

© 2014 г.

**Дмитрий Кондратов**

кандидат экономических наук

старший научный сотрудник Института экономики РАН

(e-mail: dmikondratov@yandex.ru)

## **ГЛОБАЛЬНЫЕ ДИСБАЛАНСЫ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ**

Автор сосредоточил своё внимание на глобальных дисбалансах в мировой экономике. Дается обзорный анализ финансового регулирования в развитых странах, отмечаются сильные стороны финансовой политики и существующие проблемы. Излагаются альтернативные методы макроэкономического регулирования.

**Ключевые слова:** мировая экономика, государственный долг, бюджетный дефицит/профицит, антикризисная политика.

Мировая экономика, только восстанавливающаяся после тяжелейшего кризиса, сталкивается сегодня с многочисленными проблемами, затрудняющими ее переход к устойчивому сбалансированному росту. К числу наиболее значимых проблем относятся резко возросшие в ходе кризиса показатели бюджетного дефицита и государственного долга ряда ведущих стран, повышающие риски их суверенного дефолта и вынуждающие власти сворачивать программы стимулирования национальных хозяйств; масштабные внешнеторговые дисбалансы, ставящие под угрозу стабильность мировой валютно-финансовой системы; огромные объемы обращающегося в мире спекулятивного капитала, переливы которого способствуют формированию ценовых пузырей на внутренних и международных фондовых и сырьевых рынках.

Очевидно, что указанные трудности носят системный характер. Их преодоление требует от ведущих государств принятия решительных согласованных мер по перестройке существующего экономического порядка. Понимание необходимости этого в настоящее время декларируется на самом высоком политическом уровне, включая «Большую двадцатку» крупнейших стран мира. Однако на практике усилия государств пока концентрируются главным образом на проведении довольно мягкой и осторожной реформы регулирования финансовых рынков. Осуществление последовательных шагов по формированию новой, более надежной и безопасной мировой финансово-экономической архитектуры сдерживается значительными различиями в интересах ведущих стран, преодолеть которые в ближайшие годы, по мнению большинства экспертов, скорее всего, не удастся. В результате нерешенность многих фундаментальных

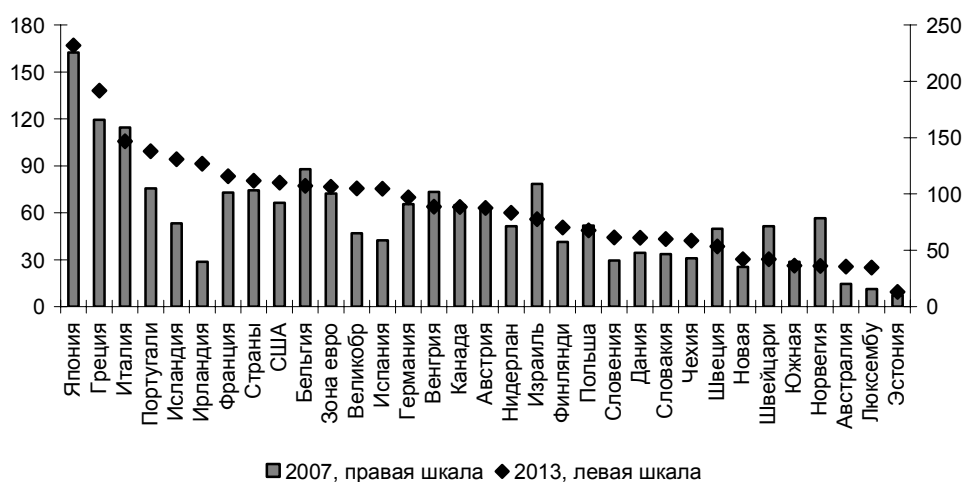
проблем современного мироустройства, обусловивших возникновение финансового кризиса 2007–2009 гг., усиливает неопределенность развития глобальной экономики и создает предпосылки для возникновения уже в недалеком будущем новых кризисных ситуаций.

### Кризис суверенных долгов

Мировая экономика в настоящее время находится в весьма неустойчивом состоянии, которое характеризуется наличием многочисленных факторов риска, препятствующих ее более быстрому восстановлению после кризиса 2007–2009 гг. и способных при определенных обстоятельствах вызвать его рецидивы. Одну из наиболее серьезных угроз для глобального экономического роста представляет резкое ухудшение в последние 5 лет ситуации в государственных финансах ряда стран мира.

Рисунок 1

Государственный долг в странах-членах Организации экономического сотрудничества и развития, 2007–2013 гг. (% к ВВП)



Источник: составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

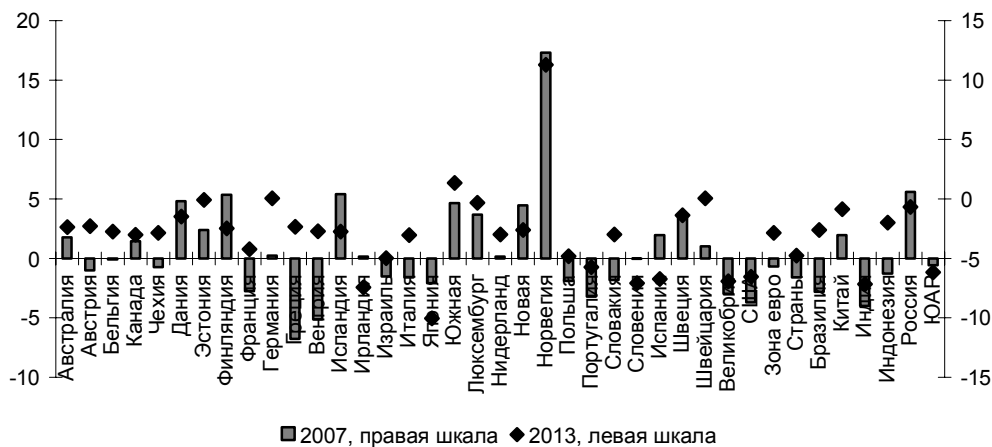
Обострение данной проблемы связано с последствиями мирового финансового кризиса, в ходе которого власти многих развитых и развивающихся стран были вынуждены пойти на значительное повышение государственных расходов в целях финансирования программ поддержки национальных экономик. Кроме того, в результате снижения деловой ак-

тивности в период экономического спада существенно сократились налоговые и иные поступления в бюджеты государств. Указанные факторы обусловили быстрое наращивание показателей дефицита бюджета и госдолга многих стран, особенно развитых, понесших наиболее крупные затраты на купирование последствий кризиса. По данным Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), средний размер ежегодных бюджетных расходов увеличился в них в 2007–2009 гг. с 38,2% до 43,6% ВВП. В развивающихся государствах рост этого показателя оказался заметно скромнее – соответственно с 26,8% до 30% ВВП.

Вследствие ускоренного роста госрасходов средний размер дефицита бюджета в развитых странах увеличился в 2007–2013 гг. с 1,1% до 4,8% ВВП, госдолга – с 72,8% до 108,8% ВВП (рис. 1). В развивающихся государствах показатели бюджетного дефицита также выросли – с 0 до 1,3% (рис. 2). Прирост государственного долга оказался в них, однако, незначительным – с 34,2% до 34,4%.

Рисунок 2

**Бюджетная позиция в странах-членах Организации экономического сотрудничества и развития, 2007-2013 гг. (% к ВВП)**



Источник: составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

Среди крупнейших развитых государств лидерами по темпам роста долговой нагрузки стали Великобритания и США, суверенный долг которых в 2007–2013 гг. вырос соответственно на 58,3% и 43,3%, достигнув рекордных для этих стран за последние десятилетия отметок. Так, в США к концу 2013 г. размер государственного долга составил более 16,7 трлн долл., или свыше 109,1% ВВП. Для сравнения, в начале 2000-х годов дан-

ный показатель находился на уровне 55-60% ВВП. При этом дефицит бюджета США в последние четыре года также достиг критических значений, превысив в 2012 г. 1,2 трлн долл. (8,6%), в 2013 г. – 1,1 трлн долл. (5,3% ВВП).

Среди ведущих развивающихся стран с заметными трудностями пришлось столкнуться Индии, в которой в 2007–2013 гг. существенно, с 3,9% до 7,1%, увеличился размер дефицита. В Китае этот показатель ухудшился лишь незначительно, а в Бразилии остался на докризисном уровне. Кроме того, все три указанные страны смогли во время кризиса избежать существенного роста государственного долга. Стабильность в бюджетной сфере во многом способствовала уверенному подъему экономик этих государств в 2013 г.

Резкое обострение долговых проблем имеет ряд негативных последствий для экономик развитых стран и мирового хозяйства в целом, затрудняя их посткризисное восстановление. Во-первых, в условиях возросшей долговой нагрузки значительно сужаются возможности государств-должников по оказанию дополнительной финансовой поддержки своим экономикам, сегодня в такой поддержке еще нуждающимся. Более того, необходимость стабилизации в бюджетной сфере вынуждает национальных регуляторов переходить к более жесткой налогово-бюджетной политике, направленной на ограничение государственных расходов и сокращение бюджетных дефицитов (фискальную консолидацию), в том числе за счет сворачивания программ стимулирования экономического роста. Такой переход к режиму бюджетной экономии станет одной из главных причин ожидаемого в 2014–2015 гг. замедления темпов роста экономик развитых стран, а вместе с ними и всего глобального хозяйства.

Во-вторых, значительный рост долговой нагрузки подрывает финансовую устойчивость стран-должников, повышая риски дефолта по суверенным обязательствам. Наиболее актуальна эта проблема для ряда небольших европейских государств, в частности Ирландии, Греции и Исландии, которые вследствие многократного увеличения размеров бюджетного дефицита и государственного долга оказались в 2010–2013 гг., по сути, на грани банкротства. От возможного дефолта их спасло только получение крупных кредитов МВФ, Евросоюза и ЕЦБ. Серьезные опасения в настоящее время вызывает также кредитоспособность некоторых более крупных стран ЕС, особенно Испании, увеличившей размер государственного долга в 2007–2013 гг. почти в 2 раза, до 93,7% ВВП, и Италии, где объем государственной задолженности в 2013 г. вплотную приблизился к отметке 127% ВВП – вдвое выше максимально допустимого для стран-членов ЕС уровня в 60% ВВП. В результате обострения долговых проблем у ряда государств в 2010–2013 гг. были снижены международные кредитные рейтинги, что, в свою очередь, привело к удорожанию для

них новых заимствований и росту процентных выплат по долговым обязательствам.

Для крупнейших развитых стран, таких как США, Япония и Великобритания, проблема суверенного дефолта сегодня напрямую не стоит. Вместе с тем огромные величины их госдолга и дефицита бюджета заставляют всерьез задуматься о долгосрочных экономических перспективах этих государств, в частности их способности выступать эмитентами резервных валют, используемых для обслуживания международной торговли и инвестиций.

В-третьих, обострение проблемы суверенных долгов, сопровождающееся усилением слухов о возможном дефолте отдельных стран, ведет к росту негативных ожиданий инвесторов, потерям держателей долговых бумаг этих стран, в том числе их национальных банков, и в целом повышению уровня турбулентности глобального валютно-финансового рынка. Так, появление весной 2010 г. информации о серьезных бюджетных трудностях Греции и Ирландии спровоцировало масштабную девальвацию евро, а также падение основных мировых фондовых индексов на 10-20%. Сохраняющаяся нестабильность финансовых рынков, в свою очередь, затрудняет движение частного капитала в реальный сектор национальных экономик, сдерживая в них рост производства и инвестиций.

В-четвертых, долговые проблемы европейских государств создают реальную угрозу целостности зоны евро и перспективам существования евро – второй по значимости после доллара США мировой валюты. Прежде всего, в настоящее время не выполняется главное условие стабильного функционирования евро – строгое соблюдение странами-участниками единых требований к состоянию бюджетной сферы (так называемых Маастрихтских критериев), согласно которым бюджетный дефицит стран-участников не должен превышать 3% ВВП, а государственный долг – 60% ВВП. В конце 2013 г. почти все страны зоны евро не соответствовали этим требованиям, причем у некоторых государств отклонения от установленных критериев составляли десятки процентов. Это затрудняет проведение единой денежно-кредитной политики в рамках зоны евро, подрывает ее стабильность и снижает доверие к европейской валюте.

Одновременно на фоне долгового кризиса усиливаются противоречия между участниками зоны евро. С одной стороны, растет недовольство ее крупнейших государств, которым приходится направлять значительные средства на спасение более слабых членов ЕС от банкротства. С другой стороны, постепенно усиливается разочарование от участия в европейском интеграционном проекте и в странах-должниках, вынужденных под давлением старших партнеров по зоне евро принимать непопулярные среди населения меры по урезанию социальных расходов в целях сокращения бюджетных дефицитов. Подобные разногласия ослабляют интеграционные связи в зоне евро и способны, в случае дальнейшего продол-

жения долгового кризиса, привести к выходу из нее отдельных стран, а возможно, и к более тяжелым последствиям.<sup>1</sup>

Проблемы суверенных долгов будут оказывать негативное воздействие на мировую экономику не только на этапе ее посткризисного восстановления, но и в более долгосрочной перспективе. По оценкам экспертов, даже несмотря на ожидаемое в ближайшие годы сокращение бюджетных дефицитов развитых стран, объем долговой нагрузки на их экономики продолжит нарастать, пусть и более медленными темпами, чем в 2007–2013 гг. Так, по расчетам Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), отношение размера государственного долга к ВВП в этих странах достигнет к 2015 г. 106%, увеличившись по сравнению с 2012 г. на 10 п.п. Снижению или хотя бы поддержанию на стабильном уровне данного отношения будет препятствовать значительный объем социальных обязательств в развитых странах, к масштабному сокращению которых они сегодня не готовы. В развивающихся странах, напротив, будет наблюдаться тенденция к постепенному сокращению долговой нагрузки. Отношение госдолга к ВВП составит в них в 2015 г. примерно 33% (в 2013 г. – 34,4%).

Следует ожидать, что долговые проблемы ведущих развитых стран будут выступать в 2010-е годы одним из главных дестабилизирующих факторов для глобальной экономики и финансовых рынков. В частности, значительную опасность для устойчивости мировой валютно-финансовой системы будет представлять дальнейший рост госдолга США, объем которого, по некоторым оценкам, составит к 2020 г. примерно 120-130% ВВП. При этом очевидно, что по мере роста долговой нагрузки развитых государств их способность противостоять возникающим кризисным ситуациям путем принятия новых программ поддержки экономик будет неуклонно сокращаться.

### **Проблема глобальных торговых дисбалансов**

Хронические дисбалансы в международной торговле представляют не меньшую угрозу для устойчивого развития глобальной экономики, чем долговые трудности ведущих стран. О высокой актуальности проблемы дисбалансов свидетельствует, в частности, тот факт, что она стала одной из центральных тем обсуждения в ходе Сеульского саммита G20, состоявшегося в ноябре 2010 г.

---

<sup>1</sup> Кризис государственной задолженности в зоне евро представляет наибольший риск для мировой экономики. Даже если во многих кризисных странах будут предприняты усилия к консолидации, они не обязательно достигнут цели. В этом случае неустойчивость финансовых рынков снова значительно возрастет и станет дополнительной угрозой для экономического развития. К тому же сомнительно, что в некоторых странах необходимые структурные реформы получат одобрение большинства в парламентах. Провал проектов реформ в этих странах чреват новым усилением кризиса.

Под торговыми дисбалансами обычно понимается наблюдаемое в течение длительного времени существенное расхождение в объемах взаимных поставок товаров и услуг между отдельными странами, а также группами стран, обуславливающее формирование устойчивых диспропорций в их платежных балансах. В частности, подобные дисбалансы, характеризующиеся значительным превышением импорта над экспортом, в настоящее время сложились во внешнеторговых отношениях между развитыми и развивающимися странами. Их следствием является устойчивый дефицит сальдо текущего баланса развитых государств, составлявший в 2013 г., по данным Организации экономического сотрудничества и развития, 369,4 млрд долл. США (0,082% к ВВП). Данный дефицит заметно снизился в период кризиса вследствие общего сокращения спроса в развитых странах, однако в посткризисные годы, по мере восстановления их экономики и рынков, прогнозируется его быстрое увеличение.

Формирование торговых дисбалансов между указанными группами стран обусловлено ускоренным ростом экспорта развивающихся государств, объемы которого в 2000–2013 гг. ежегодно увеличивались в среднем на 9,2% (в развитых странах – на 5,3%). Этому, в свою очередь, способствовали повышение уровня международной конкурентоспособности продукции развивающихся государств, перевод в них западными ТНК своих производств, потребительский бум на развитых рынках. Кроме того, для стимулирования экспорта Китай и некоторые другие развивающиеся страны на протяжении многих лет проводят политику заниженного курса национальных валют, удешевляющую их продукцию для иностранных потребителей и обеспечивающую им дополнительные конкурентные преимущества на внешних рынках. Так, в 2013 г. курс юаня к доллару был занижен на 35%.

Наиболее крупный дефицит торгового баланса среди всех стран мира имеют США. По данным ОЭСР, в докризисные годы его размер неуклонно рос, достигнув пиковых значений в 2005 г. – 784 млрд долл. и в 2006 г. – 838 млрд долл., однако в 2013 г. он вновь увеличился до 741 млрд долл. и в дальнейшем, как ожидается, также будет расти. Наряду с США значительные отрицательные сальдо торгового и текущего баланса характерны для ряда других ведущих развитых стран, входящих в G7, включая Францию, Италию, Великобританию и Канаду, а также для многих средних и малых развитых и развивающихся государств.

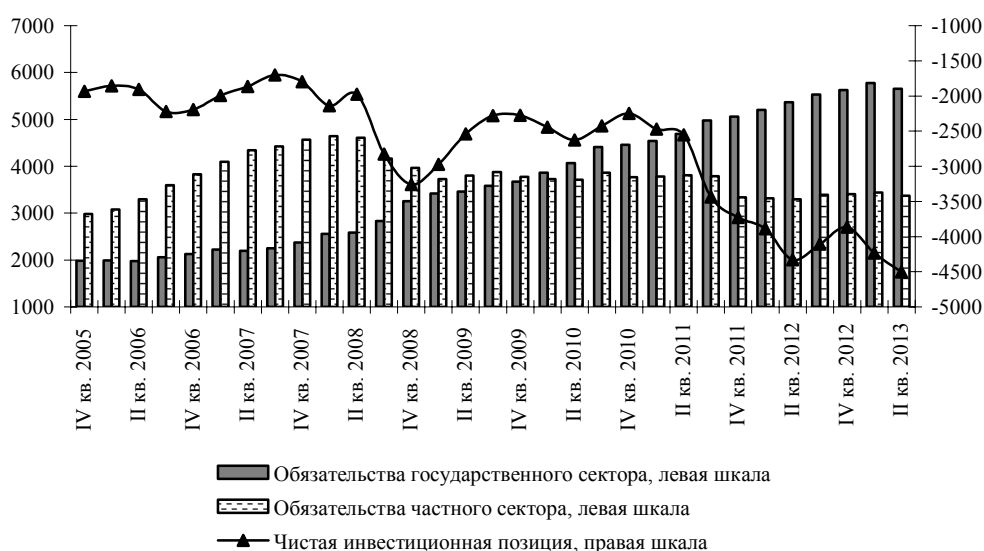
Основным негативным последствием несбалансированности глобальных торговых потоков выступает накопление странами – нетто-импортерами, вынужденными привлекать за рубежом кредиты для оплаты импорта, внешней задолженности. Эта задолженность, формируемая в государственном и частном секторах, при достижении определенного уровня способна представлять серьезную угрозу для экономической стабильности и безопасности стран-должников, а вместе с ними и для других

государств, особенно их кредиторов. Реальную опасность высоких внешнеторговых дефицитов подтверждает, в частности, то обстоятельство, что в число развитых стран с наиболее высоким отрицательным внешнеторговым сальдо в 2000-е годы входили Испания, Греция, Португалия и Ирландия, переживающие сегодня острый долговой кризис.

Особую опасность для глобальной экономики представляют быстро растущие международные обязательства США, превратившихся на современном этапе в крупнейшего нетто-должника остального мира. В 2005–2012 гг. обязательства США перед нерезидентами увеличились в три раза, достигнув 25,5 трлн долл. и превысив на 2,7 трлн долл. размер финансовых активов страны (рис. 3). При этом в период кризиса 2007–2009 гг. ускоренными темпами рос государственный внешний долг США, объем которого в 2006–2012 гг. удвоился, достигнув 4,5 трлн долл., или почти одной трети суверенного долга США (до кризиса доля обязательств перед иностранными кредиторами не превышала 20-25% американского госдолга). Тем самым значительная часть расходов США на антикризисные мероприятия фактически была профинансирована за счет зарубежных инвесторов.

Рисунок 3

**Внешние обязательства и чистая международная инвестиционная позиция США в 2005–2013 гг., млрд долл.**

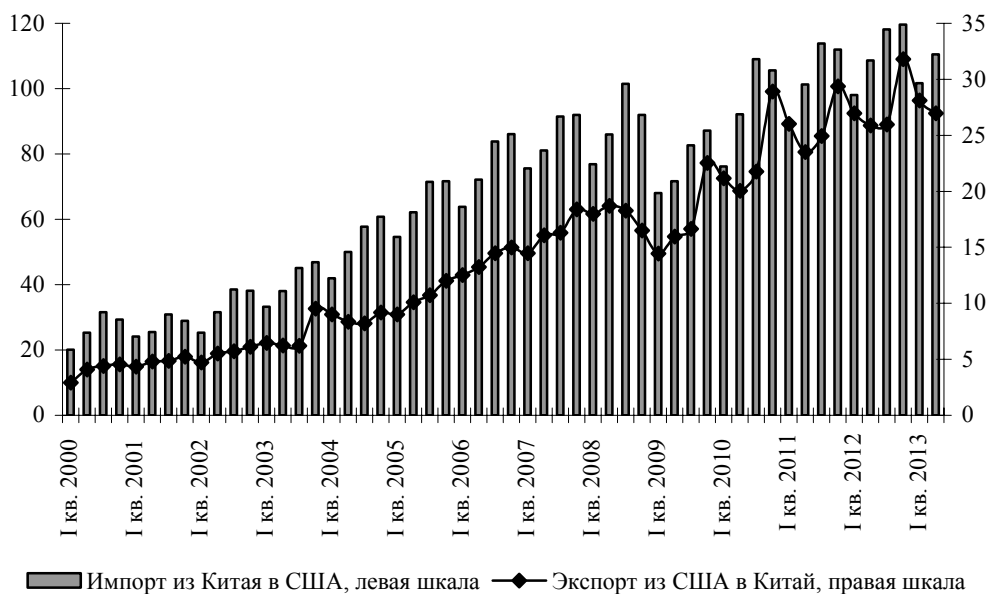


Источник: составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

Крупнейшим кредитором США является Китай (рис. 4), имеющий огромный профицит во взаимной торговле (в 2010 г. – 291 млрд долл, в 2011 г. – 314 млрд долл., в 2012 г. – 334 млрд долл.) и размещающий в настоящее время порядка трети своих международных резервов в американские казначейские облигации (UST) (1,2 трлн долл. на середину 2013 г.). В число основных держателей UST входят также Япония, Великобритания, страны Персидского залива, Бразилия и Россия (136,0 млрд долл.).

**Рисунок 4**

**Показатели взаимной торговли между США и Китаем,  
2000–2013 гг., млрд долл.**



*Источник:* составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

Очевидно, что дальнейшее наращивание торгового дефицита и внешних долговых обязательств США, а также Великобритании и ряда крупных стран зоны евро будет способствовать усилению недоверия инвесторов к доллару США и валютам этих стран, повышая уровень напряженности в мировой валютно-финансовой системе. В этой связи выравнивание торговых дисбалансов становится необходимой предпосылкой обеспечения устойчивого развития глобальной экономики. Решение данной задачи, как отмечают многие эксперты, возможно лишь при условии объединения усилий ведущих развитых и развивающихся стран. Попытки решить ее на уровне отдельных государств, как показывает мировая прак-

тика, в том числе опыт финансового кризиса 2007–2009 гг., в большинстве случаев сводятся к введению протекционистских торговых барьеров, а также использованию валютного демпинга и других манипуляций с курсами национальных валют, создающими угрозу начала валютных войн.

По мнению специалистов, преодоление проблемы глобальных дисбалансов требует от государств осуществления согласованных на многостороннем уровне стратегий, направленных, с одной стороны, на повышение нормы сбережений и показателей чистого экспорта в развитых странах с дефицитом торгового баланса, с другой – наращивание внутреннего потребления в развивающихся экономиках с активным платежным балансом, в том числе за счет увеличения ими объемов импорта. Расширению потребления в развивающихся государствах способствовала бы, в частности, реализация совместных мер по формированию в них емких внутренних рынков капитала, стимулированию потребительского и ипотечного кредитования, увеличению государственных расходов на инфраструктуру, социальную сферу и охрану окружающей среды. Финансирование подобных мер могло бы производиться через существующие глобальные и региональные институты развития, систему которых в ближайшие годы предстоит серьезно реформировать и укреплять.

### **Формирование ценовых пузырей на фондовом и сырьевом рынках**

Еще одну серьезную угрозу для глобального экономического роста могут представлять спекулятивные сырьевые пузыри, первые признаки формирования которых сегодня отчетливо просматриваются в некоторых ключевых сегментах глобальных фондовых и сырьевых рынков.

Периодическое возникновение таких пузырей обусловлено, прежде всего, особенностями современного мирового финансового рынка, характеризующегося избытком спекулятивного капитала и нередко сравниваемого с «глобальным казино». В настоящее время их формированию способствует также наличие в мире значительного объема дешевой ликвидности, ставшее результатом предельно мягкой денежно-кредитной политики, осуществляемой монетарными властями ведущих стран начиная с 2008 г. В условиях сохраняющейся нестабильности в мировом хозяйстве значительная часть этой ликвидности пошла не в реальный сектор, а мигрировала на финансовые рынки, стимулируя рост цен на обращающиеся на них активы.

В частности, значительные объемы международного капитала, в том числе спекулятивного, сегодня направляются на фондовые рынки развивающихся стран, чему способствует сложившаяся в них благоприятная экономическая конъюнктура, а также более высокий уровень процентных ставок по сравнению с развитыми государствами. По данным ОЭСР, в

2013 г. чистый приток портфельных инвестиций на развивающиеся рынки составил 229,8 млрд долл., увеличившись почти в 3 раза (рис. 5). По данным МВФ, поступление средств в глобальные фонды, инвестирующие в акции развивающихся государств, выросло в 2013 г. на одну треть, до 85 млрд долл., в фонды облигации – в 4 раза, до 35 млрд долл. Как отмечают эксперты, сохранение мощного притока капитала может привести к перегреву экономики развивающихся стран и возникновению пузырей на фондовых рынках.

**Рисунок 5**

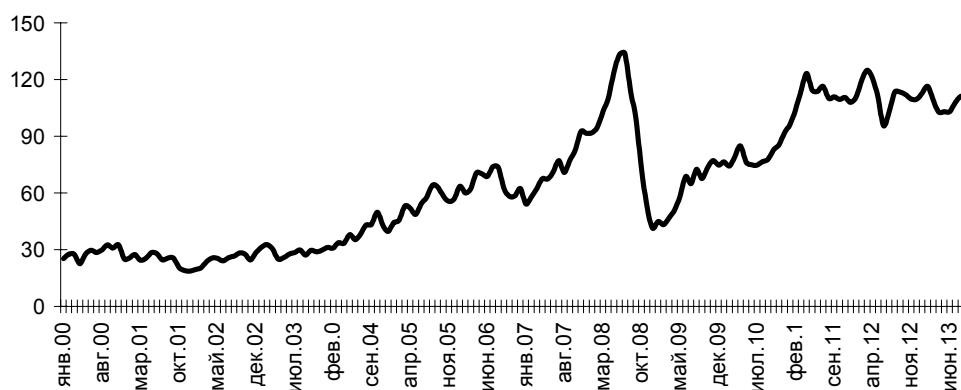
**Чистый приток портфельных инвестиций на развивающиеся рынки,  
1984-2013 гг.**



*Источник:* составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

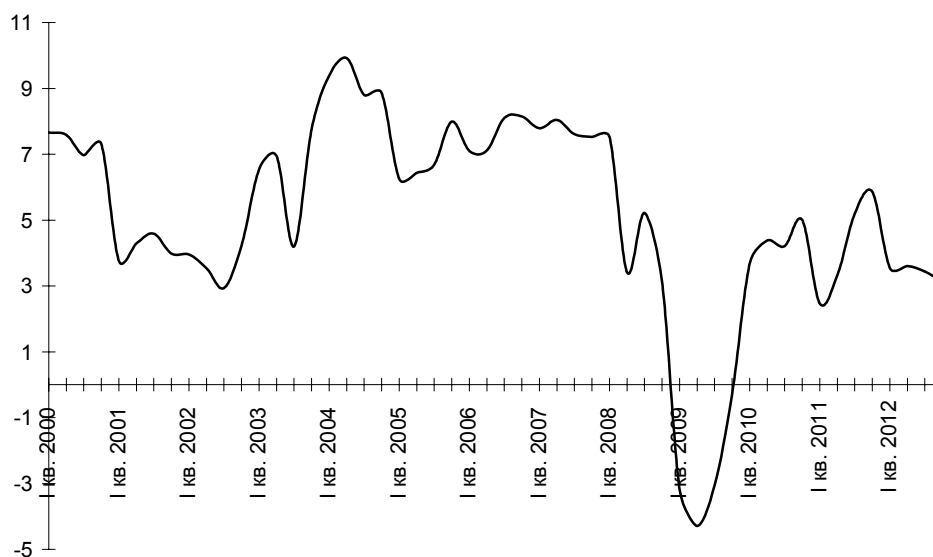
Еще одним сегментом мирового финансового рынка, испытывающим мощный приток спекулятивного капитала, является рынок товарных деривативов, привлекающий инвесторов возможностью играть и получать прибыль на колебаниях рыночных цен на сырье, включая нефть, золото и другие металлы, сельскохозяйственную продукцию. О существенном росте инвестиционной активности на этом рынке свидетельствуют, в частности, данные Банка международных расчетов, согласно которым в период с 2010 г. по 2013 г. количество открытых на международных биржах фьючерсных контрактов на поставку сырья выросло более чем в 2 раза, до 80 млн единиц, а число сделок с ними – более чем в 1,5 раза, до 386 млн операций в квартал.

**Рисунок 6**  
**Динамика цен на нефть сорта Brent (долл./баррель), 2000-2013 гг.**



*Источник:* составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

**Рисунок 7**  
**Темпы роста реального ВВП в странах-экспортерах нефти, 2000–2012 гг.**  
**(% к предыдущему году)**



*Источник:* составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

По оценкам экспертов, рост финансовых вложений в товарные деривативы стал одним из главных факторов, обусловивших быстрое повышение мировых цен на нефть, которые превысили в конце 2013 г. отметку 100 долл. за баррель. В этой связи аналитики предупреждают о реальной опасности надувания нового ценового пузыря на нефтяном рынке и повторения сценария 2008 г., когда после взлета котировок на нефть до 140 долл. за баррель последовал их резкий обвал (рис. 6)<sup>1</sup>, способствовавший ухудшению экономической ситуации в странах-экспортерах нефти (рис. 7) и обострению мирового кризиса.

Как показывает опыт прошедшего десятилетия, ценовые пузыри могут представлять значительную угрозу для глобальной экономики и финансового сектора. Два последних экономических кризиса были спровоцированы разрывами подобных пузырей: кризис 2001 г. стал результатом краха раздутого рынка акций интернет-компаний – «доткомов», а начало кризиса 2007–2009 гг. связано с падением цен на американском рынке недвижимости, серьезно подогретом кредитным бумом середины 2000-х годов. Очевидно, что «схлопывание» образующихся сегодня пузырей также способно вызвать тяжелые последствия для мировой экономики. Это определяет необходимость принятия скоординированных мер на глобальном уровне для недопущения их дальнейшего разрастания.

### **Перспективы реформирования современной архитектуры международных финансово-экономических отношений**

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

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

---

<sup>1</sup> После снижения цен на нефть сорта «Brent» (вследствие ослабления мировой конъюнктуры и постепенной нормализации производства в Ливии) с 123 долл. за баррель в апреле 2011 г. до 108 долл. в декабре 2011 г., в первой половине 2012 г. они снова выросли из-за ослабления евро к доллару и отчасти из-за увеличения спроса. Также значительный рост цен на нефть явился следствием политической напряженности на Ближнем Востоке. Есть основания полагать, что если не будет снижаться острота политического конфликта с Ираном, цены на нефть и дальше будут расти.

сового рынка, значительно превосходящими потребности реального сектора, ограниченностью возможностей существующих институтов глобального управления, не позволяющих им давать адекватные ответы на сложнейшие вызовы нового времени. В этой связи необходимым условием обеспечения уверенного и сбалансированного развития мировой экономики выступают преодоление указанных диспропорций и формирование более безопасной и надежной архитектуры международных финансово-экономических отношений.<sup>1</sup>

Необходимость построения более стабильного и предсказуемого экономического миропорядка на основе налаживания продуктивного взаимодействия государств декларируется сегодня на самом высоком политическом уровне, включая «Большую двадцатку» крупнейших стран мира. Уже в материалах первого антикризисного саммита G20, состоявшегося в ноябре 2008 г. в Вашингтоне, была заявлена амбициозная программа совместных действий по укреплению регулирования финансово-банковской деятельности и реформированию системы международных финансовых организаций. В документах последующих саммитов были намечены масштабные планы сотрудничества по таким ключевым направлениям, как снижение бюджетных дефицитов, сокращение чрезмерных торговых и платежных дисбалансов, обеспечение устойчивости курсов основных мировых валют, недопущение высокой волатильности цен на сырье, проведение структурных реформ в ведущих странах в целях повышения уровня мирового спроса и создания новых рабочих мест.

Оценивая результаты сотрудничества ведущих государств в последние два года, следует отметить, что, пожалуй, наибольшим успехом стало превращение «Большой двадцатки» крупнейших индустриальных стран в постоянно действующий экономический форум, располагающий широкими возможностями и полномочиями по координации глобальной экономики. О значительном потенциале данного форума как главной мировой площадки для обсуждения и принятия стратегических решений по ключевым вопросам современного развития свидетельствуют результаты его работы в наиболее острый период недавнего кризиса, когда участникам G20 удалось в наиболее сжатые сроки выработать единую позицию по противостоянию приближающейся экономической катастрофе и согласовать беспрецедентные по масштабам пакеты мер бюджетного и денежно-кредитного стимулирования национальных хозяйств, позволившие не допустить затяжной глобальной депрессии.

Наряду с этим в 2011–2013 гг. странам G20 удалось заметно продвинуться в осуществлении глобальной реформы регулирования финансовых рынков. Кроме того, был принят ряд важных шагов по укреплению сис-

---

<sup>1</sup> Bernanke B. Clearinghouses, financial stability, and financial reform. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110404a.htm>.

темы международных финансовых организаций, который позволил ощутимо повысить эффективность и легитимность их деятельности.

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

Осуществление более энергичных и последовательных шагов по устранению диспропорций в мировом хозяйстве сдерживается в первую очередь значительными расхождениями в интересах крупнейших государств. Очевидно, что нахождение их оптимального баланса и выработка взаимоприемлемых решений потребуют длительного переговорного процесса в рамках G20 и других международных форумов. Ожидать быстрых договоренностей в столь сложной для регулирования сфере, как финансовые рынки, было бы слишком оптимистично. Тем не менее четко выраженная готовность ведущих стран к совместным действиям в целях обеспечения устойчивого экономического роста дает достаточные основания рассчитывать на то, что такие договоренности в итоге будут достигнуты и многие ранее казавшиеся непреодолимыми проблемы современного мироустройства окажутся снятыми.

### **Глобальная реформа системы регулирования финансовых рынков**

Реформа системы регулирования финансового сектора, ставшего «виновником» двух последних глобальных кризисов, выступает одним из главных направлений модернизации мировой финансово-экономической архитектуры, проводимой в настоящее время государствами G20. Основные цели и задачи перестройки международных финансов были намечены в ходе Вашингтонского саммита G20 в 2008 г. К ним относятся прежде всего усиление регулирования капитала и уровня ликвидности банков, разработка регулятивных норм для крупных финансовых институтов, формирование единых глобальных стандартов бухгалтерской отчетности, развитие макропруденциального регулирования в финансовом секторе, упорядочивание рынка деривативов, перестройка деятельности рейтинговых агентств, пересмотр практики вознаграждения в финансовых учреждениях.

Наиболее существенно за последние два года удалось продвинуться в совершенствовании правил регулирования банковской деятельности. Главным итогом проделанной работы на сегодняшний день стало утверждение на саммите G20 в Сеуле (ноябрь 2010 г.) новой редакции согла-

шения о капитале банков (так называемого Базеля III), подготовленного Базельским комитетом по банковскому надзору. Основные новации Базеля III, устанавливающего значительно более строгие требования к размеру капитала и ликвидности банков, заключаются в следующем:

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

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

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

Первым шагом к усилению контроля за СЗФИ стало учреждение в 2009–2010 гг. международных коллегий для надзора за операциями более

чем 20 ведущих глобальных финансово-банковских и страховых групп. В состав коллегий вошли представители надзорных органов тех стран, где эти группы наиболее активно работают.

Наряду с этим в соответствии с решениями саммитов G20 в Торонто и Сеуле Советом по финансовой стабильности при участии БКБН (Банковский комитет по банковскому надзору), МВФ и ряда других международных организаций в настоящее время ведется подготовка предложений по формированию комплексной системы регулирования СЗФИ, которая обеспечила бы, в частности:

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

По большинству других заявленных в документах G20 направлений реформы финансовых рынков к настоящему моменту также достигнут заметный прогресс (табл. 1). Так, к концу 2014 г. должен быть в основном завершен проект конвергенции двух наиболее широко используемых в международной практике систем стандартов финансовой отчетности – IFRS и GAAP – и формирования их единого свода, что позволит заметно повысить транспарентность глобальных рынков капитала и существенно облегчить деятельность на них инвесторов. Еще одним важным шагом к построению более прозрачных и упорядоченных финансовых рынков стало принятое G20 решение о переводе к концу 2014 г. всех операций со стандартными внебиржевыми деривативами на организованные площадки. В число других значимых результатов реформы следует также отметить разработку международных норм, касающихся принципов макропруденциального регулирования.

**«Пузыри» и макропруденциальный надзор.** В ходе 2007–2009 гг. сложился консенсус относительно необходимости макропруденциального подхода к финансовому регулированию. Кризис показал, что только микропруденциального регулирования недостаточно для обеспечения стабильности финансовой системы в целом, так как рациональное поведение отдельных субъектов не всегда приводит к адекватному результату на уровне системы в целом, а гармонизация правил поведения может вы-

звать стадное поведение экономических субъектов, что также нарушает функционирование рынков.<sup>1</sup>

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

Если системный риск связан с внутренней динамикой финансовой системы, то макропруденциальный надзор касается взаимодействия финансовой системы с реальной экономикой. Возникновение системного риска может поразить финансовую систему, но при этом не затронуть реальную экономику. И наоборот, может возникнуть ситуация, когда финансовая система временно находится в хорошем состоянии, не создавая системных проблем, и в то же время в реальной экономике могут складываться долгосрочные негативные тенденции. Типичным примером такого положения служит рост объема кредитов, не создающий краткосрочных трудностей, но со временем становящийся весьма опасным. В целом «хорошее здоровье» финансовой системы является необходимым (хотя и недостаточным) условием для достижения целей макропруденциального надзора. Финансовая стабильность (т.е. отсутствие чрезмерной волатильности) не является самоцелью, она полезна только тогда, когда способствует достижению наилучших макроэкономических показателей. Волатильность может быть результатом изменения фундаментальных показателей, а изменение цен активов может позволить финансовой системе «поглотить» внешние экономические шоки.<sup>2</sup>

В нынешних условиях миссией макропруденциального надзора становится недопущение «пузырей», которые могут возникать не только в финансовой сфере, но и в реальной экономике, например, в результате «шоков производительности» (*chocs de productivité*). Однако «пузыри» такого типа могут развиваться лишь в определенных финансовых условиях. Недопущение «пузырей» имеет свою цену и ставит всех перед рядом вызовов. Первый и главный вызов связан с анализом «пузырей», которые трудно бывает обнаружить. Циклы взлета и падения цен активов могут быть точно описаны только *a posteriori*. Более того, циклы в развитии деятельности,

<sup>1</sup> Landau J.-P. Bulles et Surveillance Macroprudentielle. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/institut/telechar/discours/2009/disc20090128.pdf>.

<sup>2</sup> Глава ФРС: ошиблись – исправимся. – Mode of access: <http://www.interfax.ru/business/txt.asp?id=113192>; Bernanke B. Semiannual monetary policy report to the Congress. Before the Committee on financial services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. February 24, 2010 // Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100224a.htm>

как правило, нерегулярны, что затрудняет определение разрывов в ценах активов, которые заранее трудно предсказать. Именно поэтому не могут функционировать механизмы «раннего предупреждения».

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

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

«Пузыри» финансируются главным образом за счет кредитов, что позволяет инвесторам перекладывать большую часть рисков на заемщиков, оставляя за собой большую часть прибыли. Подобную асимметрию крайне трудно устранить. В этих условиях возможны два подхода к макропруденциальному надзору, которые, однако, не исключают друг друга.

Первый подход, основанный на действующих правилах, предполагает действие автоматических стабилизаторов (*stabilisateurs automatiques*), ограничивающих поведение банков и финансовых учреждений без учета их особого положения. Пример такого подхода – контрциклические (*contracycliques*) требования к размеру собственного капитала. Стабилизаторы должны прямо воздействовать на решения о принятии рисков и на уровень вознаграждения за принятый риск.

Второй подход (так называемый дискреционный, или произвольный, т.е. зависящий от решения органа надзора) состоит во вмешательстве органов макропруденциального надзора «сверху вниз» (*top-down*), чтобы временно ужесточить (или смягчить) требования к банку или финансовому учреждению для устранения опасных диспропорций. Однако сегодня этот подход к надзору «в чистом виде» маловероятен.

Финансовые циклы являются результатом изменений степени готовности к рискам, которые невозможно заранее предусмотреть. Фактически

одной из главных целей макропруденциального надзора является регулирование (не в юридическом, а в экономическом плане) глобального уровня «аппетита к риску» в рамках финансовой системы. Это неизбежно предполагает некоторую степень вмешательства органов надзора, т.е. объединения двух названных выше подходов к надзору.

Наиболее важным инструментом в современном арсенале средств регулирования являются требования в отношении объема собственного капитала банков и финансовых учреждений. Эти требования выполняют двойную функцию: они действуют как механизм, с одной стороны, обеспечивающий гарантии безопасности банков и их акционеров, а с другой – мешающий акционерам брать на себя слишком высокие риски. В последнее время становится все труднее сочетать эти две цели. Хотя теоретически это возможно, практически труднодостижимо из-за растущей сложности финансовой системы. Кроме того, требования в отношении собственного капитала не всегда соблюдаются. Дело в том, что, когда рынки находятся на подъеме и акционеры получают высокие дивиденды, банки легко привлекают необходимые им капиталы. Однако в периоды замедления роста рынки капиталов иссякают. В этих условиях введение контрциклических требований к собственному капиталу было бы полезно, хотя до сих пор взаимодействие между эволюцией финансовых рынков и кредитом изучено недостаточно. Иными словами, пока не ясны ответы на вопросы, каким образом капиталы «питают» финансовую систему или как они покидают ее в различные фазы экономического цикла и какое влияние оказывает это на объем кредитов.

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

Взаимодополняемость и взаимодействие микро- и макропруденциальных подходов к регулированию наилучшим образом достигаются тогда, когда организация регулирования осуществляется «под крышей» центрального банка, который обладает информацией о состоянии финансового сектора и о взаимодействии между сферой финансов и реальной

экономикой. Кроме того, при этом облегчается обмен информацией между органом банковского надзора и центральным банком.

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

Кризис показал необходимость надзора и регулирования финансовых институтов, деятельность которых имеет системное значение, т.е. может дестабилизировать финансовую систему в целом. Пока не существует точного определения учреждения, имеющего системный характер, хотя при таком определении могут использоваться следующие критерии: взаимодействие с остальными участниками системы, размер, роль в стране происхождения и на мировой арене, место, занимаемое в финансовой инфраструктуре «своей» страны, величина коэффициента левериджа. Сегодня рассматриваются следующие меры по регулированию системных учреждений:<sup>1</sup>

- установление норм капитала и ликвидности в зависимости от системного характера учреждения;
- создание системы страхования, чтобы гарантировать системным учреждениям доступ к ликвидности и (или) к источникам дополнительного капитала;
- введение дифференцированного надзора на основе второй опоры Базеля-2;
- разделение между розничной и инвестиционной деятельностью банков.

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

МВФ, Банк международных расчетов и Совет по финансовой стабильности совместно разработали проект регулирования системных институтов, который предусматривает использование трех критериев для их определения: размер, уровень заменяемости (*substituabilité*) и уровень взаимосвязи. Совет по финансовой стабильности занялся проектом регу-

---

<sup>1</sup> L'avenir de la régulation // Documents et débats. – P., 2010. – N 3. – Mode of access: [http://www.banque-france.fr/fr/doc\\_debat/numero\\_3/pdf](http://www.banque-france.fr/fr/doc_debat/numero_3/pdf).

лирования банков, «слишком больших, чтобы обанкротиться» (too-big-to-fail project), цель которого – систематизация возможных подходов к таким банкам и учреждениям, а также обсуждение издержек и выгод каждого из подходов. Работа по проекту организована по трем направлениям: уменьшение вероятности и влияния дефолта; усиление способности противостоять трудностям; укрепление финансовой инфраструктуры и рынков, в том числе за счет повышения прозрачности внебиржевых рынков.

Таблица 1

**Основные результаты по ряду ключевых направлений глобальной реформы регулирования финансовых рынков, достигнутые к началу 2014 г.**

| Направление                                                                 | Основные достигнутые результаты                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Формирование единого международного свода стандартов бухучета               | Совет по международным стандартам бухгалтерского учета и Совет по стандартам финансового учета США проводят работу по конвергенции разрабатываемых ими систем стандартов финансовой отчетности (соответственно IFRS и GAAP), которая должна быть в основном завершена к концу 2014 г.                                                                                                                                                                                                                                                |
| Внедрение макропруденциального регулирования и надзора в финансовом секторе | 1. Советом по финансовой стабильности (СФС), МВФ, БКБН и рядом других международных организаций подготовлены рекомендации для национальных регуляторов по использованию принципов макропруденциального регулирования, в том числе контрциклического регулирования деятельности финансовых институтов, а также управления системными рисками, связанными с появлением ценовых пузырей.<br>2. В США и ряде других стран G20 созданы новые надзорные органы, призванные осуществлять макропруденциальный надзор за финансовыми рынками. |
| Упорядочение и повышение прозрачности рынков деривативов                    | На саммите G20 в Лос-Кабосе (2012 г.) принято решение о том, что начиная с 2014 г. операции со стандартными внебиржевыми деривативами проводились только через биржи или электронные системы торгов, а клиринг осуществляется через центральных контрагентов. Информация по заключенным контрактам должна представляться в централизованные торговые базы, доступ к которым будут иметь национальные надзорные органы.                                                                                                               |
| Усиление регулирования деятельности хедж-фондов                             | 1. Международной организацией комиссий по ценным бумагам (ИОСКО) в 2010 г. разработаны рекомендации для национальных регуляторов по надзору за хедж-фондами, призванные решить проблему связанных с ними системных рисков.<br>2. В США и ряде других стран G20 приняты нормы, ужесточающие требования к раскрытию информации о проводимых хедж-фондами финансовых операциях.                                                                                                                                                         |

| Направление                                               | Основные достигнутые результаты                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Усиление регулирования международных рейтинговых агентств | <p>1. ИОСКО разработан Свод основных правил для рейтинговых агентств, направленный на повышение достоверности выставляемых ими рейтингов и исключение возможности возникновения в них конфликта интересов. Нормы Свода уже интегрированы в законодательство США, ЕС, Японии и некоторых других стран G20.</p> <p>2. На саммите G20 в Лос-Кабосе одобрены подготовленные СФС принципы сокращения использования кредитных рейтингов всеми участниками финансовых рынков, включая органы финансового надзора и центральные банки.</p>                                                   |
| Реформа системы вознаграждения в финансовых организациях  | <p>На саммите G20 в Торонто одобрены подготовленные СФС принципы и стандарты осуществления компенсационных выплат в финансовых институтах, направленные на снижение уровня принимаемых этими институтами рисков, в том числе за счет отказа от практики многолетних гарантированных бонусов; выплаты переменных вознаграждений не единовременно по окончании отчетного периода, а по истечении определенного промежутка времени, позволяющего оценить реальную эффективность работы менеджеров; обеспечения транспарентности политики компаний в области выплаты вознаграждений.</p> |
| Усиление налогообложения финансовых институтов            | <p>1. Предложения ряда стран МВФ о введении на глобальном уровне специального налога на финансовые институты были отклонены в ходе саммита G20 в Торонто.</p> <p>2. Возможность введения налогов на финансовые институты (налог Тобина) активно обсуждалась в 2009-2010 гг. в США и ЕС, однако правовых актов, которые устанавливали бы такие налоги, принято не было.</p>                                                                                                                                                                                                           |

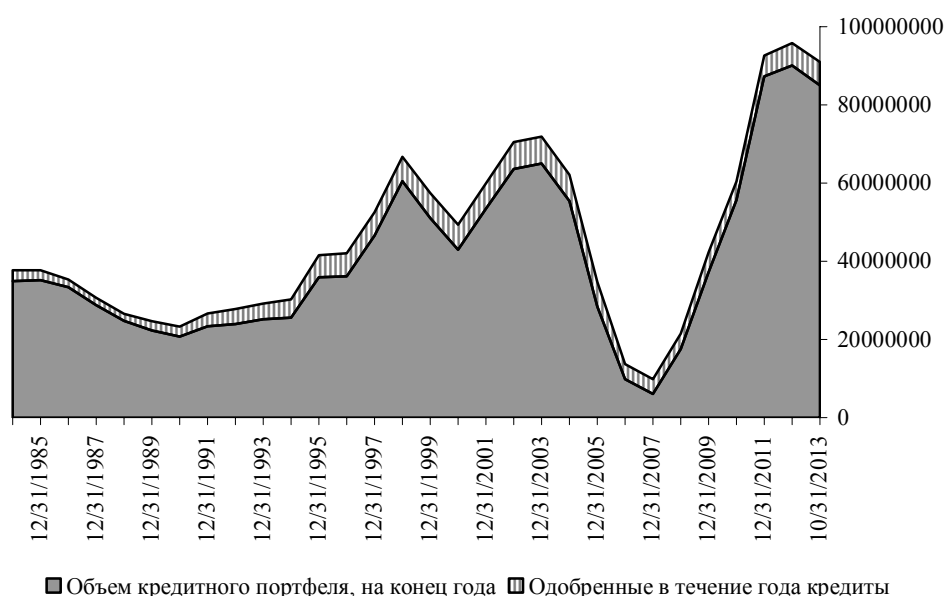
*Источник:* составлено по данным Совета по финансовой стабильности (<http://www.financialstabilityboard.org/>)

### **Реформирование международных финансовых организаций (МФО)**

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

Недавний кризис отчетливо высветил недостаточную эффективность сложившейся системы МФО, не сумевший предотвратить кризис или замедлить его развитие. Так, роль МВФ в начальной, наиболее острой фазе кризиса фактически свелась к выделению кредитов нескольким странам, оказавшимся в особенно тяжелом положении, а также мониторингу кризисной ситуации. Занять более активную позицию Фонду помешал объективный дефицит авторитета, полномочий и финансовых ресурсов. В этой связи уже в ходе первого антикризисного саммита G20 была выдвинута инициатива о проведении коренной модернизации МВФ и других ключевых МФО, которая позволила бы им более эффективно выполнять свои функции по обеспечению глобальной экономической стабильности и содействию развитию.

**Рисунок 8**  
**Ежегодные объемы кредитования МВФ в 1985–2013 гг., млрд СДР**



Источник: International Financial Statistics, 2013.

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

размере порядка 750 млрд долл. (в том числе Россия – около 13 млрд долл.). Это позволило Фонду значительно нарастить объем кредитования стран-членов, доведя его в 2013 финансовом году до 110 млрд долл. (рис. 8). Кроме того, к 2015 г. планируется удвоить капитал (сумму квот) Фонда, размер которого составит в итоге около 755 млрд долл.

Наряду с этим был увеличен примерно на 85%, или 350 млрд долл., капитал МБРР и ряда крупнейших региональных банков развития. Это, как ожидается, позволит им в новом десятилетии почти в 2 раза нарастить ежегодный объем финансирования развивающихся стран.

Еще одной задачей модернизации МФО выступает усиление в них позиций развивающихся государств и повышение за счет этого эффективности и легитимности их работы. Исторически сложившаяся система распределения долей участия (квот) и голосов в капитале МВФ, МБРР и ряда других МФО, обеспечивавшая доминирование в них развитых стран, давно перестала соответствовать изменившейся расстановке сил в мировой экономике, что подрывало доверие к этим институтам. Так, общая доля голосов государств БРИКС в МВФ в 2013 г. составляла 10,71%, почти в 2,5 раза уступая их вкладу в глобальный ВВП, превышавшему 25,6%. В этой связи в ближайшие три года планируется перераспределить свыше 6% квот и связанных с ними голосов в Фонде в пользу стран с формирующимся рынком, прежде всего стран БРИКС, которые должны войти в число 10 крупнейших акционеров МВФ. Подобная реформа уже проведена в 2009–2013 гг. в МБРР и МВФ, в результате чего доля голосов развивающихся стран в этих организациях выросла соответственно на 4,6% до 47,2% и на 6,1% до 39,5%.

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

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

Еще с самого начала долгового кризиса центральные банки (ЦБ) ведущих стран предприняли меры по вливанию ликвидности, а также осуществили ряд согласованных между собой мер. Но когда кризис ликвидности перерос в кризис платежеспособности, угрожавший стабильности финансовой системы в целом, правительства стали осуществлять классические меры по спасению отдельных банков и других финансовых институтов, оказавшихся под угрозой банкротства. Эти меры принимали форму предоставления кредитов и слияния банков. После краха «долговой пирамиды» в ряде стран Европейского союза, вызвавшего шок во всей ми-

ровой финансовой системе, государственные власти вынуждены были принимать быстрые решения и специальные программы, чтобы избежать краха этой системы.

На уровне ЕС были приняты соответствующие меры, которые были дополнены мерами на уровне отдельных стран. 12 октября 2012 г. на чрезвычайном саммите стран зоны евро в Париже был принят согласованный план действий, направленный на то, чтобы дополнить краткосрочные меры ЕЦБ по рефинансированию банков, действующих на межбанковском рынке, и поддержать банки, испытывающие трудности. Согласованный план предусматривал осуществление следующих мер:

- увеличение гарантий банковских вкладов физических лиц;
- предоставление государственных гарантий долговым обязательствам (главным образом облигациям), эмитированным банками;
- предоставление банкам средств для их рекапитализации (т.е. для увеличения собственных капиталов);
- разработка мер по спасению и очистке банковских активов.

По решению европейского саммита ЕЦБ сформулировал рекомендации по предоставлению государственных гарантий для банковских долгов. В отдельных странах зоны евро стали создаваться механизмы по поддержке финансового сектора. Так, 17 октября 2012 г. в Германии создан Фонд стабилизации финансового рынка (Financial Market Stabilisation Fund, SoFFin), особенностью которого стала прозрачная и предсказуемая процедура оказания банкам финансовой поддержки. Механизмы государственной поддержки, создаваемые на национальном уровне, обладают рядом преимуществ, связанных с их прозрачностью и меньшим уровнем системного риска.

С октября 2012 г. до конца декабря 2013 г. отношение стоимости мер по государственной поддержке к ВВП составило в зоне евро 27%, в Великобритании – 43% и в США – 26%. Как правило, меры поддержки оказывались по запросу финансовых учреждений. Получая такую помощь, банки обязаны были пересмотреть политику распределения дивидендов, регулярно публиковать данные об эволюции своей деятельности, допускать участие государства в управлении и ограничивать вознаграждение высшего руководства. Иногда предоставление государственной помощи сопровождалось подписанием соглашения между властями и банками, в соответствии с которыми последние брали на себя определенные обязательства в области кредитования реальной экономики. Так было, например, во Франции, Великобритании и Ирландии.

*Гарантия банковских вкладов населения.* Эта мера относится к числу первых мер государственной поддержки банков. В докризисный период в ЕС гарантировались вклады на сумму минимум в 20 тыс. евро. С началом долгового кризиса эта сумма стала рассматриваться как недостаточная для восстановления доверия вкладчиков и в октябре 2012 г. была повы-

шена до 50 тыс.; предполагается, что к концу 2014 г. она составит 100 тыс. евро. В некоторых странах минимальная сумма гарантированных вкладов превысила 50 тыс. евро, а в Ирландии были введены общие гарантии для вкладов не только населения, но и предприятий, а также для межбанковских депозитов. В США сумма гарантий была повышена до 250 тыс. долл., но в январе 2014 г. она была снижена до 100 тыс. долл.

*Гарантии банковского долга.* Государство гарантирует эмиссию банковских облигаций. В некоторых странах зоны евро суммы таких гарантий достигают значительных размеров, тогда как в других странах (например, в Италии) эта мера практически не использовалась. В США гарантии банковским облигациям предоставляются в рамках Программы гарантирования долга (Debt Guarantee Program).

*Увеличение собственных капиталов банков.* В условиях долгового кризиса снижение рейтинговых оценок банков и общее обесценение активов привели к значительному снижению стоимости собственных капиталов банков. К нехватке ликвидности добавился эффект повышения уровня рисков, что также усилило нагрузку на собственные капиталы. Это заставило государственные органы многих стран предпринять меры по рекапитализации банков, т.е. по увеличению их собственных капиталов. Такие меры осуществлялись в основном в форме подписки государства на привилегированные акции или другие гибридные инструменты, соответствующие требованиям собственного капитала первого уровня.

Как известно, привилегированные акции, не дающие их владельцам права голоса, обеспечивают им приоритет в области получения дивидендов.

Меры по увеличению собственных капиталов банков в США были более распространены, чем в зоне евро: в США они составили на конец июня 2013 г. 2,6% ВВП, тогда как в зоне евро – 1,3% ВВП. Наиболее высокими расходы на рекапитализацию банков были в Великобритании – около 5,1% ВВП.

*Меры по поддержке банковских активов.* Большую роль сыграли государства в избавлении банков от так называемых токсичных активов, которые отягощали банковские балансы. Операции по очищению балансов осуществляются либо в форме выкупа токсичных активов специально созданными для этого структурами, либо в форме предоставления гарантий таким активам, чтобы сохранять их в балансах банков. Выбор между этими способами очищения активов в условиях растущей неопределенности является весьма деликатной проблемой. Многие страны считают необходимым систематически проводить меры по спасению активов и разрабатывать для этого специальные программы по защите активов.

Такая программа по государственно-частному партнерству в приобретении токсичных активов (Public-Private Investment Program, PPIP) была принята в США. В Ирландии создано Национальное агентство управления активами (National Asset Management Agency, NAMA), в Германии –

механизм поддержки банков земель (Landesbanken) и т.д. Конечно, все эти механизмы организованы и действуют по-разному, различны и принципы участия банков – в Германии и США такое участие добровольно, а в Ирландии обязательно. Различаются и способы оценки проблемных активов: в США они устанавливаются на аукционах, а в Германии и Ирландии – специальными экспертами.

Осуществляемые государством меры, направленные на восстановление доверия и общее оздоровление и стабилизацию финансовой системы, имеют и другую сторону – они приводят к росту дефицита государственного бюджета и государственного долга, что может затормозить послекризисный рост реальной экономики. Кроме того, некоторые государственные меры могут нарушить условия конкуренции между банками как на национальном, так и на международном уровнях (например, между банками, получающими и не получающими помощь от государства). Так или иначе, государственная поддержка может привести к моральному риску, связанному со стремлением банков брать на себя чрезмерные риски. В этих условиях стали разворачиваться дебаты о стратегии отказа от мер государственной поддержки финансового сектора на мировом, европейском и национальном уровнях. Учитывая высокий уровень интеграции финансовых систем в рамках ЕС, государственные органы стран-членов координируют свои стратегии отказа от мер поддержки, что должно позволить им избежать негативных последствий кризиса. Координированная стратегия ЕС основана на одинаковых стремлениях к возврату к конкурентному рынку, на обмене информацией о принимаемых мерах между правительствами, на прозрачности в отношениях с публикой и на оценке стабильности финансовых систем.

*Отказ от гарантирования банковских вкладов.* В рамках ЕС дебаты об отказе от таких мер сосредоточены на вопросах координации реформы, касающейся механизмов гарантирования вкладов. Эта реформа должна быть направлена на то, чтобы гарантированные государством вклады были выше докризисного уровня. В условиях кризиса в некоторых странах ЕС установлена неограниченная гарантия банковских вкладов населения; при этом не указана дата отмены таких гарантий.

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

*Отказ от мер по увеличению собственных капиталов банков.* Как правило, отказ государства от рекапитализации банков может осуществ-

ляться в двух формах. Во-первых, государство может уступить свою долю участия в капитале частным инвесторам. Примером может служить уступка швейцарского правительства своей доли участия в капитале UBS институциональным инвесторам. Во-вторых, банк может «погасить» государству долю его участия. Так поступают банки Франции и Великобритании, используя в этих целях часть нераспределяемой прибыли или конверсию привилегированных акций в обыкновенные, которые затем продаются частным инвесторам.

*Отказ от мер по очистке балансов банков от токсичных активов.* Во многих странах эти меры осуществлялись в рамках специально разработанных программ, которые действовали в течение установленного срока. Банки должны сами заявлять об участии в таких программах. Таким образом, заключенное ранее соглашение было расторгнуто. В ноябре 2013 г. английский банк «Lloyds TSB» отказался от соглашения, заключенного с государством в марте 2009 г., погасив связанные с соглашением издержки в размере 2,5 млрд ф. ст. Такое решение было обусловлено улучшением финансового положения банка.

В будущем следует извлечь из нынешнего кризиса ряд уроков. Во-первых, несмотря на то что процессы координации в ЕС развивались в целом достаточно эффективно, существуют еще возможности для усиления координации государственной политики, направленной на решение проблем платежеспособности трансграничных финансовых институтов. Во-вторых, следовало бы усилить единство в области подходов к управлению кризисом. В-третьих, необходимо ограничивать поведение, приводящее к повышению морального риска, связанного с мерами государственной поддержки финансового сектора. Все эти вопросы требуют обсуждения на европейском и международном уровнях.

В заключение нужно подчеркнуть, что главная цель монетарных органов в условиях глобальных дисбалансов должна заключаться в усилении сопротивляемости мировой экономики различным шокам, а значит, следует продолжать структурные реформы, реализуемые правительствами, особенно направленные на повышение гибкости рынков труда, бороться с монополизацией рынков товаров и услуг и стимулировать НИ-ОКР. При этом эффективное участие государственного финансирования является одним из факторов успешности реформ.

---