04953	0.0710
A_MBS_USA does not Granger Cause EUPN_USA		0.26021	0.7736
NA_MBS_USA does not Granger Cause EUP_USA	22	1.10284	0.3545
EUP_USA does not Granger Cause NA_MBS_USA		1.84656	0.1881
NON-BANK_USA does not Granger Cause EUP_USA	24	0.60671	0.5554
EUP_USA does not Granger Cause NON-BANK_USA		3.40228	0.0546
EUPN_USA does not Granger Cause EUP_USA	24	3.81725	0.0404
EUP_USA does not Granger Cause EUPN_USA		2.69601	0.0932
INSUR_USA does not Granger Cause EUP_USA	24	1.19693	0.3239
EUP_USA does not Granger Cause INSUR_USA		0.28335	0.7564
VOLAT_USA does not Granger Cause EUP_USA	23	0.07333	0.9296
EUP_USA does not Granger Cause VOLAT_USA		2.86490	0.0831
EUPN_USA does not Granger Cause NA_MBS_USA	22	0.77204	0.4776
NA_MBS_USA does not Granger Cause EUPN_USA		1.04346	0.3737
EUPN_USA does not Granger Cause NON-BANK_USA	24	1.19767	0.3237
NON-BANK_USA does not Granger Cause EUPN_USA		0.21795	0.8061
INSUR_USA does not Granger Cause EUPN_USA	25	0.32264	0.7279
EUPN_USA does not Granger Cause INSUR_USA		1.87525	0.1793
VOLAT_USA does not Granger Cause EUPN_USA	24	1.57151	0.2336
EUPN_USA does not Granger Cause VOLAT_USA		3.80624	0.0407
A_MBS_USA does not Granger Cause EUPN_USA	25	1.82802	0.1866
EUPN_USA does not Granger Cause A_MBS_USA		2.35458	0.1207

Добавочные изменения в результатах теста Грейнджера (с тремя лагами) по США

Pairwise Granger Causality Tests
 Date: 09/10/13 Time: 13:48
 Sample: 1985 2011
 Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EUP_USA does not Granger Cause A_MBS_USA	23	3.37839	0.0444
A_MBS_USA does not Granger Cause EUP_USA		1.26287	0.0215

Результаты теста Грейнджера (с двумя лагами) по Великобритании

Pairwise Granger Causality Tests
 Date: 09/10/13 Time: 14:54
 Sample: 1997 2011
 Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EUP_UK does not Granger Cause GDP_UK	11	0.23636	0.7965
GDP_UK does not Granger Cause EUP_UK		0.10417	0.9027
EUP_UK does not Granger Cause MBS_UK	9	6.21847	0.0592
MBS_UK does not Granger Cause EUP_UK		1.01497	0.4400
LOAN_UK does not Granger Cause EUP_UK	11	2.50295	0.1620
EUP_UK does not Granger Cause LOAN_UK		1.36457	0.3247
STOCK_UK does not Granger Cause EUP_UK	12	1.39663	0.3087
EUP_UK does not Granger Cause STOCK_UK		0.05101	0.9506
INSUR_UK does not Granger Cause EUP_UK	10	4.12856	0.0874
EUP_UK does not Granger Cause INSUR_UK		0.02766	0.9729
VOLAT_UK does not Granger Cause EUP_UK	11	0.31795	0.7392
EUP_UK does not Granger Cause VOLAT_UK		0.56259	0.5971

Добавочные изменения в результатах теста Грейнджера (с тремя лагами) по Канаде

Pairwise Granger Causality Tests
 Date: 09/10/13 Time: 14:11
 Sample: 1990 2011
 Lags: 3

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LOAN_CA does not Granger Cause EUPN_CA	10	13.7662	0.0293
EUPN_CA does not Granger Cause LOAN_CA		0.59118	0.6617

Результаты теста Грейнджера (с двумя лагами) по Канаде

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/10/13 Time: 14:11

Sample: 1990 2011

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
EUP_CA does not Granger Cause NON-BANK_CA	13	1.60008	0.2603
NON-BANK_CA does not Granger Cause EUP_CA		1.65530	0.2503
EUPN_CA does not Granger Cause NON-BANK_CA	13	4.87537	0.0413
NON-BANK_CA does not Granger Cause EUPN_CA		1.69808	0.2428
EUP_CA does not Granger Cause STOCK_CA	18	0.58385	0.5717
STOCK_CA does not Granger Cause EUP_CA		0.08467	0.9193
EUPN_CA does not Granger Cause STOCK_CA	18	0.40441	0.6755
STOCK_CA does not Granger Cause EUPN_CA		0.13143	0.8780
EUPN_CA does not Granger Cause EUP_CA	19	0.54989	0.5890
EUP_CA does not Granger Cause EUPN_CA		1.31693	0.2992
GDP_CA does not Granger Cause EUP_CA	19	0.27596	0.7629
EUP_CA does not Granger Cause GDP_CA		4.00448	0.0421
INSUR_CA does not Granger Cause EUP_CA	18	0.86698	0.4432
EUP_CA does not Granger Cause INSUR_CA		5.92503	0.0148
VOLAT_CA does not Granger Cause EUP_CA	18	1.48342	0.2629
EUP_CA does not Granger Cause VOLAT_CA		0.87278	0.4409
LOAN_CA does not Granger Cause EUP_CA	11	8.35596	0.0184
EUP_CA does not Granger Cause LOAN_CA		0.25656	0.7818
GDP_CA does not Granger Cause EUPN_CA	19	0.06385	0.9384
EUPN_CA does not Granger Cause GDP_CA		2.56407	0.1125
INSUR_CA does not Granger Cause EUPN_CA	18	0.47721	0.6310
EUPN_CA does not Granger Cause INSUR_CA		2.50835	0.1199
VOLAT_CA does not Granger Cause EUPN_CA	18	1.24261	0.3208
EUPN_CA does not Granger Cause VOLAT_CA		0.74092	0.4958
LOAN_CA does not Granger Cause EUPN_CA	11	3.83355	0.0846
EUPN_CA does not Granger Cause LOAN_CA		0.10417	0.9027

Результаты теста Грейнджера (с двумя лагами) по странам ЕС

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 09/10/13 Time: 14:37

Sample: 1997 2011

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
GDP_EU does not Granger Cause EUP_EU	11	0.01980	0.9805
EUP_EU does not Granger Cause GDP_EU		4.61279	0.0612
LOAN_EU does not Granger Cause EUP_EU	10	1.22734	0.0036
EUP_EU does not Granger Cause LOAN_EU		12.3615	0.0116
NON-BANK_EU does not Granger Cause EUP_EU	7	0.49061	0.6709
EUP_EU does not Granger Cause NON-BANK_EU		0.87254	0.5340
VOLAT_EU does not Granger Cause EUP_EU	10	0.13305	0.8784
EUP_EU does not Granger Cause VOLAT_EU		0.12299	0.8869
EUPN_EU does not Granger Cause EUP_EU	11	2.17595	0.1947
EUP_EU does not Granger Cause EUPN_EU		1.33930	0.3304
MBS_EU does not Granger Cause EUP_EU	10	1.45502	0.3177
EUP_EU does not Granger Cause MBS_EU		1.67401	0.2776
INSUR_EU does not Granger Cause EUP_EU	11	2.05457	0.2091
EUP_EU does not Granger Cause INSUR_EU		1.78563	0.2463
STOCK_EU does not Granger Cause EUP_EU	11	4.36733	0.0675
EUP_EU does not Granger Cause STOCK_EU		1.33657	0.3311
EUPN_EU does not Granger Cause GDP_EU	11	5.11627	0.0400
GDP_EU does not Granger Cause EUPN_EU		0.81492	0.4863
EUPN_EU does not Granger Cause LOAN_EU	10	2.97870	0.1407
LOAN_EU does not Granger Cause EUPN_EU		0.31764	0.7415
EUPN_EU does not Granger Cause NON-BANK_EU	7	0.24476	0.8034
NON-BANK_EU does not Granger Cause EUPN_EU		0.62948	0.6137
EUPN_EU does not Granger Cause VOLAT_EU	10	0.33201	0.7322
VOLAT_EU does not Granger Cause EUPN_EU		0.01136	0.9887
MBS_EU does not Granger Cause EUPN_EU	10	0.34654	0.7229
EUPN_EU does not Granger Cause MBS_EU		2.32870	0.1929
INSUR_EU does not Granger Cause EUPN_EU	12	0.69117	0.5322
EUPN_EU does not Granger Cause INSUR_EU		0.63193	0.5594
STOCK_EU does not Granger Cause EUPN_EU	12	0.26297	0.7760
EUPN_EU does not Granger Cause STOCK_EU		1.61278	0.2654

Источник по табл. 12-18: авторские расчеты на основе обработки баз данных www.PolicyUncertainty.com, Global Financial Development Database и SIFMA Data.

**Прогресс в области проведения региональных и национальных реформ операций с производными финансовыми инструментами
на период кон. 2012 – нач. 2013 гг.**

Страна, регион	Статус применимого законодательства					Статус внедряемого регулирования				
	Централизованный клиринг	Биржевые и электронные торговые площадки	Отчет через торговый репозиторий	Требования к капиталу	Маржа к предписанию	Централизованный клиринг	Биржевые и электронные торговые площадки	Отчет через торговый репозиторий	Требования к капиталу	Маржа к предписанию
Аргентина	A	A				A	A		E	
Австралия	A	A	A	A				C	E	
Бразилия			A	A				E		
Канада	A	A	A	N/A				C	E	
Китай	P	A	A			P	A	A		
ЕС	A	P	A	P	A	A		A		
Гонконг	P	P	P	A	P				A	
Индия	A	A	A	A	A	A	PA	PE	A	PA
Индонезия		A	A				PE	PE		
Япония	A	A	A	N/A		E		E	E	
Мексика	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	C	C	C	PA	
Республика Корея	A		A					E		
Россия	A	A	A	N/A	N/A			A	A	
Саудовская Аравия	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A			E	E	
Сингапур	A	C	A	A					E	
ЮАР	A	A	A					C	E	
Швейцария	C	C	PA	A	C				E	
Турция	A		A							
США	A	A	A	A	A	PE	P	E	P	P
Общее количество законодательно принятых мер	12	10	14	7	3					
Общее количество официально действующих мер	-	-	-	-	-	1	0	5	8	0

Примечание: пропущенные ячейки – никаких действий в странах на указанный период времени не проводится; N/A – нет применимых мер в юрисдикции (возможно, в соответствующих законодательных изменениях нет необходимости); C – консультации; P – внесение предложений (проект в рассмотрении); PA – частично принятые меры; A – полностью принятые меры; PE – частично введенное регулирование; E – действующее регулирование.

Источник с учетом авторских корректировок: OTC Derivatives Market Reforms. 5-th Progress Report on Implementation // BIS. 2013. April 15. P. 9.

Прогресс в области введения стандартов Базель-2 и Базель-3 на уровне стран и регионов на период кон. 2012 – нач. 2013 гг.

	Базель-2	Базель-2.5	Базель-3
Аргентина	Желтый	Желтый	Желтый
Австралия	Зеленый	Зеленый	Оранжевый
Бразилия	Зеленый	Зеленый	Желтый
Канада	Зеленый	Зеленый	Оранжевый
Китай	Зеленый	Зеленый	Оранжевый
ЕС	Зеленый	Зеленый	Желтый
Гонконг	Зеленый	Зеленый	Оранжевый
Индия	Зеленый	Зеленый	Оранжевый
Индонезия	Зеленый	Красный	Желтый
Япония	Зеленый	Зеленый	Оранжевый
Мексика	Зеленый	Желтый	Оранжевый
Республика Корея	Зеленый	Зеленый	Желтый
Россия	Желтый	Желтый	Желтый
Саудовская Аравия	Зеленый	Зеленый	Оранжевый
Сингапур	Зеленый	Зеленый	Оранжевый
ЮАР	Зеленый	Зеленый	Оранжевый
Швейцария	Зеленый	Зеленый	Оранжевый
Турция	Зеленый	Зеленый	Желтый
США	Желтый	Желтый	Желтый

Примечание: зеленый – введение стандартов завершено; оранжевый – процесс введения стандартов частично окончен (ряд стандартов действует в полной мере); желтый – процесс введения стандартов не окончен (ни один стандарт не действует в полной мере); красный – введение стандартов не проводится.

Источник с учетом авторских корректировок: Report to G20 Leaders on monitoring implementation of Basel III regulatory reforms // BCBS (BIS). August 2013. P. 12-24.

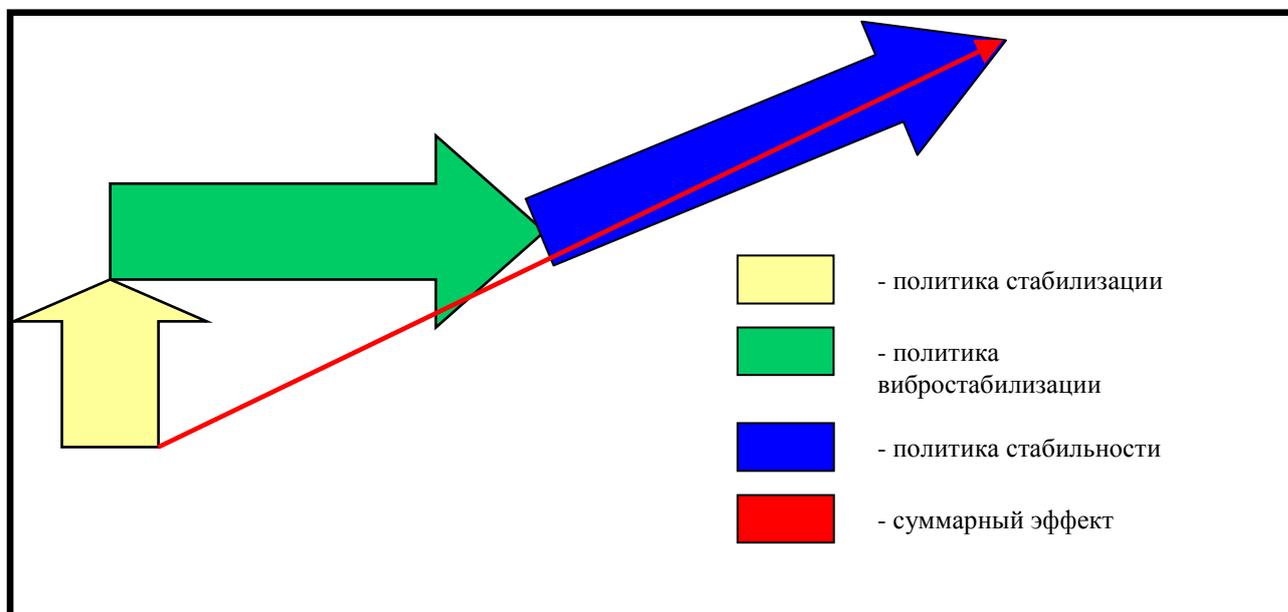


Рисунок 38 – Вектор глобальных реформ МФС на современном этапе ее развития