ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ СОВРЕМЕННЫХ ЦИКЛОВ И КРИЗИСОВ

М. Ю. Малкина, С. Ю. Лавров

В статье на основе анализа институционального и технологического подходов к изучению современных циклов и кризисов выдвигается идея о том, что институциональная составляющая является «надстройкой» над технологической составляющей цикла, благодаря которой изменяются его параметры (продолжительность и амплитуда). Выделяются и характеризуются следующие институциональные основы современной цикличности: «спросовая парадигма» регулирования экономики; активная либерализация финансовой сферы, породившая преимущественное развитие высокорисковых финансовых инноваций; приобретение рынками реальных активов свойств финансовых рынков; поведенческие аспекты современного этапа рыночной экономики; институциональное устройство мировой валютно-финансовой системы. Приводятся показатели, демонстрирующие степень отрыва финансового сектора экономики от реального сектора, что обусловило механизм передачи возмущений из первого во второй. Делается вывод о необходимости смены парадигмы регулирования, перехода от экономики спроса к экономике предложения, создания адекватных институтов, воздействующих на стимулы к инновационному предпринимательству в реальном секторе экономики, а также об изменении институциональной архитектуры мировой валютно-финансовой сферы.

Экономический и финансовый кризис 2007–2011 гг. возродил интерес исследователей к осмыслению причин и механизмов современной макроэкономической цикличности. Все больше ученых подчеркивают связь циклов и кризисов с институциональным устройством национальных экономических систем, приобретающих некое единообразие и общую логику развития в условиях глобализации мировой экономики и мировых финансовых рынков. Сам кризис сегодня рассматривается как некий переломный момент, означающий переход «на качественно новый уровень всей системы хозяйственных от-

ношений, их форм и институтов» [5, с. 61], как «фактор институционального развития мировой и национальных экономических систем» [7].

В литературе также разгорелась дискуссия между сторонниками технологического и институционального происхождения современного кризиса [2, 10, 13]. На наш взгляд, дискуссия сводится к тому, что важнее: качество элементов системы или ее организация? Не отрицая значимости обеих составляющих кризиса, мы склонны считать, что технологическая составляющая лучше объясняет, почему формируется экономический цикл, а институциональная составляющая — как это происходит. Институциональная составляющая является своего рода надстройкой над технологической составляющей цикла, усиливающей ее действие. Благодаря возникновению системы комплементарных формальных и неформальных институтов и эффекту блокировки формируется некая устойчивая архитектура, внутри которой работают слаженные институциональные механизмы в относительно устойчивой институциональной среде. Система со сформировавшимся институциональным каркасом попадает в зависимость от своего текущего состояния (*«state dependence»*) и предшествующего развития (*«path dependence»*) и движется по инерции в заданном направлении. Возникающие в ходе эволюции системы институциональные инновации развивают ее, но обладая свойством сопряженности с целым, в некотором смысле и усиливают сформировавшийся институциональный каркас. Такая институционализация экономической системы обеспечивает удлинение стадий экономического цикла и увеличивает его амплитуду. Система движется вдоль заданной логистической кривой, пока не будет исчерпана положительная отдача от институциональных инноваций, или не произойдет накопление критической массы ее внутренних межсистемных противоречий.

Современный экономический цикл характеризуется рядом взаимосвязанных подчиняющихся общей логике развития системы изменений в институциональной среде и институциональных механизмах. На определенном этапе такая эволюция системы привела к возникновению и развитию мирового экономического кризиса.

I. Логика развития «экономики спроса». Перегрев мировой экономики, ставший причиной кризиса, во многом был обязан тому, что большинство институтов регулирующего характера (денежно-кредитной, фискальной, валютной политики и пр.) были направлены на формирование экономики спроса, а не экономики предложения. Как известно из экономической теории, такие модели регулирования эффективны в краткосрочном периоде, но имеют свой временной предел.

Развитие рынка ипотеки является одним из элементов этой экономики, адекватным своему времени. Неслучайно формирование институтов ипотеки (например, в США, европейских странах, Японии) происходило при активной поддержке государства. Эффективное управление совокупным спросом предполагало искусственное манипулирование привлекательностью рынка ипотеки для всех его участников — кредиторов, заемщиков, страховщиков и пр. Во-первых, еще в 1982 г. в США был принят закон, разрешающий ипотечные кредиты с регулируемой (приспосабливаемой) процентной ставкой (*«adjustable-rate mortgages»*), что уменьшило процентные риски коммерческих банков и увеличило их интерес к такого рода активам. Однако сами риски никуда не исчезли, место процентных рисков заняли риски неплатежеспособности. Во-вторых, государство всячески поддерживало ипотечные компании (Fannie Mae, Freddie Mac), осуществлявшие реструктуризацию ипотечных займов категории *«subprime»* (то есть для людей с доходом ниже среднего уровня), в том числе с помощью налогового стимулирования. Для этих агентств даже было официально установлено, что займы категории *«subprime»* должны составлять не менее 42% всех ипотечных займов в 1996 г., в 2000 г. планка была уже на уровне 50%, а в 2005 г. — 52% [21]. Корпорации Fannie Mae и Freddie Mac, пользующиеся государственной поддержкой, стремительно осваивали рынок ипотеки, и в 2008 г. на их долю приходилось уже более 50% выданных кредитов, общая сумма которых составляла 5,1 трлн долл. [22], что было эквивалентно 35,5% ВВП США 2008 г. На первый взгляд, может показаться, что кризису способствовала активная социальная политика государства. На самом деле социальная политика здесь была вторична относительно политики управления спросом.

Рынок ипотеки на тот момент характеризовался: 1) низкими процентными ставками по договорам ипотечного кредитования; 2) легкостью получения кредита: субстандартные кредиты в

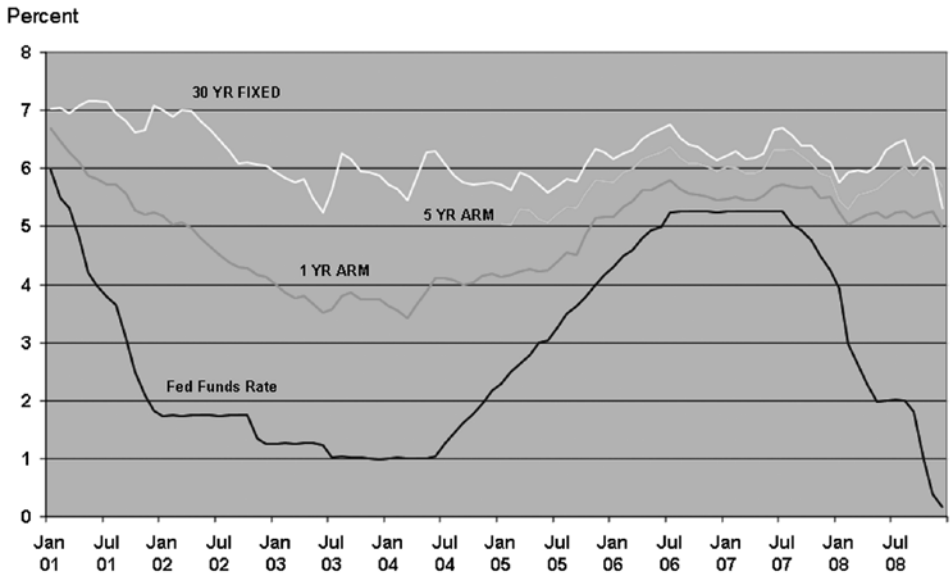


Рис. 1. *Изменение ставки ФРС США и процентов по ипотечным кредитам в 2001–2008 гг. (приводится по [22])*

ряде случаев не предполагали первоначального взноса и справок о доходах заемщика, платежи по займу неравномерно распределялись во времени: в течение первых 2-3 лет вносились низкие платежи, а потом они резко увеличивались. В этой ситуации банки страховали себя залогом на приобретенное имущество и размещением ценных бумаг, обеспеченных этими обязательствами, через фондовый рынок, посредников или дочерние структуры. Постепенно к финансированию ипотечных программ были подключены ресурсы не только самой банковской системы, государственных ипотечных агентств, но и фондового рынка.

О существенной связи финансовой системы развитых стран с формированием ипотечного и потребительского спроса свидетельствуют следующие данные. Доля негосударственных ценных бумаг в активах коммерческих банков США на 01.07.2011 составляет 13,1%, из них более 70% приходится на ценные бумаги с ипотечным покрытием. Доля кредитов в активах банковского сектора США равна 53,6%, однако и из них 51,5% приходится на кредиты под приобретение недвижимости и еще 16,1% — на потребительские кредиты. Заметим, что в сумме ипотечные и потребительские кредиты в мае 2010 г. вообще достигли максимального удельного веса (70,5%) в общем объеме кредитов банковского сектора[1]. Таким образом, связь банковского рынка США с развитием ипотеки и формированием потребительского спроса очевидна.

[1] Рассчитано авторами на основе [14].

В такой ситуации денежно-кредитная политика ФРС США стала важным фактором, определяющим состояние рынка ипотеки. Увеличение денежной массы разогревало ипотечный спрос, а снижение ставки рефинансирования приводило к удешевлению ипотечных кредитов. Однако поскольку ставка по многим ипотечным кредитам была плавающей, а не фиксированной, это одновременно увеличивало процентный риск заемщиков и ставило их платежеспособность в зависимость от текущей макроэкономической ситуации в стране и политики монетарных властей. В то же время опережающий рост спроса на жилье относительно его предложения спровоцировал раздувание «ценового пузыря» на рынке недвижимости, так как строительство не успевало адекватно реагировать на рост спроса на недвижимость. Так, по данным С. Гуриева и О. Цывинского, с конца 1996 г. до начала 2006 г. (высшая точка бума) цены на недвижимость в США выросли на 86%, арендная плата на 4%, а издержки на строительство — всего на 3% [3]. Аналогичная ситуация наблюдалась и в других странах.

Изменение макроэкономической ситуации (в частности, усиление инфляционных тенденций) заставило ФРС США с середины 2004 г. перейти к ужесточению денежно-кредитной политики, что ухудшило положение заемщиков на рынке ипотеки (рис. 1). В результате повышения ставки рефинансирования ежемесячные процентные расходы американских заемщиков за 2003–2006 гг. увеличились примерно на 35%,

в среднем с 840 до 1132 долл. [12], что сказалось на платежеспособности заемщиков.

Пришло понимание того, что искусственный спрос, сформированный путем вливания ликвидности через программы ипотечного и потребительского кредитования, создавал лишь временную иллюзию благополучия и процветания, поддерживаемую близорукостью экономических агентов, переоценивающих текущую ситуацию и недооценивающих перспективы. Изменение макроэкономической ситуации и ожиданий потребителей в экономике такого типа вылилось в кризис спроса. Он проявился в увеличении денежных сбережений, снижении покупок дорогостоящих товаров длительного пользования, в переходе к жесткой экономии и снижению затратных статей бюджета семей. Недостаток реального покупательского спроса привел к рецессии, потом депрессии, что отразилось на сфере реального производства и привело к глобальному экономическому кризису.

Еще одним механизмом управления совокупным спросом и способом искусственного разогрева экономики развитых стран в течение последнего десятилетия было поддержание дефицита государственного бюджета, по сути чрезмерного государственного потребления. Дефицит государственного бюджета в США увеличился с 27,7 млрд долл. (2,7% ВВП) в 2001 г. до 1788 млрд долл. в 2009 г. (12,7% ВВП). Его накопление привело к росту государственного долга за указанный период в 2,1 раза (в настоящее время он приближается к 100% ВВП) [18]. Фискальный дефицит финансировался не за счет внутренних финансовых ресурсов (что привело бы лишь к изменению структуры внутреннего спроса), а за счет ресурсов других стран — через механизм формирования и поддержания государствами Азии, Россией и др. существенной доли международных резервов в форме облигаций американского правительства. Многие европейские страны еврозоны (Греция, Италия, Ирландия, Исландия) играли в ту же игру и также стали жертвами долгового кризиса. Япония, в отличие от США, финансировала свой государственный долг за счет сбережений отечественного корпоративного сектора и домашних хозяйств, упустив возможность «разогрева» экономики за счет внешнего сектора, в результате рецессия там началась задолго до кризиса 2007 г.

Мировой лидер (США) диктовал стандарты регулирования последователям, происходила глобальная институционализация системы, что в немалой степени способствовало обретению кризисом мирового характера. Неслучайно менее уязвимыми к циклическому спаду оказались страны со смешанными (гетерогенными) экономическими системами (Китай, Норвегия), сохранившими национальные элементы регулирования. Фактически сработал «закон необходимого разнообразия» Росса Эшби, согласно которому внутренне многообразие и сложность системы позволяют ей легче отвечать на вызовы внешней среды и лучше сохранять устойчивость.

Таким образом, современный кризис — это, прежде всего, кризис самой парадигмы регулирования экономики через управление эффективным спросом, которые доказало свою временную ограниченность.

II. Либерализация финансовых рынков. Двадцатилетие перед кризисом было периодом активных процессов дерегулирования в финансовой сфере, инициированных США и подхваченных другими странами. По мнению некоторых зарубежных экономистов, в частности Дж. Стиглица, именно либерализация финансовой системы и создание адекватной ей системы институтов подготовили кризисное состояние экономики [22].

Ярким примером трансформации правил регулирования является история принятия и постепенной отмены в США закона Гласса — Стигала (Glass-Steagall Banking Act). Сам закон был ответом на великую депрессию 1929–1933 гг. и вступил в силу в 1933 г. Его суть сводилась к четкому разграничению функций коммерческих и инвестиционных банков. Коммерческие банки были призваны заниматься кредитно-депозитными операциями, но им запрещалась инвестиционная деятельность. Инвестиционным банкам разрешались операции с ценными бумагами, но они не вправе были принимать вклады и депозиты. Далее вся история банковского законодательства США свидетельствует о постепенном уравнивании в правах коммерческих и инвестиционных банков и сближении их функций. Наконец, в 1999 г. был принят закон Грэмма — Лич — Блайли (Gramm-Leach-Bliley Act — GLBA), который окончательно отменил положения закона Гласса — Стигалла. Он разрешил коммерческим банкам присоединяться к инвестиционным банкам, создавать дочерние компании для страхования сделок с финансовыми инструментами, расши-

рил спектр разрешенных для дочерних банков видов финансовой деятельности [17].

По мере либерализации банковского законодательства институты финансовой системы США генерировали инновации. На первом этапе они появлялись как правовые законодательные инициативы. Государственные органы не могли усомниться в правильности принятого решения, необходимо было время для адекватной реакции целой совокупности институтов. Особенностью «институциональной адаптации» и «институционального развития» системы является то, что по мере формирования соответствующих базовым правилам институтов второго, третьего уровня каждый из них вырабатывает и проявляет свои реакции на раздражителя, иногда неожиданные для существовавшей совокупности или отдельного элемента.

Развитие кризиса привело к смене парадигмы регулирования финансовых рынков. На первом этапе борьба с кризисом включала меры количественного воздействия на спрос в рамках прежней институциональной архитектуры (расширение масштабов рефинансирования, бюджетных вливаний и пр.), однако вскоре к ним были подключены меры институционального характера, в первую очередь, пересмотр самих правил регулирования. В июле 2010 г. президентом США Б. Абамой был подписан закон (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), который: 1) ужесточил пруденциальный надзор за банковскими холдингами; 2) усилил требования к достаточности банковского капитала — особенно для крупных банков; 3) запретил банкам в составе холдингов играть против финансовых инструментов эмитентов, входящих в тот же холдинг; 4) ограничил участие банков в хедж-фондах и фондах прямых инвестиций тремя процентами; 5) запретил банкам использовать собственные средства для торговли деривативами на внебиржевом рынке [16]. Таким образом, началось переосмысление идеологии, стратегии и тактики регулирования финансовых рынков.

III. Развитие рисковых финансовых инноваций. В последние двадцать лет инновации в финансовой сфере опережали инновации в производственных секторах экономики. Особую роль в финансовом кризисе сыграли такие финансовые нововведения, как дефолтные свопы (англ. — *credit default swap*, *CDS*) по договорам ипотечного кредитования и секьюритизиация.

Так, активизация рынка CDS открывала новые возможности для развития ипотеки: а) их эмитентом могут выступать банки, пенсионные и инвестиционные фонды, страховые компании, корпорации и даже частные лица, чьи ресурсы вовлекаются в рынок ипотеки; б) поскольку риск взят на себя третьей стороной, резервы на возможные потери по ссудам банк может разморозить; в) отсутствие обязательных резервов делает CDS дешевле, чем обычное страхование, где создание резервов обязательно и закреплено законодательно. С 2003 г. объем мирового рынка CDS ежегодно удваивался и к концу 2007 г. составил уже 62,2 трлн долл., при этом ВВП США — 13,8 трлн долл., мира — 55 трлн долл. (по оценкам Международной ассоциации торговцев свопами и деривативами, International Swaps and Derivatives Association) [15]. CDS выступает инструментом в механизме секьюритизации.

Секьюритизиация — выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами, с целью привлечения финансирования. Смысл сделки таков: банк, выдающий кредит под залог прав собственности (жилая и коммерческая недвижимость, автомобили, лизинговые активы и т. д.), создает пакет обязательств из закладных. Этот пакет продается третьему лицу (финансовому посреднику или дочерней фирме банка, осуществляющей инвестиционную деятельность), которое под данное залоговое обеспечение выпускает ценные бумаги с последующим размещением на фондовом рынке. Продав ценные бумаги, посредник получает деньги и реинвестирует их в выкуп нового пакета закладных, банк, в свою очередь, получает ресурсы для выдачи очередных ипотечных кредитов и избавляется от долгосрочной дебиторской задолженности.

В сформировавшейся схеме банк получает инструмент превращения долгосрочных пассивов в ликвидность (деньги), финансовый посредник осуществляет андеррайтинг и мероприятия по поддержанию и повышению котировочной стоимости, а фондовый рынок берет на себя часть функций кредитора последней инстанции (их выполняют также центральные банки). Однако банк, вовлеченный в схему секьюритизации, попадает в зависимость от настроений игроков на фондовых площадках, крупнейшие из них переживают фазы роста и падения, из-за этого кредитное учреждение может сильно зависеть от настроений за пределами родной страны, что подрывает устойчивость его развития.

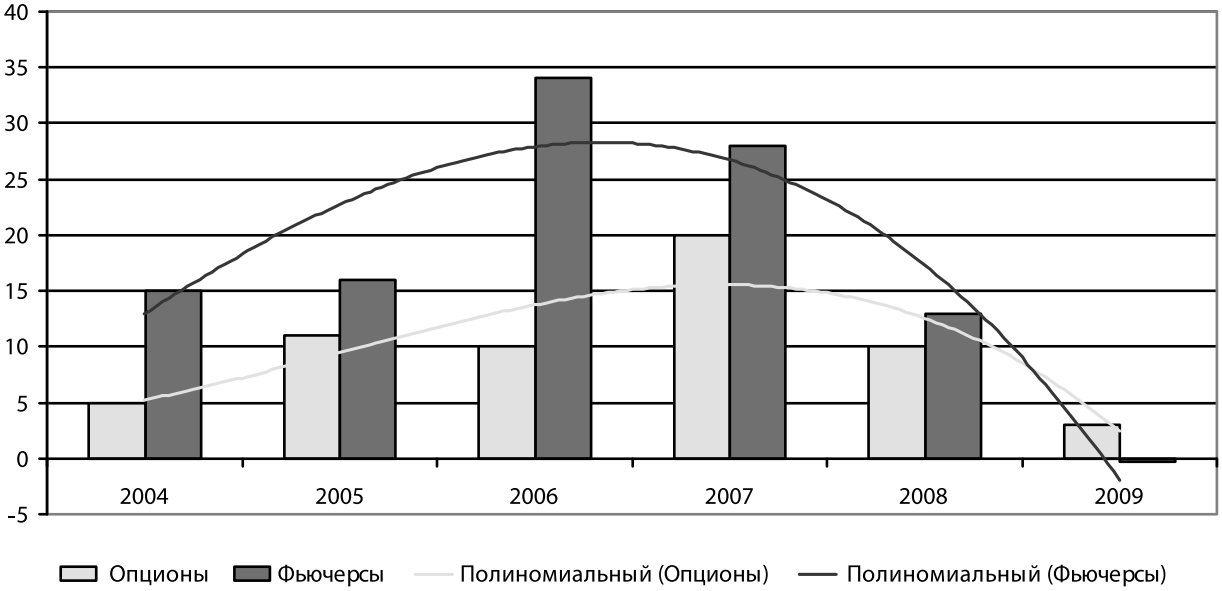


Рис. 2. *Прирост количества заключенных опционных и фьючерсных контрактов на фондовых биржах мира, % [19, с. 28]*

Изобретение окольных способов обеспечения капиталом, удлинение расстояния между источником финансовых ресурсов и инвестором делали их отношения все более опосредованными. В результате, по словам М. Спенса, из инструмента распределения и уменьшения риска финансовые инновации превратились в инструмент его сокрытия [22]. Эти процессы получили отражение и в денежной сфере развитых стран, где увеличение денежной массы происходило в основном за счет увеличения в ней доли низколиквидных суррогатных денежных агрегатов [8, с. 22].

IV. Вовлечение все новых реальных активов в изощренные финансовые спекуляции. Развитие фьючерсных сделок и сделок с производными инструментами фондового рынка позволяет вовлекать в спекулятивную игру все большее количество активов. Новыми такими активами стали нефть и другие энергетические ресурсы, а также металлы. Создание и истощение запасов этих активов диктуется не только потребностями реального сектора экономики, но и связано с управлением спросом и предложением, в котором принимают активное участие биржевые спекулянты и конечной целью которого является манипулирование ценой. Формирование и сдувание «ценовых пузырей» на таких рынках аналогично «американским горкам», где приумножаются капиталы и делаются огромные состояния. Между тем широкомасштабные финансовые спекуляции дезориентируют и «расшатывают» реальный сектор экономики.

В докризисный период можно обнаружить три основных «ценовых пузыря» в российской и зарубежной экономике:

а) рост курсовой стоимости акций, следовательно, биржевых индексов;

б) рост цен на недвижимость, связанный с прекращением недвижимости в инвестиционный товар и развитием ипотечного кредитования;

в) рост цен на товарных и сырьевых биржах.

Рынки товаров все больше стали походить по своему поведению на рынки финансовых активов. Согласно исследованию отечественных экономистов [9], цены на нефть сегодня демонстрируют высокую волатильность, которая в малой степени объясняется изменениями реального спроса. Такое поведение присуще именно финансовым рынкам. Период до кризиса, характеризовавшийся увеличением сделок с деривативами в биржевой торговле (рис. 2), свидетельствовал о все большей «финансизации» и «виртуализации» национальных экономик (прежде всего развитых стран).

Заметим: долгосрочные контракты (в том числе на фондовом рынке) в некоторых публикациях рассматриваются как способ преодоления неопределенности, гарантия стабильности, важный инструмент в страховании биржевых рисков и даже своего рода квазиплановый элемент рыночной экономики [6, с. 252; 11]. Однако в настоящее время фьючерсные контракты превратились в самостоятельный инструмент спекулятивной финансовой игры, а значит, сами по-

рождают неопределенность и нестабильность. Иными словами, их функции поменялись на противоположные их предполагаемому назначению.

V. Поведенческие аспекты современных кризисов. Образование ценовых пузырей, искусственное раздувание цены того или иного актива стало важным элементом рыночной экономики, в значительной степени определяющим характер современных циклов и кризисов. На наш взгляд, это явление имеет прежде всего поведенческую природу. Общее однонаправленное движение, создающее повышательный тренд на рынке, поддерживается оптимистическим настроем (азартом) инвесторов и привлекает новых игроков.

Между тем в поведении фондовых игроков прослеживаются не только психологические, но и вполне рациональные мотивы. Арсенал аналитиков фондового, валютного и финансового рынков в целом замкнут на использовании относительно похожей информации, находящейся в открытом доступе, поэтому достаточно сложно представить себе многообразие реакций игроков. Цикличность в указанных сферах безусловна по определению. Получение сигнала на покупку или продажу чаще всего основано на результатах фундаментального и технического анализа, информация для которых черпается из общих источников, при этом наличие двух диаметрально противоположных стратегий (на понижение и повышение: «быки» vs. «медведи») способствует не только пробитию рыночного уровня сопротивления/поддержки цены, но и инвестиционного, в силу этого образуется сам цикл. К примеру, «быки», определившие точку выхода из позиции, фиксируют прибыль, к ним присоединяются «медведи» и начинают обрушивать рынок, проходя уровень поддержки, автоматически срабатывает сигнал на покупку для быков.

Институциональная настройка фондовых рынков естественным образом формирует глобальные финансовые циклы:

а) в настоящее время популярность приобретают алгоритмические системы (роботы), автономно подающие заявки на биржу после срабатывания одного из индикаторов. Основные риски использования таких систем связаны с человеческим фактором (человек пишет алгоритмы программ);

б) «бычьи» и «медвежьи» ралли могут выступать источником информации для новых инвесторов, которые, входя в перегретый рынок, способствуют раздуванию «ценовых пузырей» и образованию самоподдерживающегося тренда;

в) психология игрока следует копированию примера других, поэтому изменение баланса спроса и предложения на фоне хороших новостей и поддержки больших игроков вносят инвестиционную ясность, но основана она на поведенческих шаблонах и стереотипах.

Отличительной особенностью ценообразования на фондовом рынке является высокая неопределенность наступления тех или иных событий. Просчитывать риски в такой ситуации весьма проблематично, поэтому хедж-фондом здесь выступает общее настроение.

Особую роль в развитии кризиса сыграл институт «компетентного мнения» и профессиональной оценки инвестиционной привлекательности и инвестиционных рисков. В докризисный период мировые рейтинговые агентства Standard and Poor's, Moody's, Fitch Rating (все три американские) посредством обработки и анализа текущей информации присваивали высокие ранги надежности американским банкам, применяющим производные финансовые инструменты и вовлеченным в схемы секьюритизиации, а также развитым странам, чей внутренний и внешний долг неуклонно рос. Их мнение оказалось более компетентным и достойным внимания, нежели пессимистические прогнозы независимых экспертов Н. Рубини и Н. Талеба. Ориентируясь в своих оценках на прошлую информацию и сформировавшийся тренд, рейтинговые агентства фактически оказались неспособными улавливать точки его перелома (прогноз никогда сильно не отклонялся от текущего рейтинга). Таким образом «компетентное мнение» усиливало всеобщую инвестиционную миопию хозяйствующих субъектов разного уровня (вплоть до уровня государств). Институциональная (поведенческая) составляющая цикла удлиняла его и подготавливала более затяжной кризис и более глубокий спад.

VI. Кризис связан и с институциональным устройством современной мировой финансовой системы. В недавнем прошлом некоторые страны (Китай, Япония, Россия, Тайвань, Индия, Бразилия, Южная Корея, Гонконг, Сингапур) активно создавали международные резервы в наиболее ликвидных и наиболее надежных активах: в форме банковских депозитов и вложений в ценные бумаги развитых государств, номини-

рованных в наиболее надежной валюте — долларах США и евро. Даже когда стало очевидно, что эмиссия этих валют включена в процесс реструктуризации дефицита государственного бюджета и государственного долга развитых стран, процесс продолжался как бы по инерции. Более того, во время кризиса Китай увеличивал валютные резервы еще более высокими темпами, чем обычно. Оказалось, что поддерживать существующую систему выгодно не только заемщикам, но и (в неменьшей степени) их кредиторам. Кроме того, в условиях дисбаланса мирового спроса и предложения (то есть несоответствия центров их формирования) на одной стороне объективным образом продолжают возникать накопления, а на другой — долги, альтернативы же существующей системе их институционализации просто не существует. И пока такая система не появится, будут продолжаться совместные усилия обеих сторон по поддержанию существующего мироустройства, а сама система будет функционировать и накапливать критический запас прочности, оттягивая и усугубляя грядущий кризис.

Альтернативой институциональному подходу к объяснению современного финансово-экономического кризиса в отечественной литературе стал так называемый технологический подход. Сторонники технологических теорий экономического развития объясняют мировой кризис сменой технологических укладов [2], инновационными паузами [10] и др. Концептуально эти теории сводятся к доминирующей роли технологического прогресса как локомотива роста экономики и его приостановки как причины кризисных явлений. Влияние институциональных, поведенческих и психологических факторов рассматривается в них как нечто вторично-третичное. Например, в гипотезе об инновационной паузе центральное место занимают технологии широкого применения. По мнению В. М. Полтеровича, современные технологии широкого применения — Интернет и информационные технологии — «не генерируют достаточного количества вторичных инноваций» и «в основном исчерпали свои возможности как мотор экономического роста». Кризис обнаружил несостоятельность «безоглядной веры в непрерывный технический прогресс». Жизненный цикл нынешних технологий широкого применения подходит к концу, (им осталось около 20 лет), «появление новой технологии широкого

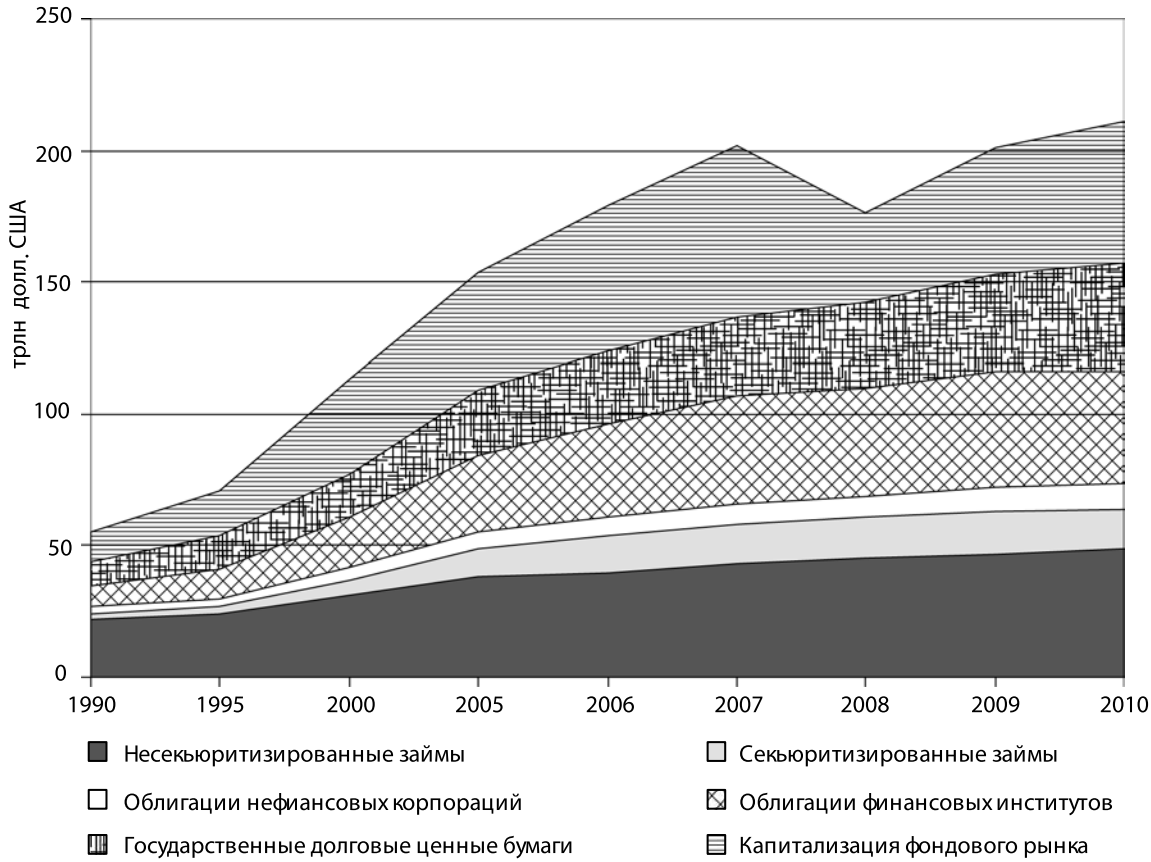


Рис. 3. *Мировые финансовые активы в динамике (в трлн долл. США на конец периода), по данным глобального института MCKinsey [20, с. 2]*

применения — редкое и нерегулярное событие», требующее значительного времени [10]. По мнению сторонников технологического подхода, финансовые пузыри возникают «вследствие самореализующихся оптимистических ожиданий» [4] и свидетельствуют, прежде всего, об исчерпании потребности в реальных инвестициях.

Отрыв финансового сектора от реального можно оценить различными способами. Так, международный исследовательский институт McKinsey Global Institute рассчитывает показатель «глубины финансового рынка», представляющий отношение финансовых активов (долевых и долговых ценных бумаг и займов) к мировому ВВП. Согласно данным института, «глубина финансового рынка» увеличилась с 261% в 1990 г. до 376% в 2007 г. [20]. На рис. 3 представлена динамика различных составляющих финансовых активов, а также очевидно, что кризис отразился прежде всего на капитализации фондового рынка.

Другим показателем соотношения финансового и реального секторов экономики является *q*-коэффициент Дж. Тобина, представляющий частное от деления рыночной оценки компаний на их восстановительную стоимость. По данным группы российских авторов, в 2007 г., то есть к моменту начала финансового кризиса, *q*-коэффициент равнялся 3,1 в целом для мировых рынков и 2,4 — для российского рынка акций [1, с. 30]. Таким образом, отрыв одного сектора от другого очевиден, он не связан с качественными преобразованиями, хотя в самом начале создавалось впечатление перехода к инновационным инструментам и технологиям совершения финансовых операций.

Подводя итог нашему исследованию, следует отметить, что мировой финансовый и экономический кризис является кризисом не только технологий, но прежде всего институтов. Он в немалой степени обязан современному устройству мировой валютно-финансовой системы и особенностям государственного регулирования рынков, направленного на формирование «экономики спроса», а не «экономики предложения». Адаптация институтов привела к формированию соответствующей общей логике экономического развития институциональной архитектуры, которая, собственно, и продемонстрировала свою временную ограниченность. Выход из кризиса будет связан с изменением мировой валютно-финансовой системы и со сменой парадигмы государственного регулирования рынков.

Более того, переход на инновационный путь развития, провозглашенный в некоторых странах с развивающимися экономиками (в частности, в России), представляется весьма логичным шагом на пути формирования экономики предложения как некой альтернативы экономики спроса. Для этого потребуется собственная система институтов инновационного характера, развивающих прежде всего реальный сектор экономики и способствующих росту национальной конкурентоспособности.

Список источников

1. Риски внешнего финансирования российской экономики / Борисова И., Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А. // Вопросы экономики. — 2008. — № 2. — С. 26-43.

2. *Глазьев С. Ю.* Возможности и ограничения социально-экономического развития России в условиях структурных изменений в мировой экономике: научный доклад / Отд-е обществ, наук РАН; Нац. институт развития. М., 2008. [Электронный ресурс]. URL: http://spkurdyumov.narod.ru/glaziev.htm.

3. *Гуриев С., Цывинский О.* Ratio economica. Невелика депрессия // Ведомости. — 2008. № 124(2146) (08 июля). [Электронный ресурс]. URL: http://www.vedomosti.ru/newspaper/print.shtml?2008/07/08/1540867/9/2008.

4. *Кудрин А.* Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию // Вопросы экономики. — 2009. — №1. — С. 9-27.

5. *Лемещенко П. С.* Экономический кризис как институциональная форма и ступень отрицания капитала // Journal of Institutional Studies (Журнал институциональных исследований). — 2010. — Т. 2. — № 4. — С. 59-75.

6. *Малкина М. Ю.* Инфляция и управление инфляционными процессами в российской и зарубежной экономике. — Н. Новгород: Изд-во Нижегородского госуниверситета, 2006. — 330 с.

7. *Малкина М. Ю.* Мировой экономический кризис как фактор институционального развития мировой и национальных экономических систем // Научные труды ДонТУ. — 2009. — Вып. 37(1). — С. 41-49. (Экономическая).

8. *Малкина М. Ю.* Особенности несбалансированной инфляции в зарубежной и российской экономиках // Финансы и кредит. — 2010. — № 46. — С. 16-24.

9. Основные тенденции и закономерности изменения мировых цен на нефть (2001–2015 гг.). [Аналитическая записка Института энергетической стратегии]. Москва. Март 2009. [Электронный ресурс]. URL: http://labenin.z4.ru/Docs/oil_03.2009.doc.

10. *Полтерович В. М.* Гипотеза об инновационной паузе и стратегия модернизации // Вопросы экономики. — 2009. — №6. — С. 11.

11. *Розмаинский И. В.* Неопределенность и институциональная эволюция в сложных экономических системах. Посткейнсианский подход // Вопросы экономики — 2009. — №6. — С. 48-59.

12. *Смирнов А.* Ипотечный кризис в США: причины и следствия // Финам.ru. 14.02.2008. [Электронный ресурс]. URL: http://www.finam.ru/analysis/forecasts00A6A/default.asp.

13. *Фролов Д.* Теория кризисов после кризисов: технологии versus институты // Вопросы экономики. — 2011. — № 7. — С. 17-33.

14. Board of Governors of the Federal Reserve System. Economic Research & Data. URL: http://www.federalreserve.gov/datadownload/.

15. Credit default swap // Wikipedia. The Free Encyclo pedia. [Electronic resource]. URL: http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_default_swap.

16. Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act // Wikipedia. The Free Encyclopedia. [Electronic resource]. URL: http://en.wikipedia.org/wiki/Dodd%96Frank_Wall_Street_Reform_and_Consumer_Protection_Act.

17. Financial modernization: the Gramm-Leach-Bliley Act Summary. — American Bankers Association: Covington & Burling. 1999. [Electronic resource]. URL: http://cyber.law.harvard.edu/rfi/casebook/covington.pdf.

18. International Monetary Fund. World Economic Outlook Database? April 2011. [Electronic resource]. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weodata/weoselgr.aspx

19. International Option Market Association (IOMA) Report. World Federation of Exchanges. August 2010. [Electronic resource]. URL: http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/IOMA%20%202010%20report.pdf.

20. Mapping Global Capital Markets 2011. Updated Research. McKinsey Global Institute. McKinsey & Co. August 2011. [Electronic resource]. URL: http://www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/Mapping_global_capital_markets/Capital_markets_update_email.pdf.

21. *Roberts R.* How Government Stoked the Mania. Housing prices would never have risen so high without multiple Washington mistakes // The Wall Street Journal. — 2008. — October 3. [Electronic resource]. URL: http://online.wsj.com/article/SB122298982558700341.html.

22. Subprime mortgage crisis // Wikipedia. [Electronic resource]. The Free Encyclopedia. URL: http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis.

УДК 330.33.01

ключевые слова: цикличность, экономический и финансовый кризис, институт, дерегулирование, ипотека, инновации