

Место и роль США в международной финансовой системе

Л.М. Григорьев, М.Р. Салихов¹

Несколько десятилетий глобализации привели к столь глубокому переплетению движения капиталов в мире, что выделение того или иного финансового центра носит достаточно условный характер: во всех крупных и малых финансовых центрах ведущие игроки оперируют сбережениями семей, малых фирм и крупных корпораций, правительств всего мира. Концентрация сбережений, их перераспределение, определение и перераспределение рисков, финансирование капиталовложений в глобальном масштабе – это функция ведущих финансовых центров мира. Роль американского финансового центра в современном мире велика, но первая проблема любого исследователя – выделение параметров центра из всего объема мировых финансовых институтов и их операций. Экономика США, на которую приходится порядка четверти² (в зависимости от способа измерения) мирового ВВП, должна обладать огромным финансовым сектором для обслуживания внутренних кредитных рынков. Масштабы и сложность сектора для такой страны не являются привнесенными извне, как для большинства стран с развивающимися рынками – напротив, они выросли на базе англосаксонской правовой (институциональной) системы и более полувека интенсивного экономического роста после Второй Мировой войны. Оценка места и роли финансового сектора страны предполагает выделение его связи с источниками сбережений и процессом накопления внутри самой страны, а также определением проблем финансового сектора внутри страны и его связи с внешними операциями.

Круг проблем, влияющих на положение США в мировой экономике и в частности их финансового сектора, практически бесконечен. Изоляция объекта исследования в таких условиях крайне затруднительна. Мы подходим к этой задаче, сосредоточившись на наиболее важных по нашему мнению, динамичных проблемах, которые определяют положение финансового сектора США и основные тенденции в изменении этого положения, как в долгосрочном плане, так и под влиянием системного кризиса,

¹ Президент и руководитель экономического департамента Института Энергетики и Финансов. . Авторы приносят свою благодарность А.Иващенко за большую помощь в анализе статистики.

² 24% в 2008 году, при расчете мирового ВВП в долларах США того же года.

развернувшегося в мировой экономике с осени 2008 года. Мы выделяем пять основных факторов оказывающих воздействие на положение американского финансового сектора:

- масштабы внутренней частной финансовой системы ;
- роль доллара как мировой резервной валюты;
- структура экспорта и импорта капитала;
- огромная сложность и чувствительность (англо-саксонской) системы для решения проблем финансовых и иных рисков;
- способность регуляторов самой мощной (экономически и политически) страны мира воздействовать на формирование правил игры остального мира.

Важным вопросом в ситуации выхода из кризиса 2008-2010 гг. становится выбор направления развития правил ведения бизнеса и регулирования в финансовом секторе после эпохи либерализации. Возможна и даже вероятно дальнейшая (причем достаточно быстрая) унификация международных правил ведения бизнеса на основе «модернизированного американского базиса», который быстро создается новой администрацией Б.Обамы под руководством министра финансов Т. Гейтнера и руководителя Национального экономического совета Л. Саммерса. Но нельзя исключить временное расхождение между сегментами мировой финансовой системы, пока не возобладает вновь естественная тенденция к унификации. Первый случай более вероятен (несмотря на явные различия ситуации в регионах мира во время кризиса), поскольку американские регуляторы под давлением кризиса вынуждены действовать быстро. Восстановив жизнеспособность американской частной финансовой системы, они окажут огромное влияние на характер развития остального мира, даже не прибегая к какому-либо давлению при переговорах внутри «Группы 20» или ОЭСР. Второй вариант предполагает большее воздействие других групп интересов, особенно держателей больших валютных резервов, в особенности ЕС, ОПЭК и БРИК. В этом случае можно ожидать несколько большего влияния других институциональных основ развития, определенной регионализации подходов, большего упора на долгосрочных методах финансирования с большей ролью государства, государственных банков и банков развития, гарантий.

Шансы на «десаксонизацию» мировых финансов не столь велики, как полагают многие авторы проектов реформ. Фундаментальные факторы мощи финансового сектора США не исчезают во время данного кризиса. В июне 2009 г. масштабная программа

реформы внутренней системы регулирования финансовых рынков и институтов была внесена администрацией в Конгресс. Она представляет собой как обширную программу реформ, так и внутренний компромисс между интересами различных ведомств в правительстве США. Серьезные дебаты по ней идут в Конгрессе и обществе и в конце 2009 года, – они придадут американскому финансовому центру новую структуру, которая уже будет действовать следующие десятилетия.

Остальные страны с известным трудом формируют свои интересы, а главное технологические подходы, так что начать действовать самостоятельно в условиях кризиса для них довольно-таки сложно. Другие страны ранее не имели опыта выдвижения своих идей в сколько-нибудь развитом виде, доведенном до технологической реализации. Переговоры в Группе-20 идут медленно, большинство предложений по изменению архитектуры мировой финансовой системы не имеет единой поддержки вне англосаксонской группы. Позиции ЕС (по существу франко-германская), стран БРИК, группы стран – держателей больших (особенно долларовых) активов достаточно различаются по интересам, по степени радикализма и по возможной скорости имплементации. Хотя идет явное усиление относительной силы других финансовых центров, не произошло в конечном итоге «катастрофы» финансах. Иронией мирового послекризисного развития может оказаться в среднесрочном плане фактическое усиление американского влияния на процессы регулирования финансовых рынков, несмотря на финансовый шок, пришедший из глубины их системы.

Мы рассматриваем сложившееся к 2008 году положение американского финансового центра и его кризис на основе анализа ситуации, предшествовавшей и способствовавшей Мировой Рецессии. Об окончательных последствиях финансового кризиса для положения центра пока рано давать окончательное заключение. В частности, в мире и в России читающая публика перегружена (в очередной раз) теориями «заката» США и развития других экономических и финансовых центров. Сдвиги в положении США в финансовом мире неизбежны, но изменение их роли и ослабление их влияния – процесс сложный, не носит однонаправленного характера и главное – не внезапный. Потребуется еще несколько лет, прежде чем будет достигнута ясность в этом плане, так что следует опираться на реальные процессы, а не на борющиеся гипотезы.

1. Структура финансового сектора США и роль дисбалансов.

Место американского центра в современной мировой финансовой системе нужно определять в исторической перспективе, причем в условиях мирового кризиса это место может серьезно измениться. Оно базировалось на нескольких критически важных факторах американской экономики и общественной системы:

- огромный внутренний рынок сбережений и кредита;
- устойчивость прав собственности при либеральности и адаптивности системы;
- высокая эффективность рынка в отношении информации, способности перераспределения рисков;
- способность к глобальному перераспределению сбережений;
- значительная самостоятельность при способности воздействовать на формальные и неформальные правила поведения финансовых институтов на рынках всего мира.

Характер американской финансовой системы имеет огромное значение при определении ее «места и роли». Речь идет о правовом или, более точно, об институциональном базисе. В данной работе достаточно отметить, что США являются ядром англо-саксонской сферы хозяйствования, базирующейся на соответствующем типе права, характере принятия решений. Наряду с ним исторически существует «континентальный» институциональный базис Европы и Латинской Америки, базирующийся на романском праве. Азиатский базис, как, впрочем, и континентальный, не остаются вполне независимыми или изолированными. Основные принципы частной собственности, в частности устойчивости (надежности) контрактов и т.п. являются общими. В то же время корпоративный контроль, многие формальные и неформальные институты в сфере бизнеса остаются различными, несмотря на столетия конвергенции и огромные усилия по их конвергенции (в частности после Азиатского кризиса).

В Японии и Южной Корее, других странах азиатского континента с 40-х годов (результат войны), и в частности с конца 90-х гг. (результат кризиса) произошли значительные изменения в характере собственности, контроля, вплоть до бухгалтерского учета. То же самое (по другим причинам) можно сказать и о «континентальном базисе» (ЕС). Для целей нашей работы достаточно сказать, что англо-саксонский базис в его американской форме (включая международные финансовые организации) оказывал во второй половине XX века огромное влияние на типы институционального развития в

других регионах мира, причем особенно в финансовом секторе. За последние десятилетия, особенно после Азиатского кризиса произошло существенное сближение между банковскими системами мира также, как и в сфере макроэкономической и бюджетной политики. Одним из достижений этого периода стало существенное снижение инфляции в мире и стабилизация бюджетов. Другие институциональные типы, однако, не потеряли своей специфики, что видно по характеру протекания финансового кризиса 2008-2010 гг.

Развитый финансовый сектор при устойчивом праве, высокой степени защиты прав собственности играл большую роль в развитии Великобритании и всего мира в XIX-XX веках. Эта роль была в большой мере усилена быстрым развитием американского финансового сектора после II мировой войны. Для целей нашего исследования мы постоянно будем исходить из указанных различий, хотя их раскрытие выходит за пределы работы. В какой-то степени эти различия прибавили американской финансовой системе дополнительную миссионерскую роль – со времени создания и после отмены Бреттон-Вудской системы – расширения, унификации, постоянной либерализации мировой финансовой сферы как в пределах, так и за пределами собственно англо-саксонского домена.

Роль американского финансового центра, естественно, обращена как на внутренние, так и на внешние проблемы функционирования, как во всякой экономике. Масштабы экономики, ее сложность во многом определяют специфику финансов и наоборот. Как во всякой системе банки и финансовые институты осуществляют критически важные функции перераспределения сбережений, выработки и учета рисков в цене финансовых продуктов и инструментов.

США воздействуют на остальной мир, предоставляя «швейцарские услуги» по надежности хранения средств, хотя они состоят не в секретности вкладов при низкой доходности, а в надежности прав собственности при огромных масштабах рынка. Инвесторы всего мира от центральных банков до бизнесменов, уклоняющихся от налогов, предпочитают низкий доход при гарантии сохранности и удобстве управления средствами. При оптимизации своих портфелей многие категории индивидуальных и институциональных инвесторов, в том числе российских, решают проблему устойчивости своих инвестиционных портфелей с использованием всей палитры инструментов американского рынка. Практическое решение такой задачи включает в себя минимум два явных основных компонента: высокодоходные рискованные (по коммерческим и политическим рискам) вложения в странах с развивающимися рынками (в особенности в

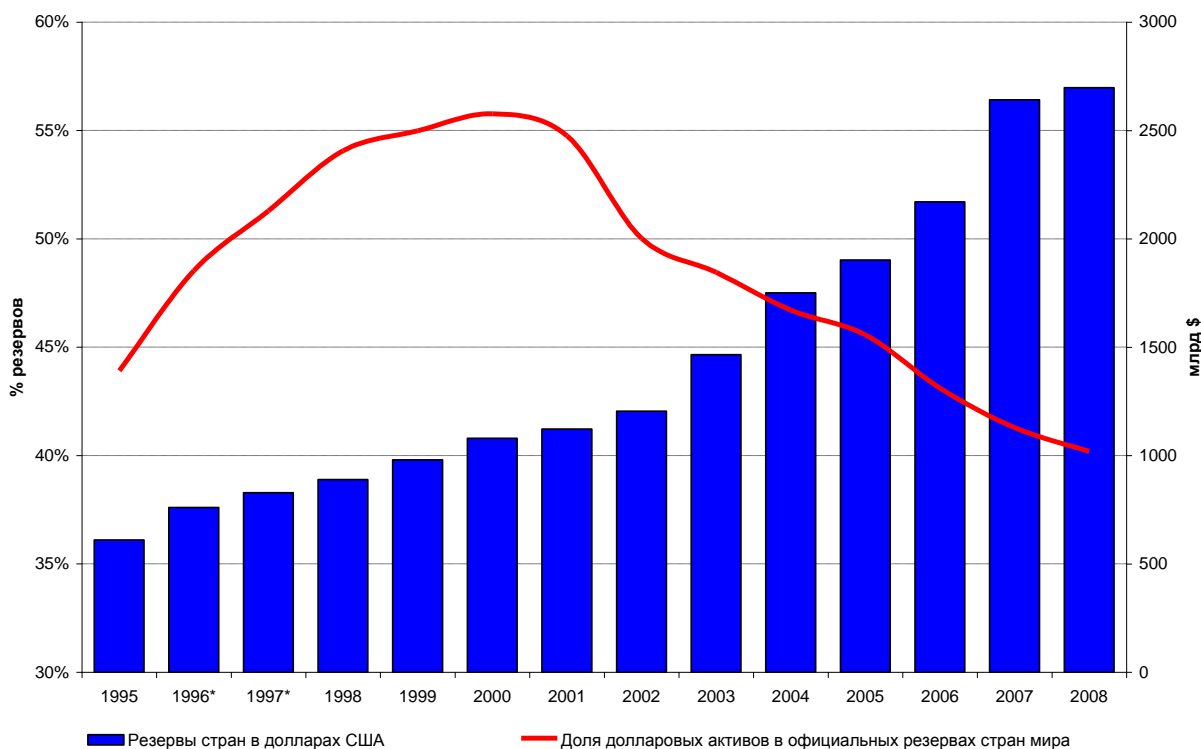
России); некоторый объем «безрисковых» вложений в США (иных странах) с низким доходом. Этот резерв средств в США играет роль резерва ликвидности как для семейных, так и для коммерческих портфелей, может выступать как залоговый материал для обратных («карусельных») вложений в страну происхождения, обеспечение гарантий и т.п.³ Так что при общем уровне низкого политического риска для инвестиционно-кредитных операций для инвесторов финансовый центр в США – центр не для извлечения высокой прибыли или ренты (финансовым посредникам или центральным банкам) вроде оффшоров или развивающихся рынков. Это национальный центр, ставший одной из основных опор мировой финансовой системы, опирающийся на масштабность, надежность и высокую конкуренцию во внутренних операциях. Инвесторам всего мира предложен классический выбор: низкая доходность за надежность, – и они активно покупают эту глобальную услугу, особенно в условиях политической неустойчивости в мире, или осуществляют «бегство к качеству» бумаг при финансовых потрясениях. Рост курса доллара осенью 2008 г. при бегстве в «treasuries» США из других стран указывает на сохранение доверия в мире к доллару и американскому финансовому центру даже в момент сильнейшего кризиса – правда, за неимением практических альтернатив необходимых масштабов.

Роль доллара в мире базируется, прежде всего, на огромном предложении надежных долларовых активов частным и государственным инвесторам. Как резервная валюта доллар вышел за пределы своей страны, обеспечив не только ценные бумаги для частных инвесторов, или наличные средства расчетов для стран с неустойчивыми валютами, но и огромные объемы официальных резервов. Даже сокращение в последние годы доли доллара в резервах центральных банков до 40% (от пика в 56% в начале 2000-х гг.) оставляет держателей с растущей массой в более чем два с половиной триллиона долларовых авуаров (см. график 1). Широкие колебания курса доллара – евро влияют как на потоки товаров, так и капиталов. Рост этих авуаров замедлился, но их держатели постоянно находятся в конфликте интересов; попытки избавиться от долларовых рисков могут обесценивать основную массу вложений (особенно важно для Китая). Бесспорно, что продажа такого массива облигаций центральным банкам всего мира дала возможность финансирования бюджета и платежного баланса. Взамен американская финансовая

³ Наличие резерва ликвидности за рубежом меняет поведение фирм в развивающихся странах, характер проведения макроэкономической политики этих стран, условия формирования их валютных рынков, а главное – инвестиционные операции фирм в странах с рискованными деловыми климатами.

система предоставила серьезную услугу остальному миру, дав ему возможность хранить свои сбережения в надежных активах, что снизило цену заимствования кредитных ресурсов американскими фирмами и банками, штатами и минфином США у остального мира. Это играло свою положительную роль в устойчивости развития мира, обеспечивая перенос рисков во времени. Привлечение иностранных капиталов в США сыграло серьезную роль в экономическом развитии страны в далеком и в недавнем прошлом. Любители «похорон доллара» могут, видимо, рассчитывать на снижение роли доллара в среднесрочной перспективе, но не потери долларом его роли в ближайшие годы и даже десятилетие. Бегство от доллара может приобрести элементы долгосрочного тренда, но останется чрезвычайно подвержено конъюнктуре валютных рынков, тем более что общие интересы держателей долларовых активов препятствуют «катастрофам», которые так популярны в СМИ.

График 1. Официальные резервы стран мира в долларах США и доля долларовых активов в резервах, 1995-2008



Источник: COFER

Американская финансовая система характерна тем, что обладает обеими опорами для кредитования экономики: развитой банковской системой и системой небанковских институтов и инструментов с мощным фондовым рынком и огромной

ролью прямых инвестиций. Ведущим показателем (хотя не главным – важна совокупность секторов) привлекательности и силы финансового центра является в современных условиях биржа. Именно по масштабам оборота биржи легко понять, в какой степени Американский центр мощнее большинства конкурентов – доля двух американских бирж в мировом биржевом обороте (по 51 бирже – см. таблицу 1) колеблется в 2000-х годах между 47 и 62%, что в целом в два раза выше американской доли в мировом ВВП. Более высокая ликвидность американских бирж, абсорбция акций (гибридных инструментов) ведущих фирм всего развивающегося мира обуславливает и размах оборота, также как и характер колебаний. Доля двух ведущих бирж США вырастает в сумме оборота 51 биржи мира именно в конце экономических подъемов, достигая своего максимума перед перед биржевыми кризисами.

Таблица 1. Годовой оборот основных рынков акций, трлн. долл.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nasdaq + NYSE	30,9	21,4	17,6	16,8	20,4	24,2	33,6	57,3	70,1
Остальные 49 бирж	18,9	16,7	15,5	16,5	21,9	26,9	36,4	45,2	43,2
Всего по членам WFE ⁴	49,8	38,1	33,1	33,3	42,3	51,1	70,0	112,5	113,3
Доля Nasdaq + NYSE, %	62,0	56,2	53,0	50,3	48,2	47,4	48,0	51,0	61,9
Доля Nasdaq + NYSE + Лондонская биржа (LSE), %	71,2	68,0	65,3	61,3	60,4	58,5	58,8	60,1	67,4

Источник: WFE, расчёты ИЭФ

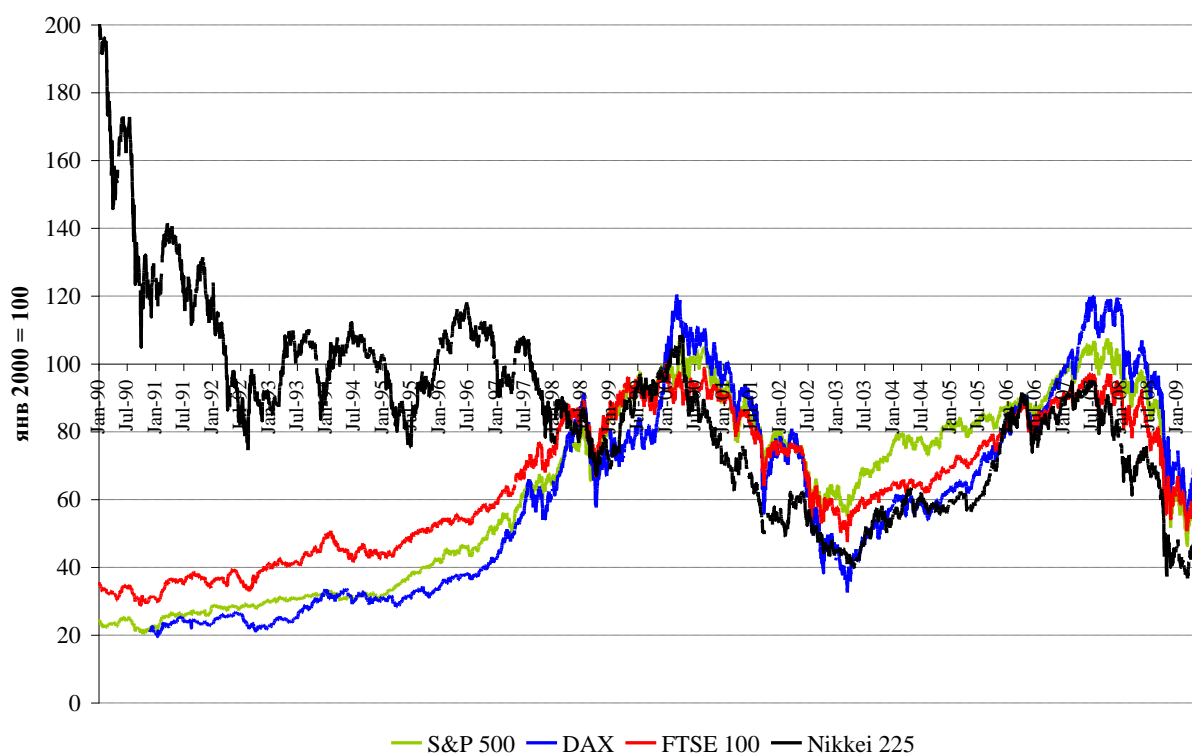
Привлекательность американских бирж заключается в их высокой ликвидности. В мире оборота акций, в сущности, приходится говорить о доминировании англо-саксонских бирж⁵, на которых традиционно оперировали ведущие американские инвестиционные банки. Отметим, что динамика индексов в мире носит сходный характер, особенно после сокрушительного снижения роли Токийской биржи в 90-х гг. Это собственно и указывает

⁴ World Federation of Exchanges – ассоциация крупнейших регулируемых бирж мира, на начало 2009 года насчитывает 51 постоянного члена. Расчёт проведён по фиксированному списку из 51 биржи.

⁵ Ужесточение регулирования и повышение издержек ведения бизнеса в Нью-Йорке в последнее десятилетие было использовано Лондоном, который предоставил более либеральные условия, в частности при IPO и для новых компаний.

на самостоятельность американского рынка, готовность обслужить (вместе с Лондоном) лучшие компании других стран – при сходной динамике доходности ликвидность все-таки остается у сильных. Если собственники фирм в развивающемся мире и даже в ЕС рассчитывают на существенный рост курсов акций, то обычно агрессивная стратегия компании предполагает, рано или поздно, выход на биржи США. Более консервативные стратегии предполагают регистрацию и котировку на европейских биржах, которые имели все же несколько меньшую волатильность в прошедшую декаду. Для собственников и для менеджеров котировки на биржах в США остаются как символом успеха, так и важным способом извлечения высокого дохода с высоким коммерческим риском (по меркам стран ОЭСР), но без политических рисков инвестирования в развивающихся странах. Разумеется, для стран зоны евро в эти годы доходность вложений в США детерминировалась не только динамикой курсов акций и процентных ставок, прибылей и дивидендов, но и широкими волнами колебаний курса евро к доллару. Затяжные последствия биржевого кризиса 2001 года в США чувствовались вплоть до 2006 г., так что предкризисный взлет акций в данном цикле оказался скорее несколько ниже возможного (примерно на уровне начала 2000-х гг.). В любом случае место США на биржах мира во многом определяется внутренней ликвидностью, историей надежности и доходностью. Развитие новых конкурирующих финансовых центров в области биржевой торговли акциями потребует огромных капиталов и высокой правовой защиты, высокого доверия инвесторов, чтобы сместить роли бирж в мире в заметном масштабе.

График 2. Динамика фондовых индексов развитых стран, 1990-2009



Источник: Bloomberg, расчеты ИЭФ

Прочные позиции американских бирж (особенно вместе с Лондонской) указывают на контроль над самым волатильным, но и высокодоходным сектором мировой экономики (кроме разве что валютных спекуляций). Биржа, естественно, не изолирована, а опирается на два сектора, которые вместе обеспечивают базовые возможности американского центра: банковскую систему и рынок облигаций. Специальные исследования показали, что банки в состоянии оперировать в более сложной правовой среде, чем рынки облигаций⁶. В то же время именно облигационные займы составляют растущую долю мирового финансирования крупных проектов развития и, одновременно, займов для хранения сбережений правительствами и различными фондами. Американские коммерческие банки имеют огромные активы – достигшие на 1 июля 2008 года величины в 10 трлн. долларов. Их внешние операции существенно уступают масштабам внутреннего кредитования, что подчеркивает базисную роль такого фактора как объем внутреннего рынка в развитии финансовых центров.

⁶ В российской литературе на это указано в работе Л.Григорьева, Е.Гурвича, А.Саватюгина «Финансовая система и экономическое развитие», «МЭиМО», №7, 2003.

Не менее наглядно мощь американского центра видна на рынках с заимствованиями в форме долговых бумаг – доля американского центра в последние годы была устойчива на обоих рынках: внутренних облигаций и внешних долговых заимствований (см. Приложение – таблица 1). Среди всех внутренних выпусков облигаций в мире на США приходится устойчиво 43% или даже более. Более 25% всех внешних выпусков также приходится на долю США, так как на этом рынке намного больше активность международных организаций, выше роль суверенных заимствований и т.п.⁷ Большой внутренний рынок облигаций, в частности довольно надежных муниципальных и федеральных, позволял до сих пор (и, видимо, в будущем) американским институциональным инвесторам абсорбировать значительные объемы относительно рискованных бумаг из развивающихся рынков, ипотечного сектора и др. Как теперь оказалось, избыточные риски пришли не из других стран, а из недр собственного рынка США – грустное, но явное доказательство роли и мощи внутреннего рынка. В секторе нефинансовых корпораций доля США подскакивает до 36% в мировой объеме, хотя она традиционно низка в «чисто» государственных заимствованиях.

Экономика США является одним из центральных объектов (и источников) прямых инвестиций. В этом отношении чрезвычайно важно учесть различия в структуре вложений американских компаний – прямых и портфельных – за рубежом. Соответственно, это относится и к вложениям из-за рубежа в США. Тут мы имеем дело в большой мере как бы с игрой двух почти равных по роли игроков: США (особенно вместе с другими англо-саксами) и «Остальной мир», учитывая, что значительная часть остального мира бедна и на финансовых рынках мало заметна.

Наш анализ – в кратком виде – показывает, что США в целом привлекают огромные объемы капитала в форме облигаций, причем высокорейдовых (Казначейство). Предоставляя услугу надежности хранения средств, американские заемщики выигрывают на разнице в ставках процента по выплачиваемым и привлекаемым кредитам. На начало 2008 г. США вложили 17,6 трлн. долларов за рубежом, «Остальной мир» вложил в США 20,1 триллион. Но структура вложений двух сторон «большой финансовой игры» настолько существенно отличается, что ее легче рассматривать по основным компонентам (см. Приложение – Таблица 2).

⁷ Выход на внешние рынки сопряжен с валютными рисками, другими сложными и дорогими транзакционными факторами. В малых странах один большой кредит МВФ может оказаться больше всей мощности национальных рынков облигаций.

«Проигрываая» «Остальному миру» порядка двух с половиной триллионов долларов вложений США получают, как правило, заметно больший доход на свои вложения⁸. Взвешенная разница между доходностью вложений США за рубежом и «Остального мира» в США составляла в 2006-2008 годах устойчиво 1,4% процентных пункта (5-6,5% против 3,6-5%), измеряя доходность только по репатриированным переводам по платежному балансу. Суммарная абсолютная разница в доходе в пользу экономических агентов США была невысока. В основном этот выигрыш складывался из значительного дохода по прямым вложениям против платежей по огромным облигационным заимствованиям. Разумеется, превосходство (разница) США на один триллион долларов прямых вложений (3,3 против 2,4 трлн.) при «проигрыше» на почти три триллиона (6,6 против 8,4 трлн.) по облигациям играет огромное значение, как для политики крупных корпораций, так и для внешней политики. Если американские компании получали самые высокие ставки дохода за рубежом именно по прямым вложениям – 11-12%, то доходность остального мира в США по этому типу вложений была вдвое ниже, а самые высокие ставки дохода были по казначейским облигациям.

Очевидно, что национальные интересы США предполагают важные цели в правовом поле: максимально свободный доступ (транс) национальных компаний к прямым вложениям в высокодоходные активы по всему миру; обязательность выполнения долговых обязательств; развитая система информации о состоянии активов по всему миру; надежная система учета коммерческих и политических рисков.

Специфическая роль США как крупного глобального заемщика лежит в нескольких сферах. Во-первых, это огромный внутренний рынок, на котором даже крупные международные игроки играют подчиненную роль. Во-вторых, высокая надежность дает возможность США привлекать большие массы долгового капитала по низким ставкам, в том числе для финансирования государственного долга. В-третьих, это значительное преимущество при вложениях прямого капитала за рубежом, высокая доходность которого перекрывает стоимость привлечения средств в «Америку Инкорпорейтед» (отток платежей по облигациям).

⁸ Мы меряем «доход» сектора страны по доходу, показанному при переводе в страну в платежном балансе (в основном дивиденды и проценты, курсовые выигрыши). Разумеется, это делает этот показатель не «нормой прибыли», а нормой репатриированной прибыли. Показатель в частности оставляет за пределами «дохода» реинвестирование прибылей в стране вложения капитала. Накопленные объемы зарубежного прямого капитала растут как за счет новых вложений, так и за счет реинвестирования и переоценки активов.

Сложная и масштабная финансовая система США интенсивно развивалась в течение послевоенного периода, достигнув по ряду параметров «паритета» с остальным миром. Мощь финансового центра позволяла американской экономике решать ряд проблем своего развития, выходя за рамки разумных ограничений рисков. В особенности это относится к большим внешним заимствованиям, послужившим средством поддержания высокой динамики личного потребления (ниже) при нулевой норме сбережений из располагаемого дохода американского населения в 2000-х годах. **Англо-саксонская либеральность стала и силой развития, и источником неожиданных, и незамеченных рисков, которые практически взорвали мировой экономический подъем первого десятилетия 21 века.**

2. Накопление рисков и кризис системы финансирования

Центральное положение американского финансового центра в мире обычно рассматривалось как источник стабильности в рискованной среде остального мира. Но оказалось, что недостатки регулирования, недостаточность контроля над целым типом финансовых институтов (хедж-фонды и забалансовые операции ряда институтов) и инструментов (деривативы) вместе оказалось эквивалентным отсутствию контроля за системными рисками. Это привело к кризису 2007-2009 гг. именно в этом опорном центре. Существующая модель финансирования американской экономики становилась все более и более неустойчивой по мере роста дисбалансов, а также роста государственного дефицита, в первую очередь, связанного со снижением налогов в начале 2000-х годов и ростом военных и социальных расходов. Экономический рост в значительной степени поддерживался за счет наращивания долгов всеми секторами экономики, а платежный баланс поддерживался за счет разницы в доходности зарубежных активов США и зарубежных активов в США. Огромное значение имел резервный статус доллара, что позволяло покрывать дефицит платежного баланса страны путем продажи надежных облигаций (AAA) государственного и частного сектора центральным банкам и частным инвесторам за рубежом.

Дисбалансы бюджета, платежного баланса приобрели встроенный характер и быстро росли как в абсолютных, так и в относительных значениях. Хотя такое положение американской экономики вызывало обеспокоенность экономистов (особенно активные дискуссии пришлось на 2004-2005 года). К примеру, в ноябре 2004 года экономисты Н. Рубини и Б. Сетсер в своей работе предупреждали о том, что «... существующие благоприятное положение дел в ближайшее время изменится. Быстрое ухудшение чистой инвестиционной позиции США, вызванное большими торговыми и платежными дефицитами, не может продолжаться бесконечно. Накопленные противоречия в финансовой системе таковы, что они могут оказать разрушительное воздействие в ближайшие три-четыре года»⁹. Последующие несколько лет, казалось бы, опровергали опасения пессимистов: хотя дисбалансы продолжали расти, они не вызывали существенных сбоев. Сложившаяся модель «внешнего» финансирования наиболее крупной в мире американской экономики всем остальным миром продолжала

⁹ Nouriel Roubini, Brad Setser. The US as a Net Debtor. The Sustainability of the US External Imbalances (November 2004).

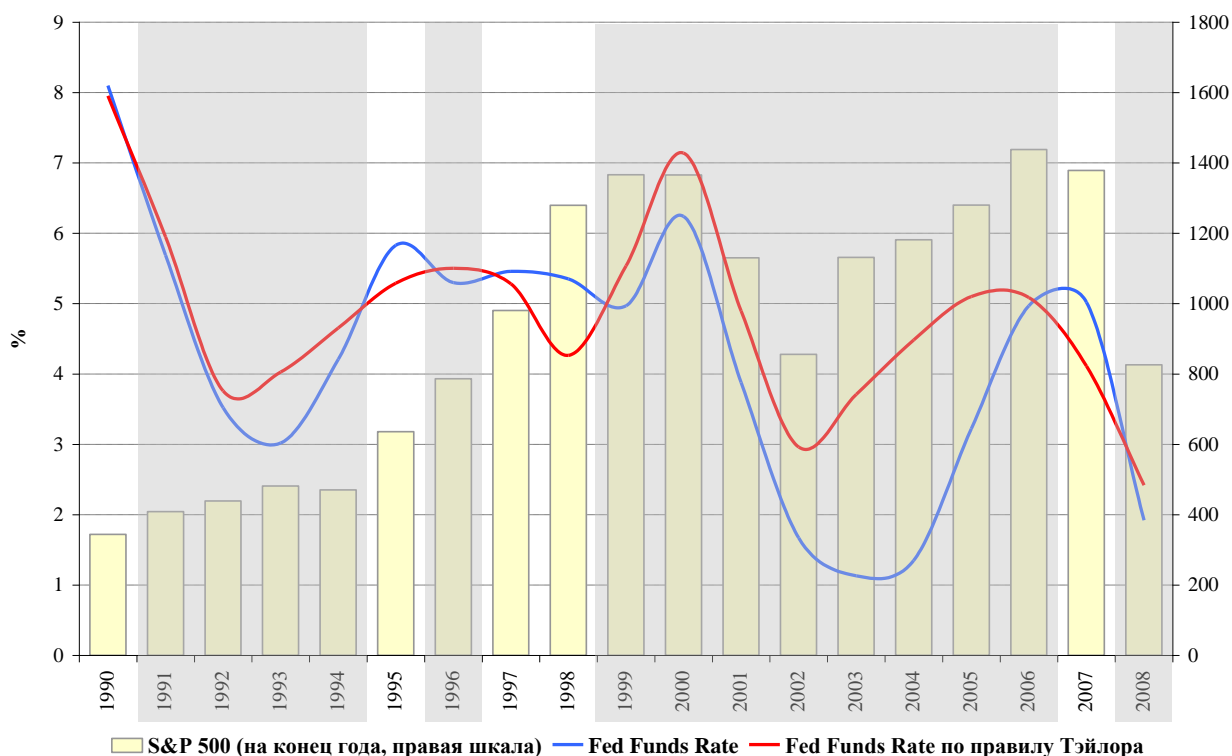
существовать. Среднегодовой чистый приток сбережений в США, измеренный по текущему платежному балансу, составлял за девять лет (2000- 2009 гг.) громадную величину в 4,7% ВВП США. Именно в этот период выделились наиболее проблемные в будущем сегменты финансового сектора, связанные с низкокачественной ипотекой и растущей секьюритизацией кредитных активов и навесом деривативов.

Усложняющееся положение финансового сектора было усугублено очевидными ошибками в монетарной политике, которые были сделаны еще в 2002-2005 гг. Хотя рецессия 2001-2002 гг. закончилась уже в начале 2002 года, базовые процентные ставки, которые были снижены до 1%, оставались на этом уровне еще 2 года. Видимым мотивом подобной стратегии являлось стимулирование инвестиций в основной капитал в реальном секторе, которые были поддержаны и налоговыми льготами в ходе реформ Д.Буша¹⁰. Значимого роста инвестиций в производственные активы не произошло, зато подскочили вложения в жилищное строительство, произошло дальнейшее накачивание потребительского кредитования. Таким образом, ожидаемые результаты политики налоговых льгот, инвестиций в основной капитал и низких ставок, не были достигнуты. Как показывает график, именно в период 2002-2004 годов наблюдается наибольшее расхождение между фактической ставкой Федеральной резервной системы (ФРС) и ставкой, определенной по правилу Тейлора¹¹. Побочным эффектом такой политики так же стал бурный рост фондового рынка.

¹⁰ Вероятной целью стимулирования роста в 2003-2004 годах было стремление поддержать выборы по переизбранию Президента Дж. Буша в 2004 году.

¹¹ Правило Тейлора, предложенное американским экономистом Дж. Тейлором в 1993 году, предлагает формулу определения номинальной процентной ставки центрального банка, в зависимости от разницы между фактическим и потенциальным ВВП и разницы между фактическим и целевым уровнем инфляции.

График 3. Ставки по федеральным фондам: фактический уровень и по правилу Тейлора



Источник: Federal Reserve, Bloomberg, оценки ИЭФ

Хотя ФРС с конца 2004 года постепенно начала повышать процентную ставку во избежание перегрева экономики, существенного эффекта это уже не имело. К удивлению многих, долгосрочные процентные ставки, не контролируемые напрямую монетарными властями, продолжали снижаться даже при росте краткосрочных ставок. Такое непредвиденное развитие событий, противоречащее традиционной логике экономической теории, стало одним из свидетельств нарастания рисков в системе. Монетарные власти США так же оказались в растерянности, о чем свидетельствует знаменитое высказывание главы ФРС А. Гринспена в очередном полугодовом отчете Сенату: «...в настоящее время, в целом неожиданное поведение долговых рынков остается загадкой».¹² По мере повышения краткосрочных процентных ставок произошло «обращение» линии доходности – то есть, сберегающие агенты «наказывались», а не поощрялись за свою готовность сберегать в течение большего периода времени. Для объяснения этого феномена («puzzle») был предложен ряд теорий, наиболее известной из которых стала

¹² Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate February 16, 2005.

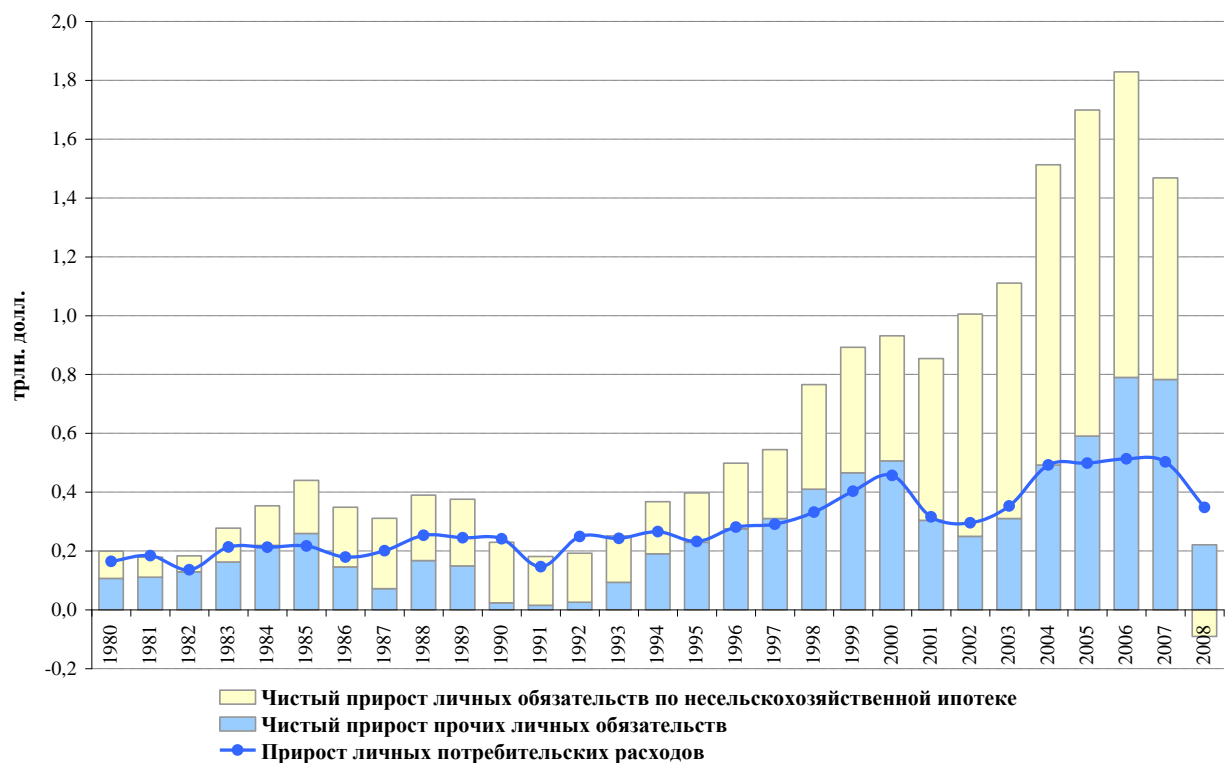
гипотеза Б. Бернанке (в то время – одного из директоров ФРС) о «перенасыщении сбережений» (savings glut). Согласно такому подходу необычное поведение процентных ставок связано с поведением тех, кто является «антиподом» американской расточительности, а именно крупных развивающихся стран с большими профицитами платежного баланса и их центральных банков (включая нефтеэкспортеров). При появлении значительных профицитов развивающиеся страны покупали наиболее ликвидные краткосрочные инструменты – казначейские векселя, однако по мере увеличения резервов увеличивали долю более долгосрочных казначейских бумаг, а также других инструментов. Так как центральные банки не ставят своей первоочередной целью достижение максимальной доходности, то такая логика выглядела вполне рациональной. Для США это позволяло наращивать дефициты сверх того уровня, который до этого времени мог считаться критическим. Образовалась связка грандиозной важности для мировой и американской экономиками: американский долларовый долг – огромные вложения сбережений остального мира, особенно Азии (Китай) и стран-нефтеэкспортеров. *Два фундаментальных фактора: приток средств из остального мира для покрытия платежного дефицита и политика низких процентных ставок, – способствовали образованию «пузыря» на американском финансовом рынке.*

Драматическое (но еще скрытое) развитие событий сопровождалось формированием еще одного дисбаланса экономики США: наименее упоминаемого, но не наименее важного – критически низкого уровня сбережений семей в последние два десятилетия. В 70-х годах норма сбережений к располагаемому доходу домохозяйств составляла 8-10%, в 80-х – уже 6-8%, в 90-х – только 3-4%, а в 2000 годах снизилась практически до нуля. Потребление домашних хозяйств занимает наибольшую долю в структуре американского ВВП и его доля росла в течение последних десятилетий и достигла практически 70%. Поэтому динамика потребления и его структура оказываются основополагающими факторами развития. Модель роста, основанная на исключительной роли потребления домохозяйств, имеет свои естественные границы, связанные с границами доходов и их распределением. Рост доходов домохозяйств постепенно замедлялся и становился все более сконцентрированным в наиболее состоятельных децилях. Хотя нижние и средние децили населения практически не испытали роста реальных доходов за последние 20 лет, потребление товаров и услуг, драйвер экономического роста, постоянно росло. Естественно, это могло происходить только за

счет наращивания задолженности, непосредственно внутренней для самих семей, но опосредствованно (через финансовые институты) – внешней для страны.

Как показывает график 4, прирост личных потребительских расходов сохранялся на уровне в 200-300 млрд. долларов ежегодно и устойчиво рос в последнее десятилетие. Определенное снижение прироста происходило во время спада в 2001-2002 гг., однако оно оказалось довольно коротким, затем потребительские расходы увеличивались темпами на уровне лучших показателей 2000-ых годов. Важно также то, что рост потребительских расходов был симметричен росту долговых обязательств вне ипотечного сектора, а в 2006-2007 гг. он даже превышал их. Темпы прироста потребления домашних хозяйств США стали зависеть от нетто-кредитования со стороны других секторов, но в первую очередь, внешнего мира. Увеличение налогового бремени, а также рост процентных платежей по обслуживанию такого долга требовал не просто сохранения прежних темпов роста кредитования, но и их увеличения.

График 4. Динамика личного потребления домашних хозяйств США и личных обязательств, 1980-2008 гг.



Источник: ВЕА

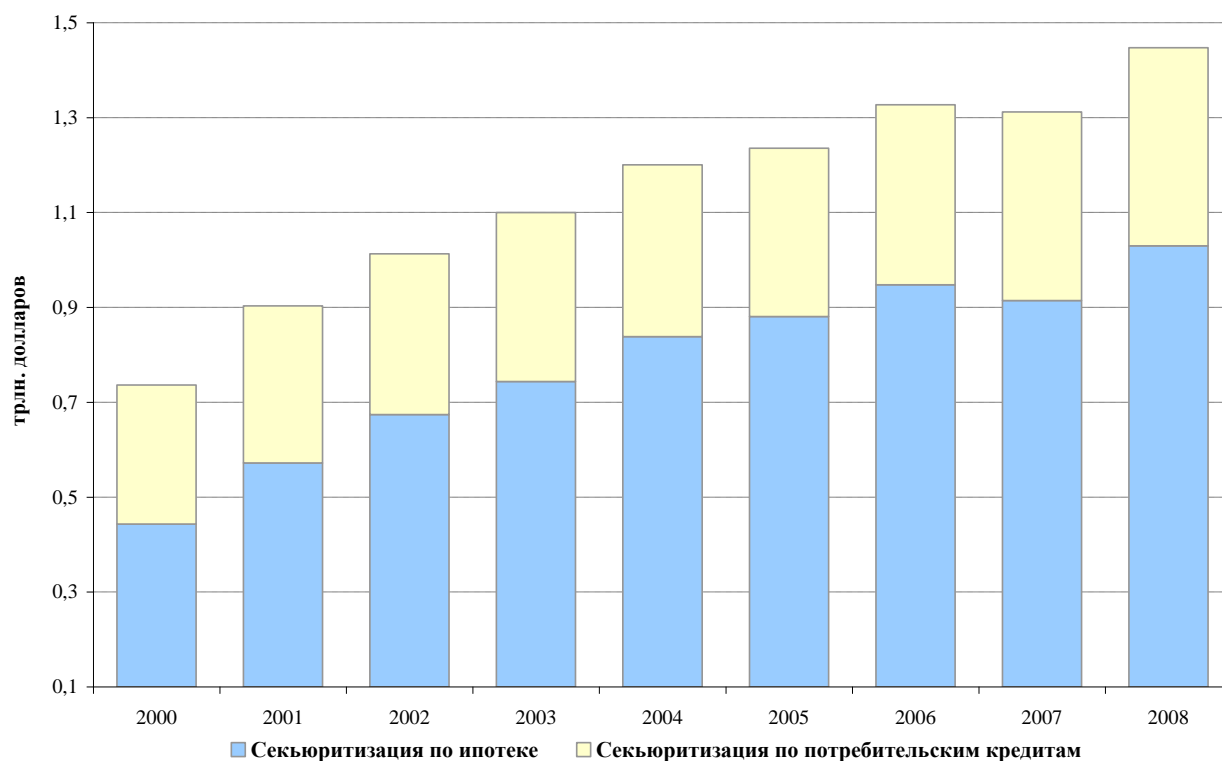
Рост личных расходов населения за счет наращивания долгов при нулевых сбережениях имеет явные пределы. Уникальность ситуации заключалась в том, что такое

положение сохранялось и даже усиливалось в течение трех лет с 2005 по 2007 год. Незаметно исключительность и критичность такого положения теряли остроту и стали рассматриваться как устойчивые и долгосрочные. Приходится вновь упоминать слабость контроля за системными рисками, чтобы объяснить, почему осуществлялась «заморозка» всех дисбалансов в американской модели финансирования, и каковы были основания считать, что такие дисбалансы могут поддерживаться сколь угодно долго. Во всяком случае, несмотря на интенсивное обсуждение в научной литературе, ничего серьезного не было предпринято для решения проблем дисбалансов.

В предкризисный период надежды на возможность фундаментальной перестройки всей модели финансирования американской экономики и поддержания ее высокой степени несбалансированности были связаны со структурными изменениями мировой финансовой системы и появлением принципиально новых финансовых инструментов, которые как ожидалось, могут перевести режим работы на новый уровень. Основными новыми явлениями в сфере финансов, которые изменяли ее традиционные характеристики, стала секьюритизация и развитие структурированных финансовых продуктов. Основной смысл этой тенденции заключается в том, что традиционная модель работы банка, когда банк принимает вклады под процент, выдает кредиты под несколько больший процент, осуществляя кредитный анализ, стала изменяться. Банки стали отказываться от удержания кредитов на своих собственных балансах, «перепаковывая» выданные кредиты в особые ценные бумаги и продавая их другим инвесторами, как правило, не подпадающим под регулирование банковской деятельности (пенсионные и инвестиционные фонды, хедж-фонды и другие). Такие ценные бумаги получили название CDO (*collateralized debt obligations*). Преимуществом этих инструментов является то, что ценные бумаги выпускаются разными траншами – от младших к старшим – в зависимости от очередности получения потоков платежей по исходному набору исходных кредитов. Такое разделение дает возможность удовлетворять спрос со стороны инвесторов, имеющих различные характеристики риск/доходность. Младшие инструменты характеризуются максимальной доходностью, однако и первыми понесут потери при дефолтах базовых активов (выданных кредитов). Старшие транши имеют минимальную доходность, однако они несут потери лишь при обесценении более младших траншей. Обычно параметры выделения отдельных траншей рассчитывались исключительно для того, чтобы получить тот или иной кредитный рейтинг.

Объемы секьюритизации быстро росли, с 2000 по 2008 год объем выпусков таких ценных бумаг увеличился более чем в два раза и достиг почти \$1,5 трлн. Таким образом, в последние годы более чем 80% выданных домашним хозяйствам кредитов секьюритизировались. Для банков такая практика означала высвобождение капитала под доходные операции, для инвесторов – возможность получить дополнительную премию при ограничении своего риска соответствующими кредитными рейтингами.

График 5. Объёмы секьюритизации по базовым кредитам, 2000-08



Источник: ФРС

Другим важным инструментом, сыгравшим огромную роль в кризисе, стали кредитные свопы (*credit default swaps*) как один из инструментов ограничения риска и его трансформации. Смысл инструмента состоит в том, что покупатель свопа платит определенную фиксированную плату в обмен на получение выплаты процентов и части стоимости основного долга в случае возникновения дефолта. Таким образом, наличие у покупателя облигации, обеспеченной активами с рейтингом AAA и кредитного свопа на этот инструмент создавало ощущение безрисковости такой позиции, так как риск противоположной стороны (*counterparty risk*) считался небольшим.¹³

¹³ M. Brunnermeier. Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008 // Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1—Winter 2009, стр. 79

- Устойчивая и предсказуемая работа финансовых рынков на протяжении этих лет, а также низкие краткосрочные ставки и снижение волатильности способствовали тому, что финансовая система стала увеличивать временной разрыв (*mismatch of maturity*) между активами и пассивами. Финансирование длительных активов с помощью коротких обязательств позволяет получать прибыль за счет разницы ставок, но связано с рядом рисков. Рост денежных рынков, а также рынок производных инструментов, казалось, способствовал тому, что эти риски ликвидности могут быть оценены и надежно управляемы. Традиционным инструментом такого типа стали особые юридические лица (*structured investment vehicles – SIV*), которые представляют собой, по сути, внебалансовые обязательства банков, финансируемые через краткосрочные денежные рынки, обычно векселя.

Появление новых классов финансовых инструментов, резкий и быстрый рост масштабов их применения стало частью изменения самой модели функционирования финансовой системы. Последняя стала испытывать опасную трансформацию - основной целью все больше становилось не правильный анализ и оценка состояния компании, ценной бумаги и прочие риски, а правильный выбор методики хеджирования, то есть снижения уровня риска (на микро уровне) вне зависимости от других обстоятельств. Это способствовало тому, что все новые и новые средства приходили на американский рынок, который гарантировал исключительную ликвидность и высокую надежность уважаемых компаний. Однако постепенное накопление рисков во всех звеньях финансовой системы стало причиной критического и неожиданного для наблюдателей сбоя в августе 2007 года. Именно этот период стал триггером нового глобального финансового кризиса. Мы выделяем следующие *этапы* мирового финансового (экономического) кризиса¹⁴:

Первый этап – с июля 2007 г. до августа 2008 г. – характеризовался развитием американского ипотечного кризиса, списанием огромных средств по ценным бумагам, выпущенным под низкокачественную (*subprime*) ипотеку и первыми банкротствами. Только за это время мировая финансовая система понесла потери, равные примерно 800 млрд. долл. Но участники рынка, регуляторы в США, МФИ и правительства не распознали масштабов угрозы.

¹⁴ Л. Григорьев, М. Салихов. Мировой финансовый шок – 2008: старт глобального кризиса. Стратегии социально-экономического развития России: влияние кризиса. Часть 1, ИНСОР, 2009.

Второй этап – с сентября 2008 г. по февраль 2009 г. – кризис ликвидности – наблюдался и до этого (к примеру, в августе 2007 года) и шел «всплесками», но с середины сентября 2008 г. приобрел определенную устойчивость. Формальным триггером этого режима стало банкротство инвестиционного банка Lehman Brothers. Решение о банкротстве было сделано исходя из корректных теоретических соображений – предотвратить «моральный риск». Цель – сохранить ответственность собственников и менеджеров была сама по себе вполне корректна для обычного периода, но свидетельствует о недостаточном понимании остроты нынешнего кризиса. Это банкротство напугало всех, так как показало, что больше нет надежных участников, и резко увеличило риск противоположной стороны и вызвало всеобщее повышение требований по залогам и рост процентных ставок. Кризис ликвидности был долгим, нарушения в функционировании банковской системы были настолько серьезными, что вызвали тяжелые нарушения в работе розничного кредита и ряда ключевых отраслей экономики (в частности автомобильной промышленности).

Третий этап – паралич кредита (credit crunch), следующий за кризисом ликвидности. Чем дольше он продолжается, тем больше вреда наносит текущей экономической деятельности, но особенно – будущим капиталовложениям. Выпуск облигаций в развитых странах сократился примерно в 5 раз к началу 2009 г., аналогичным образом сократилось количество синдицированных кредитов, как в развитых, так и в развивающихся странах, практически полностью приостановился выпуск акционерного капитала. В экономике США началось чистое сокращение кредитов банковской системы. В целом этот этап не был преодолен до конца 2009 года.

Четвертый этап – промышленная рецессия в форме резкого снижения промышленного производства, снижения инвестиций и рост безработицы. Сокращение банковского кредитования, продолжение падения биржевых индексов и девальвации – это «нормальные» явления для острой стадии промышленной рецессии. Острый период промышленной рецессии примерно совпал с период кризиса ликвидности, а продолжение рецессии и даже некоторое улучшение показателей так и шло под знаком тяжелого состояния кредита – сказывался шок второго этапа.

Развитие событие (массовые банкротства ипотечных компаний, гарантирование долга и национализация Fannie Mae и Fraddie Mac, банкротство Lehman Brothers) показало полный провал американских регуляторов и их неспособность добиваться необходимых изменений в рамках существующей системы регулирования. К примеру, созданный в 1992

году новый регулятор Office of Federal Housing Enterprise Oversight должен быть заниматься лишь контролем над деятельностью государственных ипотечных компаний, однако так и не справился с возложенными на него функциями.

Острая фаза финансового кризиса проходила в сентябре-ноябре 2008 года и была преодолена лишь с помощью масштабного увеличения государственных обязательств в финансовой системе. Общий объем принятых государственных гарантий и обязательств (см. таблицу 2) – \$10-12 трлн. Существуют большие сомнения в эффективности предложенных инструментов и механизмов. Хотя в начале 2009 года основные «тромбы» в финансовой системе были сняты за счет массовых государственных программ и снижения ставок до нулевого уровня, увеличение объемов государственных обязательств беспрецедентно. В значительной степени новые инструменты государственного вмешательства создавались с единственной целью поддержки существующего характера работы рынка, а не для переориентации его на более эффективную деятельность. Такое положение создает новый системный риск в американской финансовой системе – риск роста государственного долга и чрезмерного вмешательства государства в бизнес.

Таблица 2. Краткий перечень антикризисных мер, принятых властями США

Дата	Название	Описание
12.12.2007	Term Auction Facility (TAF)	Предоставление 28-ми и 84-дневных кредитов под залог надёжных ценных бумаг
11.03.2008	Term Securities Lending Facility (TSLF)	Получение первичными дилерами обязательств Казначейства на 28 дней под залог прочих надёжных ценных бумаг
16.03.2008	Primary Dealer Credit Facility (PDCF)	Предоставление кредитов overnight под залог надёжных ценных бумаг
30.07.2008	Housing and Economic Recovery Act (HERA)	Новые возможности рефинансирования ипотечных долгов и более жёсткое регулирование квазигосударственных компаний и государственных агентств, работающих на ипотечном рынке
07.09.2008	Внешнее управление Fannie Mae и Freddy Mac	Выкуп привилегированных акций агентств, выкуп ипотечных бумаг, предоставление текущей ликвидности
18.09.2008	Своп-соглашения с мировыми ЦБ	Соглашения с мировыми ЦБ (основное – с ЕЦБ) о предоставлении долларовой ликвидности за рубежом посредством расширения лимитов по своп-операциям
19.09.2008	Asset Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility (AMLF)	ФРС предоставляет банкам средства для выкупа бумаг, обеспеченных ненадёжными активами, у фондов денежного рынка по амортизационной стоимости
19.09.2008	Программа гарантий для фондов денежного рынка	Поддержка платёжеспособности участвующих фондов во время торгов 19 сентября
28.09.2008	Troubled Asset Relief Program (TARP)	Покупка привилегированных акций американских банков на сумму до 250 млрд. долл., выкуп плохих активов с банковских балансов
03.10.2008	Emergency Economic Stability Act (EESA)	Создание TARP: программы выкупа стрессовых активов
03.10.2008	Увеличение предельной страховой суммы по вкладам	FDIC увеличивает лимит страхового покрытия по вкладам со 100 тыс. долл. до 250 тыс. долл.
07.10.2008	Commercial Paper Funding Program (CPFF)	ФРС выкупает трёхмесячные коммерческие бумаги у компаний с высоким рейтингом
14.10.2008	Temporary Liquidity Guarantee Program (TLGP)	FDIC предоставляет госгарантии по вновь выпущенным обязательствам банков и сберегательных компаний, а также неограниченное страховое покрытие беспроцентных банковских депозитов
21.10.2008	Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)	ФРС выкупает краткосрочные рыночные инструменты со сроком мене 90 дней до погашения для поддержки ликвидности участников денежного рынка
10.11.2008	Спасение AIG	Казначейство выкупает кумулятивные привилегированные акции AIG на 40 млрд. долл. (впоследствии конвертированы в некумулятивные привилегированные акции) и затем осуществляет

		дополнительные вливания в капитал ещё на 30 млрд. долл.
23.11.2008	Спасение Citi	Государство гарантирует 306 млрд. долл. по ипотечным бумагам в обмен на привилегированные акции на 7 млрд. долл., затем покупает привилегированные акции ещё на 20 млрд. долл. и получает варранты на дальнейший выкуп
25.11.2008	Выкуп ипотечных бумаг и обязательств государственных агентств	ФРС выкупает обязательства Fannie, Freddy, Home Loan и прочие агентские бумаги
25.11.2008	Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)	Предоставление кредитов на общую сумму до 1 трлн. долларов под залог обеспеченных автомобильными, образовательными и рядом других кредитов ценных бумаг. Потенциально может включать кредитование под залог бумаг, обеспеченных пулом закладных.
19.12.2008	Спасение автопроизводителей	Краткосрочные ссуды в размере 13,4 млрд. долл. для GM и 4 млрд. долл. для Chrysler. Также Казначейство выкупает привилегированные акции GMAC на 5 млрд. долл.
16.01.2009	Спасение Bank of America	Государство гарантирует 118 млрд. долл. по ипотечным бумагам в обмен на привилегированные акции на 4 млрд. долл., затем покупает привилегированные акции ещё на 20 млрд. долл. и получает варранты на дальнейший выкуп
10.02.2009	Financial Stability Plan (FSP)	Капитализация банков по результатам стресс-тестов, создание Public-Private Investment Fund (PPIF) объёмом до 1 трлн. долл. для поддержки рынка недвижимости
12.02.2009	American Recovery and Reinvestment Act (ARRA)	Стимулирующий "план Обамы" стоимостью 790 млрд. долл.
18.02.2009	Homeowner Affordability and Stability Plan (HASP)	Рефинансирование по ипотеке при падении стоимости залога ниже уровня в 20% ссуды, поддержка объёмом 75 млрд. долл. заёмщикам, находящимся в трудном финансовом состоянии, дополнительные капитальные вливания по 200 млрд. долл. в Fannie и Freddy
25.02.2009	Capital Assistance Program (CAP)	Предоставляет капитал в обмен на конвертируемые привилегированные акции по результатам стресс-тестов
18.03.2009	Treasury Purchase Program (TPP)	До сентября 2009 года ФРС выкупает долгосрочные обязательства Казначейства в объёме 300 млрд. долл.
19.03.2009	Auto Supplier Support Program (ASSP)	Ускорение расчётов между производителями автокомпонент и автоконцернами, гарантии Правительства на 5 млрд. долл. по долгам автоконцернов перед производителями компонент
23.03.2009	Public-Private Investment Program (PPIP)	Создание государственно-частных инвестиционных фондов для привлечения частного капитала и управляющих с целью получения рыночной оценки стрессовых активов и инвестирования в них

02.04.2009	Указание FASB 157-e	Изменение определения справедливой стоимости для случаев неактивного рынка и операций со стрессовыми активами
1.06.2009	Банкротство General Motors	Крупнейший американский производитель автомобилей компания General Motors получила несколько траншей финансовой помощи общим объемом около 50 млрд. долл., однако была вынуждена подать заявление о банкротстве
11.06.2009	Consumer Assistance to Recycle and Save Act (CARS) (Cash for clunkers)	Программа представления налоговых кредитов стоимостью до 4500 долл. на утилизацию автомобилей и грузовиков. Общее количество автомобилей, обмененных по этой программе, составило около 700 тыс. Итоговая стоимость программы составила 2.9 млрд. долл. (из выделенных 3 млрд.)
07.08.2009	FHA Bill	Федеральное агентство по жилью (Federal Housing Administration) стало основным источником предоставления кредитов гражданам с низкими кредитными рейтингами после обвала рынка. Новый закон (H.R. 3357) представил новые полномочия и повысил потолок предоставления государственных гарантий.
11.12.2009	Одобрение законопроекта о регулировании финансового сектора Конгрессом	
7.01.2010	Dodd Bill	Обнародование плана регулирования финансового сектора, разработанного сенатором Кристофером Доддом, главой комитета по финансовым рынкам Сената.

3. Основные направления реформы финансового сектора США

Финансовый кризис в США продолжается с 2007 года уже длительный период. Потрясение экономической системы, международные переговоры, обсуждаемые масштабные проекты дают возможность предвидеть, как мировая финансовая система перейдет в новое состояние. По своей природе финансы «либеральны» и по мере преодоления последствий кризиса они будут стремиться вновь к широким возможностям свободного перемещения капиталов. Однако путь формирования новой финансовой архитектуры чрезвычайно сложен и противоречив из-за конфликтов интересов, которые возникают между всеми участниками.

Предпринятые попытки широкой международной кооперации в основном в виде саммитов «Группы Двадцати» остаются еще достаточно общими и неконкретными. К примеру, в ходе вашингтонской встречи в ноябре 2008 г., проходившей в момент наиболее острого момента финансового кризиса, не было достигнуто никаких практических договоренностей. В ходе лондонской встречи в апреле 2009 г. удалось договориться лишь об увеличении объема ресурсов МВФ, но не о конкретных принципах модернизации мировой финансовой системы. В ходе встреч в Питтсбурге в ноябре 2009 года удалось достичь определенных договоренностей о в области регулирования финансового сектора (к примеру, повышения требований к капиталу банков и ограничения на торговлю внебиржевыми деривативами), однако в целом они носят ограниченный даже локальный характер. Как показывает анализ, страны придерживаются разных подходов (см. таблицу б), поэтому новая архитектура мирового финансового сектора будет складываться в ходе достаточно длительной конкуренции различных подходов и вариантов.

Итоги встречи «Двадцатки» стали «транквилизатором» ограниченного действия для самого кризиса. Предложения по реформе мировой финансовой архитектуры носят чрезвычайно компромиссный характер, учитывающий в какой-то степени запросы Франции, Германии и больших развивающихся стран. Но в целом по итогам выиграли, по всей видимости, опять англосаксы: никаких особо неприятных обязательств ими не принято, наднациональный контроль им не угрожает. Переименование Форума в Совет Финансовой Стабильности (даже с принятием туда России) практики международных финансовых организаций и национальных регуляторов не меняет. Более или менее понятны общие тенденции изменений, которые надо учитывать при оценке будущих изменений мировой финансовой системы. Во всех странах роль регуляторов безусловно

возрастет, рискованные операции хедж-фондов несколько обзудают более детальной отчетностью (и прозрачностью), снизится количество оффшоров (давление франко-германской позиции).

График 6. Цели и результаты Лондонского саммита (апрель 2009 г.)

Цели	Инициаторы	Результат
Наращивание государственных расходов	США Великобритания Япония	Конкретные обязательства не приняты
Ужесточение регулирования финансового сектора	Франция Германия Россия	Обязательства усилить регулирование
Увеличение резервов МВФ	Практически все страны	Объем средств МВФ вырос в 4 раза
Пересмотр долей в МВФ	Развивающиеся страны	Конкретные решения отложены до 2011 года
Финансирование международной торговли	Бразилия Великобритания	Предложено выделить \$250 млрд
Борьба с протекционизмом	Великобритания США Южная Корея Индия	Повтор Вашингтонского заявления
Борьба с оффшорами	Франция Германия	Договоренность составить списки, обмениваться информацией
Пересмотр резервных валют	Китай Россия	Пункт не был включен в повестку саммита Россия опубликовала отдельное заявление

Источник: Данные СМИ, оценки ИЭФ

На наш взгляд, неизбежным следствием принятых за 2009 год решений в функционировании мировой финансовой системы станет *снижение роли США, но вряд ли оно приобретет столь драматический характер, как это выглядит у ряда футурологов.* Кризис показывает, что чрезвычайно концентрированная схема функционирования, когда одна страна потребляет почти полностью все свободные сбережения, сделанные во всем другом мире, является по определению нестабильной. По мере выхода из кризиса, американская экономика, по всей видимости, сохранит относительно низкие темпы роста. Рост нормы сбережений населения США (до 5% от располагаемого дохода как в 90-х гг.) даст дополнительные ресурсы, если это «новое» явление окажется устойчивым (в 2009 году идет резкое снижение накопленной задолженности домашних хозяйств). Программа Президента Б. Обамы может оказаться чрезмерно расходной и создаст существенный бюджетный дефицит в краткосрочном плане. Но на долгосрочном горизонте есть шанс на то, что экономика США не будет нуждаться в таком значительном финансировании. Процессы нетто-сокращения обязательств домашних хозяйств станут фундаментальным фактором де-левереджа всей экономики.

Мы ожидаем также:

- Усиление фактора государственных инструментов и гарантий в системе. Государство резко расширило свои обязательства, пытаясь заместить уходящий частный спрос. Сокращение этих обязательств, а также уход государства будет гораздо более длительным и тяжелым процессом.
- Снижение концентрации в финансовой системе. Как показал ход кризиса, наличие ограниченного числа огромных финансовых институтов само по себе является системным риском для всей системы. Сложности управления и контроля за рисками в таких институтах недооценивались, что привело к фактическому банкротству ряда таких структур. Меньшая концентрация является желательным вариантом развития мировой финансовой системы.
- Сокращение объема производных финансовых инструментов, а также увеличение прозрачности, связанных с ними обязательств. Рынки деривативов наиболее часто становятся объектами нападков и требований к их реформированию, поэтому их в значительной степени нерегулируемый характер уже канул в лету. Дополнительные залоговые требования, а также централизованный характер торговли снижают привлекательность этих инструментов в качестве объекта вложения средств и приведут к сокращению объемов этих рынков. Хотя в целом, производные инструменты повышают эффективность функционирования финансовой системы, они должны подлежать отдельному регулированию и контролю. Это снижает риски и отвечает интересам мировой финансовой системы в целом.
- Изменение стандартов регулирования банковской деятельности. Базельские стандарты перестали отражать значительно изменившийся характер деятельности крупнейших банков. Глобализация привела к стиранию границ между различными типами банковских операций. В дополнение к своим традиционным функциям финансовых посредников банки все чаще берут на себя функции операторов на фондовых и валютных рынках как в собственных интересах, так и по поручению клиентов. Базельские стандарты имеют также явный проциклический характер – в период экономического бума фиксированный норматив по достаточности капитала способствует наращиванию и капитала, и активов. В период экономического спада сокращение спада способствует усилению кризиса за счет необходимости сокращать активы, чтобы выполнять надзорные требования.

Необходимость быстрого выправления положения в финансовой системе США делает их добровольными (но вынужденными) пионерами финансовой реформы. Пока другие страны обсуждают свои варианты перестройки международной финансовой архитектуры, министры правительства Б. Обамы уже делают это в целях антикризисной программы, обеспечения большей устойчивости национальной системы внутри и вне страны. В конце июня 2009 г. Администрация Президента Б. Обамы внесла в Конгресс проект финансовой реформы с расчетом одобрить ее еще в 2009 году.¹⁵ Однако из-за наличия несколько конкурирующих между собой законопроектов, представленных Министерством финансов и разрабатываемых в Сенате и Конгрессе, введенные направления реформы финансовой системы США могут еще достаточно сильно измениться. Смысл предлагаемой Министерством финансов реформы регулирования финансовой сферы концентрируется в пяти группах предложений. Во-первых, это создание Совета по наблюдению за финансовыми рынками (Financial Services Oversight Council) с функциями анализа системных рисков. Предполагается, что в состав Совета войдут представители основных регулирующих органов – ФРС, Министерства финансов, Комиссии по ценным бумагам и проч. Совет может рекомендовать входящим в его состав регуляторам ввести дополнительные требования к крупным финансовым организациям, представляющим системный риск. Таким образом, государство фактически начинает проводить отдельный мониторинг крупных финансовых компаниях, банкротство которых могло бы нанести существенный удар по устойчивости национальной экономики. Усиливается система контроля за всеми банковскими институтами. Во-вторых, резкое увеличение прав Федеральной Резервной Системы контролировать финансовые рынки, в частности деривативы. Ведутся активные дискуссии о регулярном аудите со стороны Конгресса деятельности ФРС. В-третьих, создание Агентства по защите интересов потребителей в финансовой сфере (Consumer Financial Protection Agency) призвано централизовать регулирование «розничных» финансов (кредитным карты, ипотека и другие финансовые продукты) в рамках одного регулятора – то есть обеспечить мониторинг и регулирование действий всех банковских и небанковских институтов на розничном финансовом рынке. В-четвертых, создаются инструменты вмешательства государственных органов в разрешение кризисных ситуаций (включая крупные банкротства), которых не хватало в острый период кризиса сентября 2008 г. Наконец, в-

¹⁵ Financial Regulatory Reform, Department of the Treasury, 2009. Подробный анализ Документа выходит за пределы данной работы.

пятых, предлагается усилить международное взаимодействие по регулированию финансовых рынков. Речь не идет о наднациональном органе, но о предложении перенимать американские подходы в национальном регулировании. В целом здравая система подходов, как можно было предположить, направлена на решение срочных проблем американской экономики без потери ее места в современном мире.

4. Заключение

В заключение хотелось бы отметить следующие моменты. Масштабы американской экономики в обозримом будущем останутся близкими к четверти мирового ВВП при более высокой роли финансовой системы в обеспечении экономического роста. Значительный уровень накопления в послекризисном периоде будет поддерживать роль американского финансового центра как важного посредника в перемещении мировых сбережений и инвестиций. Более высокая норма сбережений населения, надо полагать, сохранится в течение определенного времени, поскольку кризис оставит достаточно длительное «ощущение неустойчивости» от низких сбережений. Это создаст определенную подушку для национальных капиталовложений и может ограничить в долгосрочном плане потребность во внешних заимствованиях.

Сама возможность широкого привлечения внешних кредитных ресурсов, разумеется, сохранится. Относительно высокая надежность прав собственности в США (по сравнению с большей частью мира) будет позволять им привлекать внешние ресурсы. Мы можем ожидать меньшие относительные масштабы заимствований, хотя по-прежнему относительно дешево – под AAA уровень надежности. Что, видимо, сократится – это привлечение ресурсов через бесконтрольный и, в сущности, неограниченный выпуск долларовых бумаг, скупаемых в резервы центральных банков других стран. Колебания курса доллар – евро в последние годы практически уже создали ограничения на использование доллара в международных резервах. Мы не ожидаем быстрого решения проблемы «замены» доллара – скорее всего сокращение масштабов его доминирования будет идти постепенно, уступами. Регионализация новых финансовых центров, институционализация усилий целого ряда стран по более рациональному использованию национальных сбережений приведет к ограничению возможностей использования как объекта вложения избыточных или резервных сбережений. Например, создание фондов развития на базе ресурсов стран БРИК или ОПЕК может привести к появлению иных надежных облигаций. Так что положение доллара вряд ли будет подорвано, но во многом экспансия ограничена.

Инерционной является не только мировая валютная система – в гораздо большей степени сохранит инерцию характер собственности, частичного участия в собственности и корпоративного контроля в компаниях в развитом и развивающемся мирах. Американские фонды несут убытки на стоимости операций с ценными бумагами в странах с высокими

рисками и высокими прибылями, но они оттуда не уйдут. Мы можем ожидать поиска новых более гармоничных путей доступа международных банков и энергетических компаний к ресурсам третьих стран. Место и роль американского капитала за рубежом радикально не изменится за два-три года кризиса – это будет активная роль в собственности, с комбинацией выплаты дивидендов акционерам и реинвестирования части прибылей в месте операций. Обратный поток будет более волатильным, поскольку имеет более высокий компонент облигаций, но общая структура экспорта-импорта капитала сохранится. Скорее потребуются новые типы фондов и гибридные инструменты для входа американских инвестиций на рынки многих стран.

Более жесткие меры федеральных органов США по контролю за выпуском деривативов сделают многие виды финансовых инструментов более дорогостоящими. В то же время мы скорее будем наблюдать во все большем масштабе попытки англо-саксонских центров вернуться к привычной роли в мировых финансовых операциях. Качество и удобство центров Нью-Йорка и Лондона сохраняется так же, как их готовность найти гибридные инструменты для обеспечения нужд заемщиков. Это чисто «англо-саксонское» преимущество не исчезает – оно лишь уходит на задний план при повороте бизнеса всего мира к естественной политике «уклонения от риска».

Пройдет пара лет и «склонность к риску» опять начнет появляться у тех или иных групп с избыточными (для них) сбережениями, их готовность «немного рискнуть» по сложным формулам, толстым контрактам через «совершенно надежные» банки (пережившие страшные 2008-2009 года). Как только появится хоть малейшая склонность к риску в портфельных вложениях – немедленно гибкие либеральные центры обеспечат мир подходящими инструментами. Разговоры о доминировании государства (и «возврате Карла Маркса») вдруг прекратятся, но начнется приватизация стрессовых активов с грандиозными спекуляциями – «либерализм» вернется назад на гедонизме и жадности. По ходу дела несколько ослабнет роль оффшорных центров и «налоговых гаваней» – франко-германская программа, видимо, будет реализована. Усиление роли регуляторов ЕС, стандартизация правил регулирования сократит преимущества англо-саксонских либеральных центров, в частности США – придется нести все более сходные издержки регулирования, прозрачности, отчетности и т.п. Но американская правовая система и быстрая реформа внутреннего финансового регулирования позволит США парировать попытки создания реального наднационального контроля над финансовыми рынками и институтами.

Наконец, далеко не решен вопрос – кто вырабатывает (в глобальном масштабе) правила финансовых операций, стандарты контроля над финансовыми институтами, кто создаст реально действующего наблюдателя за системными рисками, какие правила будут применены в послекризисную эпоху. Не вполне пока понятно, насколько новые правила регулирования в мировой системы будут жесткими и универсальными.¹⁶ Очередное возрождение МВФ не подорвет влияние американского правительства (влияние министерства финансов США сохранится). Однако уже сейчас форма предоставления дополнительного капитала (двухлетние облигации) Фонду от стороны стран БРИК вносят огромные изменения в практику работы. *Создание* Совета по Финансовым Рискам поможет наблюдению за системными рисками.

¹⁶ В частности предстоит выяснить, насколько американское законодательство (типа «Патриотического акта») сможет оказывать формирующее влияние на мировую финансовую систему.