

На правах рукописи

ПИЛИПЕНКО ЗОЯ АНДРЕЕВНА

**ВЛИЯНИЕ ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ ШОКОВ НА МИРОВУЮ
ЭКОНОМИКУ**

Специальности: 08.00.14 Мировая экономика

08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т
диссертации на соискание ученой степени доктора
экономических наук

Москва – 2012 г.

Диссертация выполнена на кафедре мировой экономики экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова

Научный консультант: Кулаков Михаил Васильевич
д.э.н., профессор, зав. лабораторией
экономического факультета
МГУ имени М.В. Ломоносова

Официальные оппоненты: Бобровников Александр Вячеславович
д.э.н., ведущий научный сотрудник
Института Латинской Америки РАН

Бурлачков Владимир Константинович
д.э.н., профессор, главный научный сотрудник
Института экономики РАН

Давтян Микаел Анушаванович,
д.э.н., профессор, декан экономического
факультета ФГБОУ ВПО «Российский
университет дружбы народов»

Ведущая организация: ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

Защита диссертации состоится 24 мая 2012 г. в 15.40 на заседании диссертационного совета Д 501.002.03 при Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова по адресу: 111991, Москва, Ленинские горы, д.1, стр. 46, 3-й гуманитарный корпус, экономический факультет, аудитория № 407.

С диссертацией можно ознакомиться в читальном зале Научной библиотеки имени А.М. Горького 2-го корпуса гуманитарных факультетов МГУ имени М.В. Ломоносова.

Автореферат разослан 23 апреля 2012 г.

Ученый секретарь диссертационного совета

Пенкина С.В.

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы. За последние три десятилетия финансовые рынки претерпели глубокие изменения: резко возросли трансграничные потоки капитала, на рынках появились новые сложные финансовые инструменты, значительно повысились скорость и простота проведения расчетных операций.

В целом эти изменения носили позитивный характер, поскольку повышали эффективность перераспределения капитала в рамках мировой экономики и темпы роста валовых внутренних продуктов в национальных рамках. Однако многофункциональное углубление взаимосвязей и усиление взаимозависимостей подсистем мировой экономики вызвали ряд негативных последствий, к которым, в первую очередь, следует отнести так называемые финансовые шоки. Вначале они проявлялись в отдельных странах и регионах в форме временных локальных нарушений работы финансовых посредников на глобальном экономическом пространстве, вызывая, в частности, резкую корректировку цен на фондовых рынках США в 1987 г. («черный понедельник») и в 1997 г.; усиливая колебания на рынках облигаций в странах Группы десяти в 1994 г. и в США в 1996 г.; генерируя валютные кризисы в Мексике (1994–1995 гг.), в Азии (1997 г.) и в России (1998 г.); приводя к крушению хеджевого фонда «Long-Term Capital Management» в 1998 г.; увеличивая волатильность на глобальных фондовых биржах в 2000–2001 гг. В 2008 г. ценовой шок на рынке необеспеченных ипотечных кредитов в США сгенерировал шоковые явления в других сегментах американского финансового сектора, а также стал причиной их распространения на страны мира, которые производят три четверти глобального валового внутреннего продукта (ВВП). Ведущие экономики мира по итогам 2009 г. потеряли до 5% ВВП, причем, согласно расчетам Международного валютного фонда, глобальные потери от невозвратных долгов и секьюритизированных активов к концу 2010 г. достигли 4,1 трлн. долл., что свидетельствует о самой глубокой со времен Второй мировой войны экономической рецессии.

Эти данные свидетельствуют о формировании нового качества структурных связей участников международных экономических отношений, когда появился специфический механизм мгновенной передачи шоковых явлений практически во все страны мира. Он поддерживался сложившимися к началу 2000-х годов процессами синхронизации страновых циклов экономической активности, что и предопределило новый вектор макроэкономической динамики в долгосрочной перспективе.

В этих условиях научное сообщество практически единодушно заявило о «провале» (*the failure*) макроэкономики с теорией эффективных рынков в ее основе и о кардинальной трансформации структурных связей глобальной экономики, а, следовательно, и закономерностей ее развития. Все это, на наш взгляд, диктует необходимость научного переосмысления роли шоков в структурировании мировой экономики в ситуации, когда под их влиянием трансграничные связи превращаются в оперативно действующий механизм

трансмиссии финансовых дисбалансов практически во все национальные сегменты глобального экономического пространства. По словам П. Кругмана, лишь немногие экономисты увидели приближение нынешнего кризиса, но неспособность предсказать его – наименьшая из проблем экономической науки. Куда важнее – профессиональная слепота экономистов, помешавшая разглядеть *саму возможность* катастрофических отказов рыночной экономики.

На современном этапе развития мировой экономики, необходимо адекватное теоретическое понимание условий формирования диалектической цепочки «шок» – «кризис» (в частности глобальный структурный кризис), чрезвычайно важное для выработки экономической политики, учитывающей как обусловленные ими опасности, так и открывающиеся в то же время возможности. Однако до сих пор наблюдаются большие расхождения в объяснениях того, что привело к возникновению столь глубокого и затяжного кризиса.

В этой связи весьма актуален вопрос об особенностях функционирования финансовых посредников на глобальном экономическом пространстве, об их роли в мультипликации глобальных финансовых шоков, о кризисных искажениях в механизмах ценообразования на рынках активов и распределения капитала, а также о качестве влияния финансовых шоков на национальные финансовые системы. Все это предопределило актуальность и важность теоретической и практической проблемы оптимизации выбора между проциклической и контрциклической финансовой политикой государств как на национальном, так и международном уровнях на каждой из фаз макроэкономического цикла, решение которой позволит быстро выявлять и адекватно реагировать на будущие финансовые шоки.

Эти и другие причины обусловили как научную новизну, так и практическую значимость диссертационного исследования, посвященного механизмам вызревания и мультипликации глобальных финансовых шоков, их влиянию на все структурные компоненты мировой экономики, а также методологическим и методическим подходам к разработке эффективной антишоковой политики на национальных и глобальном уровнях, позволяющей осуществлять раннее выявление признаков макроэкономической разбалансированности и внедрять эффективные решения ее восстановления.

Степень разработанности темы исследования. Работа основывалась на теоретических разработках и концепциях представителей научной школы глобалистики экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова, ИМЭМО РАН и других ведущих научных центров России: Е. Авдокушина, Ю. Адно, С. Афонцева, С. Аукуционка, Т. Белоус, А. Булатова, В. Бурлачкова, Л. Глухарева, Г. Громько, А. Давыдова, М. Давтяна, А. Дынкина, С. Дубинина, В. Железовой, Н. Иноземцева, И. Иванова, Е. Касаткиной, В. Клавдиенко, В. Киселева, В. Колесова, Э. Кочетова, М. Кулакова, Я. Лисоволика, М. Лучко, Е. Мазуровой, А. Николаева, И. Осадчей, Ю. Осипова, М. Осьмовой, В. Орешкина, А.

Пороховского, В. Рубе, С. Станиса, Б. Смитиенко, А. Смирнова, А. Спартака, И. Фаминского, А. Филипенко, Р. Хасбулатова, П. Хвойника, Г. Чибрикова, Д. Чистилина, Ю. Шишкова и многих других.

В создании теоретических основ диссертационного исследования большую роль сыграли работы знаменитых представителей научной школы Конъюнктурного института: Н.Д. Кондратьева, А.А. Богданова, Е.Е. Слуцкого.

Среди отечественных ученых внесших существенный вклад в разработку новых подходов в теории современного глобального кризиса отметим работы Л.И. Абалкина, А.В. Аникина, А.В. Бобровникова, С.Ю. Глазьева, Л.Е. Гринина, М.Г. Делягина, С.К. Дубинина, В.Р. Евстегнеева, В.П. Колесова, А.В. Коротаева, М.В. Кулакова, А.Д. Некипелова, Д.С. Львова, В.И. Маевского, А.И. Навой, А.И. Ноткина, Я.А. Сергиенко, В.В. Радаева, Г.А. Тосуняна, Н.Н. Холодкова, Е.В. Чирковой и др. ученых.

В процессе исследования факторов обособления реального и финансового секторов экономики в инвестиционных процессах, а также взаимовлияния финансовых и экономических шоков использованы подходы Дж. М. Кейнса, П. Самуэльсона, Й. Шумпетера, Х. Мински, а также последние разработки экспертов Международного валютного фонда, Всемирного банка, Банка международных расчетов.

Обоснование фундаментальных изменений в механизме функционирования современной глобальной экономики было сделано с опорой на исследования представителей австрийской экономической школы: О. фон Бём-Баверка, Г. Гаррисона, Ш. Корригана, Дж. Кэллахана, К. Менгера, Л. фон Мизеса, Л. Рокуэла, М. Ротбарда, Дж. Салерно, М. Скаузена, М. Торнтонна, Х. Уэрто де Сото, Г. Хаберлера, Ф. Хаеика, Ф. Шостака, а также разработки начала прошлого века И.Фишера и современные поведенческие теории Дж. Акерлофа и Р. Шиллера.

Кроме того, последовательно учитывались оценки отдельных элементов механизма воздействия финансовых шоков в ходе современного глобального кризиса в контексте межстрановых флуктуаций и возникновения глобального макроэкономического цикла, высказанные такими западными исследователями, как Р. Алибер, А. Андо, Ж. Аттали, О. Бланшар, Д. Брейди, Р. Брумберг, А. Гринспен, Дж.К. Гэлбрейт, С. Долан, Д. Дьюзенберри, Дж. Сакс, Т. Маримото, Д.Ф. Мут, Н.Г. Мэнкью, Дж.Л.С. Шэкли, Ф. Модильяни, М. Райх, М. Фридман, А.У. Филлипс, Д. Фрике, Х.С. Хаутзаккер, Л.Д. Тейлор, Ч. Киндлбергер.

В теории финансов иррациональность, выступающая во многих обличиях и под разными наименованиями, является понятием, важность которого подчеркивалась такими выдающимися исследователями, как Дж. М. Кейнс, И. Фишер, Дж. Тобин. Их идеи, равно как и труды современных исследователей, включая О. Бланшара, Т. Лакса, Б. Мандельброта, Х. Мински, Р. Шиллера, К.М. Рейнхарт, К.С. Рогоффа, Г. Саймона, Дж. Стиглица, Д. Сорнета, Г.Е. Стенли, Д. Штауфера, П. Кругмана, Р.Л. Хадсона, Д. Фармера

используются в работе для обоснования того, что иррациональность – это не только признак массовой психологии инвесторов, но и характеристика, встроенная в структуру финансовой системы.

Следует отметить, что современный глобальный финансовый шок заставил теоретиков и практиков вернуться к истокам финансовых теорий и теорий мировой экономики, поскольку уже наработанные рекомендации и методики оказались неэффективными в борьбе с шоковыми разрушениями стабильности экономических систем в новом веке.

Кроме того, возникли проблемы вывода национальными центральными банками неблагополучных активов из банковских балансов в условиях сохранения исключительно высокого уровня контрагентского риска, что сдерживает возврат к условиям большей ликвидности на глобальных финансовых рынках; высокой вероятности дальнейшего наращивания убытков по кредитам по мере снижения мировых темпов экономического роста; ухудшения возможностей финансовых учреждений привлекать новый капитал, а также последующего сокращения темпов кредитной эмиссии и масштабов экономической активности в отдаленной перспективе.

Нельзя отрицать и тот факт, что в отношении отдельных вопросов эффективного моделирования международных экономических и финансовых отношений в посткризисный период существуют принципиально несогласуемые концептуальные и практические различия в подходах.

Цель исследования. Целью диссертации является разработка основных положений теории шоков в контексте структурных связей в экономике, выявление особенностей механизма воздействия финансовых шоков на формирование структурных уровней мировой экономики, а также разработка подходов к эффективной антишоковой политике на национальном уровне при условии ее системной взаимодополняемости в рамках мирового хозяйства.

Реализации этой цели подчинено решение следующих взаимосвязанных **задач**:

- разработать основы теории шоков на базе системного подхода к трактовке факторов, их генерирующих, с учетом диалектики механизма их реализации в национальных хозяйствах;

- структурировать динамическую модель шокового воздействия внешних факторов на экономическую систему в условиях достижения ее структурными связями предельных значений;

- обосновать шоко-распространительный механизм образования структурных уровней системы мировой экономики;

- выявить новое качество межнациональных экономических и финансовых отношений, обусловленное действием диалектического закона «отрицания отрицания» во

взаимосвязях реального и финансового секторов в масштабе глобальной экономики;

- определить причины шокового разрушения механизма эффективных рынков на национальном уровне и определить основные тенденции его восстановления в масштабах глобальной экономики;

- доказать диалектическую противоречивость во взаимосвязях механизмов эффективных и неэффективных рынков, которая разрешается при условии приоритетного восстановления шоковых разрывов структурных связей на транснациональном уровне;

- выделить специфику вызревания разрушительного для глобальной экономики финансового шока на рынке необеспеченных ипотечных кредитов в США и причины его мгновенного распространения на национальные подсистемы мировой экономики;

- выявить особенности реализации шоково-распространительного механизма развития структурных связей в глобальной экономике на примере реализации современного финансового шока в отдельных регионах и странах мира в контексте тенденции глобализации финансовых потоков;

- определить специфику реакции на глобальный финансовый шок стран с формирующимся рынком;

- определить причины «Великой рецессии» в конце 2000-х годов, сопоставимой по экономическим потерям с «Великой депрессией» 1929-1933 гг. в контексте углубления глобальных структурных дисбалансов, одномоментное совмещение которых обусловило вызревание глобального финансового шока;

- обосновать концептуальные подходы к формированию системы раннего обнаружения признаков вызревания ценовых шоков на мировых товарных и финансовых рынках при условии концентрации усилий национальных правительств на создании всеобъемлющей системы предельных показателей их состояния на глобальном уровне;

- выделить по приоритетности меры, нацеленные на восстановление макроэкономического равновесия на глобальном экономическом пространстве, ориентируясь на возврат финансовых потоков к обеспечивающим их материальным активам; формирование новой модели банковской системы с системообразующими универсальными коммерческими банками в ее основе и создание механизма эффективного управления рисками в системе глобальных финансов.

В качестве **объекта исследования** выступает мировая экономика в совокупности ее экономических и финансовых подсистем, структурные связи которых играют роль оперативно действующего механизма распространения финансовых шоков на глобальном экономическом пространстве.

Предметом исследования являются закономерности зарождения финансовых шоков в системе мировой экономики, мультипликация которых по структурным связям, опосредующим транснациональные товарные и финансовые потоки, свидетельствует о

новом качестве целостности глобальной экономики, обуславливающей синхронизацию макроэкономической динамики в ее национальных подсистемах и мультипликационные эффекты наложения структурных дисбалансов.

Методологическая и теоретическая основы диссертационного исследования. На разных этапах диссертационного исследования в зависимости от характера разрабатываемых теоретических и практических задач в качестве методологической основы используются принципы диалектической логики, методы финансового, статистического, эконометрического и социологического анализа, метод экспертных оценок, системный и ситуационный анализ и метод абстрактно-логической оценки.

При проведении исследования и систематизации полученных данных применяются методы математического моделирования, в том числе аппарат статистического анализа: факторный, корреляционный и регрессионный. В работе также используются методы ранговой и функциональной классификации, методы ретроспективного анализа и экстраполяционного прогнозирования, имитационного моделирования.

В работе анализируются конкретные показатели, наиболее адекватно отражающие специфику рассматриваемых вопросов. Возникающие гипотезы проверяются на конкретных примерах с целью установления универсальности полученных выводов, их применимости на практике, а также соответствия теоретическим положениям.

Теоретические разработки опираются на труды зарубежных и отечественных специалистов в области мировой экономики и глобальных финансов, инвестиционного анализа, циклического развития макроэкономики, а также научно-прикладные исследования по проблемам сравнительного анализа эффективности моделей постшокового устройства мировой экономики и регулирования международных финансовых и экономических отношений.

Эмпирическую базу диссертации составляют данные статистической отчетности государственных финансов стран мира, публикуемые Международным валютным фондом, соответствующие обзоры по России и международные сопоставления в сфере международных связей экспертов МВФ и Всемирного банка, Организации экономического сотрудничества и развития, Базельского комитета по банковскому надзору, Банка международных расчетов (BIS) и других международных организаций, статистические и аналитические материалы Росстата, ИМЭМО РАН, Института экономики РАН, Института экономики переходного периода, Бюро экономического анализа, а также других аналитических центров, занимающихся проблемами мировой экономики и посткризисного развития национальных экономических систем. При написании диссертации использовались материалы периодической печати, данные официальных сайтов в сети Интернет.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в следующем: на базе синтеза системного и диалектического подходов осуществлен анализ взаимосвязей

национальных сегментов мировой экономики в контексте формирования и разрушения структурных связей, положенных в основу авторской теории шоков. С этих позиций выявлена сущность шоков и формы их проявления в национальных подсистемах и в мировой экономике в целом, на товарных и финансовых рынках, а также механизм их распространения на глобальном экономическом пространстве. На основе разработанных положений позитивной теории шоков предложены нормативные рекомендации относительно принципов формирования системы антишокового регулирования на глобальном уровне с целью выявления наиболее эффективных моделей управления рисками финансовых шоков и усиления роли наднациональных мегарегуляторов в связи с повышением угрозы достижения глобальными дисбалансами предельных состояний.

Научная новизна диссертационного исследования **по специальности 08.00.14 – Мировая экономика** содержится в следующих основных положениях и результатах:

1. Обоснован авторский подход к построению теории распространения шоков и их роли в развитии экономических систем, которая рассматривает их стадийные изменения в качестве циклической модели реакции на «шоковое» воздействие извне. Его разрушительные проявления на микро- и макроуровнях обусловлены особым статусом взаимосвязей между участниками купли-продажи материальных и финансовых активов, на которые оказывают влияние шоки. Речь идет о сфере обращения, которая, несмотря на все многообразие шоков, выступает для них единой основой вызревания и форм проявления. Воздействие шоков усиливается по мере формирования международного разделения и кооперации экономической деятельности, поскольку в процессе международного обмена материальными и финансовыми активами возникают диалектические пары участников разной национальности, отношения которых, с одной стороны, укрепляют целостность глобальной экономики, а с другой, превращают их во внешний фактор, который оказывает преобладающее влияние на развитие ее национальных подсистем. Вызревание и проявление шоков на мировых рынках финансовых и нефинансовых активов - есть разрыв диалектических связей между национальными их участниками, когда они достигли своего предельного состояния.

2. Сформулированы основные положения авторской теории шоков, позволяющие методологически корректно трактовать их сущность и формы проявления на глобальном, региональном и национальном уровнях. В частности, выявлены:

- причины шокового воздействия на национальные хозяйства, связанные с влиянием внешних по отношению к ним факторов, представленных структурой глобальной экономики, которые при определенных обстоятельствах блокируют действие рыночного механизма восстановления макроэкономической сбалансированности на национальном уровне;

- формы проявления шоков в виде «расщепления» базовой и рыночной цен активов на мировых рынках и доведения этого дисбаланса до предельного состояния в результате

иррационального поведения системообразующих экономических агентов на стороне спроса или предложения активов. Это инициирует цепную реакцию распространения шоковых разрушений в случае их концентрации на финансовых рынках системообразующих национальных экономик и при участии системообразующих финансовых посредников;

- необходимые и достаточные условия, при которых влияние внешних факторов на национальные экономические системы становится шоковым; для этого колебания экономической активности в рамках национальной системы должны преодолеть предельные для каждой из них значения (по емкости рынков, валовым накоплениям относительно ВВП, обязательств по долгам корпоративных и суверенных заемщиков и т.п.). На этом основании сформирована методологическая база теоретической трактовки каждого конкретного случая шокового разрушения структурных связей в глобальной экономике

3. Выдвинуты и аргументированы положения о качественном изменении структурных связей в мировой экономике, обусловленных диалектическим законом «отрицания отрицания» во взаимосвязях реального и финансового секторов экономики, что предопределило качество разрушительного воздействия ценовых шоков, возникших на глобальных финансовых рынках, в сравнении с теми, которые вызревали на товарных рынках или на рынках денег.

На этом основании все шоки были структурированы на группы по периодам, странам, объектам спекуляции, последствиям. Показано, каким образом вместо оперативного восстановления макроэкономического равновесия, нарушенного шоковым воздействием внешнего фактора, рыночный механизм начинает опосредовать процесс разрушения структурных связей, последовательно переходящий от одного рынка к другому в национальных границах. На этой основе была предложена экономико-математическая модель, адекватно описывающая качество структурных связей хозяйственных целостностей, при котором они теряют способность мгновенно восстанавливать макроэкономическое равновесие.

4. Обоснованы этапы качественных изменений системы мировой экономики как реакций на шоковые воздействия внешних факторов на ее структурные связи, что привело к изменению роли внешних факторов, представленных международными финансово-экономическими связями, в развитии национальных хозяйств: они стали приоритетными в определении вектора их циклической динамики. Это проявилось в межстрановой синхронизации макроэкономических флуктуаций, в одномоментном падении валового внутреннего продукта большинства стран мира в 2008-2009 гг. и последующей длительной экономической стагнации.

5. Выявлены причины галопирующего расширения сегмента производных финансовых инструментов, предопределенного разделением потоков финансовых ресурсов и их материальных носителей. На определенных этапах развертывания технологических

революций это явилось реальной причиной преодоления структурными связями в национальных хозяйствах своих предельных значений как достаточного условия шокового разрушения национальных и глобальных экономик. Механизм раздвоения рыночных цен на активы и их реальной стоимости предопределил формирование ценовых шоков на рынках, структурно связанных в глобальных масштабах, и вызвал мультипликацию вторичных эффектов на все сегменты мировой экономики.

6. Показано, что для восстановления макроэкономической сбалансированности на национальном и глобальном уровнях необходимо определить предельные значения волатильности структурных связей, определяющих целостность национальной и глобальной экономик, выделив приоритет финансовых рынков, поскольку их дисбаланс однозначно нарушает макроэкономическое равновесие и генерирует ценовые шоки, предопределяя синхронизацию депрессивной стадии макроэкономической динамики;

7. Осуществлен анализ векторной авторегрессии квартальных данных по темпам роста ВВП стран мира и была установлена прямая и косвенная зависимость замедления темпов роста в США и европейских странах с развитой экономикой, с одной стороны, и стран с формирующимся рынком, с другой. Это позволило эмпирически доказать значимость глобальных финансовых шоков в качестве импульса, на который глобальная и национальные экономики реагируют циклическими изменениями экономической активности;

8. Установлено, что значимость системных рисков растет в результате воздействия финансовых шоков на синхронизацию разрушения макроэкономической устойчивости ряда системообразующих на глобальном экономическом пространстве финансовых институтов в ведущих странах мира и проявления сбоев в функционировании рыночной инфраструктуры. Это позволило обобщить структурные характеристики национальных мер антишокового регулирования, определить причины их неэффективности и проблемы, которые должны быть решены оптимальной системой мер профилактики развития шоков в долгосрочной перспективе.

Научная новизна диссертационного исследования по специальности **08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит** представлена следующими положениями:

1. Показано, что финансовый шок конца 2000-х годов продемонстрировал новое качество структурных связей, опосредующих транснациональное перемещение финансовых ресурсов. По мере углубления международного разделения и кооперации экономической деятельности их развитие, с одной стороны, укрепляло целостность глобальной экономики, а с другой, делало ее все более уязвимой в связи с увеличением количества участников - хозяйствующих субъектов разной национальности и по мере синхронизации их макроэкономической динамики и углубления внутривозрастных и глобальных дисбалансов. Эти явления были обусловлены такими факторами, как галопирующее

расширение масштабов транснационального перелива капитала между странами, отраслевыми группами, сегментами финансового рынка, спорадическое превалирование на них спекулятивных игроков в ущерб консервативным и долгосрочным инвесторам, расширение «забалансовой банковской системы» и несовершенство системы присвоения рейтингов структурированным ипотечным ценным бумагам без должного их обеспечения. В результате глобальная финансовая подсистема превратилась в механизм наращивания структурных дисбалансов и их цепного распространения в национальных подсистемах;

2. Выявлено, что в условиях сформировавшихся глобальных финансовых рынков первоисточником риска и паники у владельцев ликвидных ресурсов оказались финансовые посредники, обеспечивающие действие механизма трансмиссии финансовых шоков, что в полной мере было продемонстрировано шоковым взаимодействием сегментов американского финансового рынка под влиянием падения цен на рынке жилья, обострения проблем «субстандартных» кредитов и закрытием финансовыми компаниями и банками позиций друг на друга, отказываясь от возобновления кредитов. Транснациональные взаимосвязи, опосредованные американскими финансовыми институтами, послужили проводником финансового шока с американского финансового рынка на рынки других стран, усиливая риски неплатежей и банкротств в процессе усиления глобального эффекта «демультипликатора», ведущего к сжатию финансовых ресурсов (deleveraging) на мировых рынках;

3. Выделена специфика стабилизационных мер, принимаемых правительствами стран мира в ходе современного финансового кризиса, которая заключается в их связанном характере применительно к национальным экономическим системам. Однако дифференциация причин столь разрушительного влияния глобального финансового кризиса на внутренние и внешние обуславливает необходимость формирования системы антикризисных инструментов государственного регулирования с учетом интегративной составляющей влияния глобальной системы институтов надзора за финансовыми рынками. При этом условием важнейшим средством разрешения кризиса ликвидности является устранение внутренних структурных дисбалансов, связанных с функционированием межбанковского рынка, с поддержкой системно значимых финансовых институтов, вплоть до их национализации, с предоставлением банкам и другим крупным финансовым посредникам права, в случае необходимости, увеличивать капитал за счет государственных и частных источников, с надежностью национальных систем страхования вкладов, с созданием вторичного рынка ипотеки и рынка секьюритизированных активов в ряде стран при условии достоверности в оценке активов, транспарентности их отражения в балансах и применения высококачественных стандартов отчетности;

4. На этом основании выделены наиболее зарекомендовавшие себя в практике зарубежных монетарных органов власти пакеты антикризисных мер, позволяющие

осуществлять эффективную профилактику кризисных явлений в национальных системах банковского кредитования, включая модель стресс-тестирования, эффективной практики управления кредитными организациями риском ликвидности в качестве основных условий их посткризисной финансовой реабилитации.

Теоретическая и практическая значимость работы. Результаты исследования могут использоваться в качестве методологической основы разработки макроэкономической теории в части обоснования механизма сбалансированности национальных экономических систем в контексте поддержания целостности мировой экономики, при определении путей решения долгосрочных проблем макроэкономической устойчивости в странах с формирующимся рынком.

Отдельные положения работы могут быть использованы государственными структурами для выработки антикризисных мероприятий в отношении финансового сектора России по предотвращению развития финансовых шоков, формулировки условий, при которых целесообразно проведение финансовой либерализации.

Кроме того, практическая ценность выполненного исследования заключается в том, что положения и выводы могут быть использованы коммерческими банками при разработке стратегии своего позиционирования на рынке диверсифицированных банковских услуг в условиях финансовой нестабильности.

Помимо этого, основные положения и выводы работы могут быть применены в дальнейших исследованиях, при преподавании курсов по профилю международных экономических и валютно-финансовых отношений, финансовым рынкам и финансам, а также при разработке учебно-методических материалов по современным проблемам диверсификации национальной экономики.

Апробация и внедрение основных результатов диссертации. Работа прошла апробацию на кафедре мировой экономики экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова, на кафедре основ экономической теории Московского института электроники и математики (Технического университета) и в департаменте банковского регулирования и надзора Банка России. Результаты исследования представлялись в научных докладах на круглом столе, посвященном 150-летию Банка России (в Курганском филиале Академии наук РАН в 2009 г.), на Всероссийской научно-практической конференции «Нравственная экономика» (в Курганском филиале Академии наук РАН в 2010 г.), на межвузовской конференции «Глобализация и предпринимательство: национально-государственные стратегии и практика» (в филиале РГГУ в г. Домодедово в 2009 г.), на круглом столе «Ломоносовские чтения» (на экономическом факультете МГУ им. Ломоносова М.В. в 2009 г.), в докладе на 1-м Российском экономическом конгрессе (под эгидой МГУ им. М.В. Ломоносова и Института экономики РАН в 2009 г.).

Положения диссертационного исследования использовались в учебном процессе

экономического факультета МГУ при чтении курсов «Международная экономика», «Экономика зарубежных стран», спецкурса «Международный бизнес: теория и организационные основы».

Результаты диссертационного исследования и основные положения работы использовались кафедрой мировой экономики и международных финансов Академии труда и социальных отношений при написании учебников и учебных пособий, при подготовке диссертационных работ, а также кафедрой основ экономической теории Московского института электроники и математики (Технического университета) в преподавании авторского курса макроэкономики и в процессе выполнения фундаментальной научно-исследовательской работы «Разработка методологии принятия эффективных экономических решений повышения ценности благ» в рамках Федеральной программы «Научные и научно-педагогические кадры инновационной России на 2009-2012 гг.» по Государственному контракту № 14.740.11.0216 от 15.09.2010 и прикладного исследования «Развитие научного потенциала высшей школы (2009-2011 годы)» в рамках госбюджетной темы «Прогнозирование и анализ ценности информационных и компьютерных технологий в образовании».

Публикации. По теме диссертации автором опубликовано 48 научных работ общим объемом 119,23 п.л., в т.ч. 5 монографий объемом 81,26 п.л. и 14 статей в журналах из перечня российских рецензируемых журналов, рекомендованного ВАК.

Структура и объем исследования определены поставленными целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, шести глав, заключения, списка литературы и приложений.

ВВЕДЕНИЕ

ГЛАВА 1. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ТРАКТОВКЕ ШОКОВ В СИСТЕМЕ СТРУКТУРНЫХ СВЯЗЕЙ В НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ

- 1.1. Шоки как форма проявления воздействия внешних факторов на экономическую систему
- 1.2. Механизм распространения шоков в национальной экономике
- 1.3. Предельное состояние структурных связей экономической системы – достаточное условие ее шокового разрушения

ГЛАВА 2. ЦЕНОВЫЕ ШОКИ НА МИРОВЫХ РЫНКАХ И ДИАЛЕКТИКА ФОРМИРОВАНИЯ СИСТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

- 2.1. Ценовые шоки на мировых товарных рынках в контексте формирования элементов системы глобальной экономики
- 2.2. Диалектика структурных связей мировой экономики в процессе транснационализации производства и глобализации финансовых потоков

- 2.3. Глобальные финансовые шоки и качество целостности системы мировой экономики

ГЛАВА 3. ГЛОБАЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ШОКИ И МЕХАНИЗМ НЕЭФФЕКТИВНЫХ РЫНКОВ

- 3.1. Циклическая специфика взаимодействия реального и финансового сегментов воспроизводственной системы в контексте вызревания ценовых шоков на глобальных рынках нематериальных активов
- 3.2. Глобальные финансовые шоки как реализация кумулятивного эффекта синхронизации многоуровневых дисбалансов в мировой экономике
- 3.3. Глобальный финансовый шок 2007-2008 гг. и «разрыв непрерывности» в действии механизма эффективных рынков на национальном уровне

ГЛАВА 4. СТРАНОВЫЕ И РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ ВЛИЯНИЯ ГЛОБАЛЬНОГО ФИНАНСОВОГО ШОКА 2007-2008 гг.

- 4.1. Рынок ипотечного кредитования США – основа вызревания глобального финансового шока 2007-2008 гг.
- 4.2. Европейские страны: влияние глобального финансового шока на состояние региональной экономики
- 4.3. Влияние глобальных финансовых шоков на страны с формирующимся рынком
- 4.4. Финансовый шок в азиатских странах – толчок к переориентации механизма экономического роста с глобальных факторов на региональные
- 4.5. Распространение финансового шока в странах Латинской Америки и Карибского бассейна

ГЛАВА 5. СИСТЕМА РАННЕГО ОБНАРУЖЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ ШОКОВ В ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ

- 5.1. Механизм трансмиссии финансовых шоков на бизнес-цикл макроэкономической динамики
- 5.2. Эконометрическая модель взаимодействия финансовых шоков и макроэкономического цикла в межстрановом разрезе
- 5.3. Механизм раннего выявления предвестников глобальных финансовых шоков

ГЛАВА 6. ПРИНЦИПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНОЙ СИСТЕМЫ АНТИШОКОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

- 6.1. Оценка антишокового потенциала финансовой политики национальных государств
- 6.2. Новая модель банковской системы: возрастание значимости

системообразующих универсальных коммерческих банков

6.3. Унификация национальных систем контроля и надзора за
банковской деятельностью

6.4. Формирование механизма эффективного управления
рисками в системе глобальных финансов

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

БИБЛИОГРАФИЯ

ПРИЛОЖЕНИЯ

2. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В соответствии с поставленными целями и задачами в диссертации исследуются шесть основных групп проблем.

Первая группа проблем формулируется на основе анализа существующих трактовок понятия «шоки» в мировой экономике и разрешается в ходе построения теории шоков и разработки методологии выявления причин их возникновения на товарных и финансовых рынках и особенностей механизма распространения в экономических системах. Разрушительные последствия феномена, названного широкой научной общественностью «глобальным финансовым шоком», предопределили стремление автора обосновать теоретическую конструкцию, позволяющую ответить на ряд возникших в последнее время вопросов.

В многочисленных публикациях российских и зарубежных авторов по кризисной проблематике в экономике и финансах «шоки» стали общеупотребительным термином, который уточняется словами: ценовые, валютные, государственного долга, ликвидности и т.п. В итоге сложившаяся интуитивная трактовка этого понятия позволяет разным исследователям вкладывать в него свой смысл. Однако первый в новейшей истории глобальный финансовый шок привел в действие механизм мультипликации финансовых и экономических дисбалансов во взаимосвязанных между собою национальных экономических системах, тем самым разрушив представление об автоматическом восстановлении макроэкономического равновесия в постшоковый период. Это обстоятельство подчеркивает актуальность исследуемой проблемы, высвечивая новый ее аспект – способность шоков блокировать действие механизма «эффективных рынков».

Исследуя возможности создания фундаментальной базы теории шоков, автор установил, что еще в начале прошлого века такие представители знаменитого Кондратьевского Конъюнктурного института, как Н.Д. Кондратьев, Е.Е. Слуцкий и другие, возводили проблему шоков на мегауровень теоретической значимости. Так, Е.Е. Слуцкий одним из первых усомнился в приемлемости детерминистских моделей для объяснения экономических циклов. Известный норвежский экономист Рагнар Фриш разрабатывал

импульсно-распространительный подход к трактовке макроэкономического бизнес-цикла.

Однако, несмотря на указанные прорывы теоретической мысли, современные исследования шоков отличаются явной приверженностью к феноменологическому описанию. А, между тем, нерешенность проблемы шоков в категориях позитивной теории препятствует нормативным разработкам эффективной антишоковой политики правительств стран мира.

Исходной базой развиваемой автором теории шоков послужило выделение 3-х групп проблем, структурированных на рис. 1.



Рис. 1. Логика построения теории шоков в контексте факторов, их обуславливающих, механизма их передачи и взаимодействия со структурными связями экономических систем

Источник: составлено автором

Сложность первой группы проблем связана с многообразием известных в экономической истории шоков (ниже приведены самые известные из них):

- (1) на рынке луковиц тюльпанов в Нидерландах в 1636 г. в связи с многократным ростом цен на них;
- (2) на фондовом рынке в связи с падением курса акций Компании Южных морей в 1720 г. во Франции;
- (3) на фондовом рынке в связи с падением курса акций Компании Миссисипи в 1720 г. в Великобритании;
- (4) возникающие с 1825 г. периодические шоки, обусловленные промышленными революциями;
- (5) шоки цен на фондовом рынке в 1927-1929 гг. в странах мира;
- (6) шоки, вызвавшие «Великую депрессию» в 1929-1932 гг.;
- (7) шоки, связанные с банковскими дефолтами в Мексике и в других развивающихся странах в 1970-х годах;
- (8) ценовые шоки на рынке недвижимости и на рынке акций в Японии в 1980-х гг.;
- (9) ценовые шоки на рынке недвижимости и на рынке акций в Финляндии, Норвегии и Швеции в 1985-1989 гг.;
- (10) ценовые шоки на рынке недвижимости и на рынке акций в Таиланде, Малайзии, Индонезии и некоторых других азиатских странах в 1992-1997 гг.;

(11) ценовые шоки в сегменте иностранных инвестиций, устремившихся в экономику Мексики в 1990-1993 гг.;

(12) шок на рынке необеспеченных ипотечных кредитов в США в 2007 г., вызвавший «Великую нестабильность» на глобальном экономическом пространстве в конце 2000-х годов.

Автор свел все многообразие внешних факторов к таким, как открытие новых запасов драгоценных металлов, изменение соотношений между золотом и серебром в условиях биметаллизма; неожиданный рост (или падение) курсов акций, облигаций, уровня процентных ставок; массивная конверсия и быстрое расширение денежной базы; перелив денежных ресурсов из кредитно-финансовых институтов на неорганизованный рынок ссудного капитала и т.п.

Относительно новыми внешними факторами, генерировавшими шоки, стали финансовая либерализация и дерегулирование в Японии, скандинавских и некоторых азиатских странах, Мексике и России и последовавшие за этим денежная экспансия, рост иностранных займов и спекулятивное инвестирование.

Новейшие факторы связаны с финансовыми инновациями в форме таких производных и структурированных (derivative and structurized) синтетических активов, как ABS, ABCP, CDO, CDS и многих других, которые обеспечили многократное удлинение кредитного плеча экономических агентов¹.

Исходя из этого, все известные в истории шоки (исключая те, которые вызваны природными катаклизмами) можно условно разделить на две большие группы²:

(1) шоки, разрушающие структурные связи хозяйственных образований, тем самым порождая их дестабилизацию и торможение (или падение) темпов экономического роста;

(2) шоки, укрепляющие целостность экономических образований, а, следовательно, генерирующих условия для ускоренного их развития. На деле они, как правило, сопровождают друг друга.

Автору удалось выделить сферу преимущественного вызревания шоков – обращение – и дифференцировать ее, используя подходы К. Маркса, по стадиям транснационального воспроизводства: в период формирования мировой торговли все они концентрировались в сфере реализации готового товара (Т' - Д'). По мере развития мирового рынка кредитных ресурсов и ценных бумаг шоки стали все чаще проявляться на первой стадии (Д – Т), опосредующей транснациональное движение материальных и финансовых ресурсов.

В рамках этих двух групп шоки целесообразно дифференцировать в зависимости от множества конкретных внешних (рыночных) факторов, известных в экономической истории.

¹ Накануне 2007 г. объем торговли этими инструментами исчислялся триллионами долларов, что и предопределило ценовой шок на глобальном финансовом рынке.

² Диалектически рассуждая, следует утверждать, что шоки негативные (разрушительные) должны с необходимостью сопровождаться шоками позитивными (созидательными) для экономических систем.

Выделение обращения в качестве исключительной сферы вызревания шоков является ключевым в понимании их значимости для организационных процессов на глобальном экономическом пространстве³. Именно отношения обмена опосредуют связи между диалектически взаимозависимыми субъектами сделок купли-продажи (домашними хозяйствами-покупателями и компаниями-продавцами, инвесторами и финансовыми посредниками, заемщиками и кредиторами и т.п. на любом уровне экономической системы: региональном, национальном и глобальном). Следовательно, шоковое воздействие на структурные связи в обращении способно нарушить целостность и устойчивость системного образования.

При этом воздействие внешнего фактора на состояние структурных связей между участниками диалектических пар не будет являться шоковым до тех пор, пока ценовые колебания не преодолеют предельных значений для конкретного рынка. Причем шоковое воздействие на структурные связи любой хозяйственной целостности реализуется посредством ажиотажного поведения одной группы участников диалектических связей, превращающихся в доминанту рыночных отношений и демонстрирующих иррациональное поведение либо на стороне спроса, либо на стороне предложения.

В первом приближении автор определил шоки как экономическую категорию, отображающую феномен нарушения непрерывности развития хозяйственных систем под воздействием внешнего фактора (необходимое условие) в ситуации, когда их внутренние структурные дисбалансы достигают своих предельных значений (достаточное условие). Внешне они проявляются в увеличивающейся амплитуде колебаний цен вокруг базовой стоимости актива. В этом смысле все известные в истории шоки ценовые и проявляются в преодолении ценовыми параметрами актива предельных его значений на рынке, отрываясь от его реальной (базовой) стоимости. А различаются они объектами обмена и спецификой массовых спекуляций с ними.

Этому феномену автор дал математическую интерпретацию. Пусть в связи со спросом на высокодоходные активы на фондовом рынке появляются ценные бумаги, привлекательные для рационального экономического агента. Выплачиваемый достаточно высокий процент за период τ и принципиальная возможность преумножить инвестицию в размере m на относительно небольшом прогнозном горизонте привлекает все новых и новых участников, поведение которых постепенно начинает отличаться от рационального.

Расширение множества экономических агентов позволяет принципалам-эмитентам увеличивать выпуск ценных бумаг, все более и более отрывающихся от их материального обеспечения. Иными словами, поведение принципалов тоже приобретает характер

³ Развиваемый диалектический подход позволяет рассматривать любое развитие как инициированное шоковым воздействием приспособление экономической системы к новым условиям постшокового состояния внешней среды.

иррациональности.

Пусть число экономических агентов, поведение которых характеризуется исключительно как иррациональное, поскольку они не анализируют реальную обеспеченность ценной бумаги и реальные сроки возможности выплаты процентов эмитентами без потери экономической самостоятельности, растет в геометрической прогрессии со знаменателем q . Следовательно, приток денежных средств к эмитентам данных ценных бумаг подчиняется той же геометрической прогрессии. Это означает, что в период с номером n иррациональные экономические агенты приобретут ценных бумаг на сумму $q^{n-1}m$.

Если бы поведение принципалов в большей мере было бы рациональным, они могли бы оценить предельный момент (n – номер периода τ), начиная с которого приток средств полностью уходил бы на выплату процентов. Действительно, условие того, что от денежных поступлений хоть что-то остается принципалам после выплаты процентов экономическим агентам, может быть записано, например, в виде

$$q^{n-1}m - rm \sum_{i=1}^{n-2} q^i > 0, \quad (1)$$

где r – процентная ставка за период τ .

Применяя формулу для суммы членов геометрической прогрессии

$$\sum_{i=1}^{n-2} q^i = \frac{q^{n-1} - 1}{q - 1},$$

преобразуем неравенство (1) к виду

$$q^{n-1}m - rm \frac{q^{n-1} - 1}{q - 1} > 0. \quad (2)$$

Поскольку $q^{n-1} > 1$, неравенство (2) можно представить в виде

$$\frac{1}{q^{n-1} - 1} > \frac{r}{q - 1} - 1. \quad (3)$$

Левая часть неравенства (3) всегда положительна. Знак правой части зависит от соотношения между величинами q и r . Очевидно, возможны два случая. Если $r < q - 1$, то неравенство (3) выполняется при любом n , т.е. сумма денежных поступлений будет возрастать. Если же $r > q - 1$, то при достаточно больших n неравенство (3) не выполняется и может наступить момент, когда денежных поступлений недостаточно даже для выплаты процентов.

Рациональные экономический агент и принципал легко могли бы оценить момент перелома тенденции роста денежных средств на тенденцию к их падению. В самом деле, в условиях, когда $r > q - 1$, имеет смысл следующее ограничение, получаемое из неравенства (3)

$$q^{n-1} < \frac{r}{r - q + 1}. \quad (4)$$

Логарифмируя неравенство (4), придем к следующей оценке момента смены тенденций

$$n_{\text{lim}} = 1 + \frac{\ln\left(\frac{r}{r-q+1}\right)}{\ln q}, \quad (5)$$

где n_{lim} – предельное число периодов финансовой операции с участием иррациональных экономических агентов.

На протяжении нескольких следующих периодов даже такая простая схема приводит к разрушению обменных операций на рынке акций данного принципала в связи с его дефолтом.

Анализ многочисленных шоков позволило автору допустить существование общеэкономического закона замещения одних (более низкой степени организованности) структурных связей между экономическими агентами другими, более высокой степени организованности. В результате этого перемещения укрепляются структурные связи экономических систем: и тех, которые становятся сложнее и перемещаются вверх по структурным уровням мировой экономики, и тех, которые становятся примитивнее и стабилизируются на более низком ее уровне в процессе общесистемной эволюции. В таком контексте шоки следует трактовать в рамках шоко-распространительной парадигмы развития мировой экономики.

Вторая группа проблем выявляется и решается автором в ходе распространения положений теории шоков на трактовку структурных связей в мировой экономике с целью определения роли шоков в изменении их качества и последствий для национальных экономик.

Системный подход к трактовке мировой экономики позволяет выделить два направления организационных процессов в ее рамках: увеличение количества участвующих в международных экономических отношениях национальных хозяйственных подсистем и укрепление уже сложившихся структурных связей между ними, усиливающих функциональную взаимозависимость участников разной национальности.

Автор использует марксистскую методологию в трактовке дифференциации труда и ее международных форм проявления. К. Маркс писал: «Если иметь в виду лишь сам труд, то разделение общественного производства на его крупные роды, каковы земледелие, промышленность и т.д., можно назвать общим (im Allgemeinen) разделением труда; распадение этих родов производства на виды и подвиды – частным (im Besonderen) разделением труда, а разделение труда внутри мастерской – единичным (im Einzelnen) разделением труда».

На основе вышедшего за национальные границы общего разделения труда сформировалась международная специализация стран, предопределяющая экспорт и импорт продукции его крупных сфер. Эта тенденция была преобладающей до середины 1950-х годов, когда в структуре мирового товарооборота оборота львиную долю занимали товары, отражающие общее разделение труда. Начиная с 1960-х гг., ускорение роста мирового

товарного обращения объясняется углублением международной специализации за счет выхода за национальные границы частного разделения экономической деятельности. А 1970-е годы ознаменовались превращением единичного разделения труда в международное. Именно на его основе стала формироваться микроструктура собственно глобальной экономики, представленная такими ее элементами, как транснациональные (многонациональные) корпорации.

Транснационализация производства не изменила стадийность воспроизводственной модели, усложнив ее за счет переплетения национальных и общемировых тенденций. При этом сущность ценовых шоков не меняется. В раннем XVII в. ценовые шоки появились впервые на рынке денег – в 1622 г. в Священной Римской империи и в 1695 г. – в Англии, инициированные необходимостью расширения масштабов денежно-кредитного обращения. Для XVIII в. были типичны ценовые шоки на рынке акций и облигаций: в 1720 г. – в Англии и Франции; в 1772 г. – в Амстердаме; в 1793 г. – в США, в 1793 и 1797 гг. – в Англии.

С начала XIX в. под воздействием промышленной революции ценовые шоки переместились преимущественно на товарные рынки: так, в 1799 г. шок имел место в Гамбурге (на рынке сырья); в 1810 г. – в Англии (на рынке экспортных товаров в Бразилию и Скандинавию); в 1815-1816 гг. – в Англии (в связи с сырьевым экспортом в континентальную Европу и США) и т.д.

В XX в. ценовые шоки стали проявляться в основном на рынки банковских кредитов, акций частных компаний по мере ускорения перелива капиталов с одних национальных рынков на другие. Так, ценовой шок на рынке банковских займов 1907 г. распространился из Франции в Италию, в 1920-1921 гг. – из Великобритании в США; 1929-1933 гг. – он распространился на США и европейские страны. С 1950-х годов ценовые шоки распространялись на все большее число национальных рынков по каналам мировых финансовых рынков. Финансовые шоки второй половины XX в. являлись результатом резкого снижения необоснованно вздутых цен или падения курса национальных валют или того и другого вместе. Итак, вся история ценовых шоков была подчинена решению проблемы расширения масштабов денежно-кредитного обращения, адекватного обеспечению спроса и предложения на рынке финансовых и нефинансовых активов.

Устойчивость феномена шоков в новейшей истории, их концентрация на мировых финансовых рынках и постепенное их распространение практически на все страны мира ставит проблему поиска объективных условий их возникновения. Такой основой является система воспроизводства, от спроса которой на финансовые ресурсы стали зависеть как мировые, так и национальные финансовые и товарные рынки. В этом проявляется органическая связь трех стадий воспроизводственного процесса с периодическим обособлением и интеграцией реального и финансовых секторов в процессе распространения технологических революций.

К. Перес подтверждает, что на вторых стадиях («агрессии» и «зрелости») периодов становления и развертывания новых технологических укладов финансовые ресурсы «выталкивались» из реального сектора экономики, в результате они концентрировались на финансовых рынках. В качестве примера можно привести 2007 г., в котором объемы спекулятивного капитала в 10 раз превысили мировой ВВП, что сформировало объективную основу отрыва рыночной стоимости финансовых активов от их материальной основы.

Структурирование ценовых шоков позволило дифференцировать их по этапам волн развития технологических революций в зависимости от взаимодействия финансового и промышленного капиталов:

- ценовые шоки, вызванные спекуляцией с акциями компаний по строительству каналов (1793 и 1797 гг.) на этапе становления промышленной революции в Великобритании, начиная с 1771 г.;

- ценовые шоки, вызванные манией железнодорожных акций и паникой 1847 г. на этапе становления эпохи пара и железных дорог в Великобритании и США, начиная с 1829 г.;

- ценовые шоки на этапе становления эпохи стали, электричества и тяжелой промышленности в США и Германии с 1875 г. и обернувшиеся падением экономической активности в Аргентине в 1890 г. и в США в 1893 г., а также знаменовавшие начало Великой депрессии 1929-1933 гг.;

- ценовые шоки, давшие начало эпохе информации и телекоммуникаций в США, Европе и Азии с 1971 г. и обернувшиеся нефтяным кризисом в 1974 г., вторым мировым коллапсом в 1989 г. и падением акций на фондовых рынках в Азии в 1997 г. и NASDAQ в США в 2000 г.

Следуя логике К. Перес, автор доказал, что именно в условиях «зрелости», когда «выброшенный» из производства финансовый капитал ищет объекты прибыльного вложения, возникают ценовые шоки, завершающиеся разной спецификой кризисами⁴. Речь идет о ценовых шоках:

⁴ Глобальный шок отличается от региональных или шоков, распространенных на несколько стран, следующими 4 основными характеристиками:

1. Глобальный шок должен вызывать системный или экономический кризис, который распространился на один или более глобальный финансовый центр. При этом, по крайней мере, одна страна, в которой располагается этот центр, должна иметь значительную, хотя и не обязательно доминирующую долю в мировом ВВП. В результате такой глобальный финансовый центр должен прямо или косвенно влиять на финансовые потоки во многих других странах. Примером финансового центра является страна, выдающая кредиты другим странам, какой Великобритания была для развивающихся рынков в 1820-х годах, когда имел место бум кредитования, или США - для Латинской Америки в конце 1920-х годов.

2. Шок будет глобальным, если распространится на два или более отдельных региона.

3. Число стран региона, пострадавших от шока, должно быть не менее трех. Другими словами, шок и последующий кризис в большой стране типа Бразилии в Латинской Америке или Китая в Азии еще не могут считаться глобальными.

4. Кроме того, по расчетам персонала МВФ, взвешенный по ВВП индекс среднего глобального финансового беспорядка должен быть выше нормального значения не менее, чем на одну стандартную девиацию.

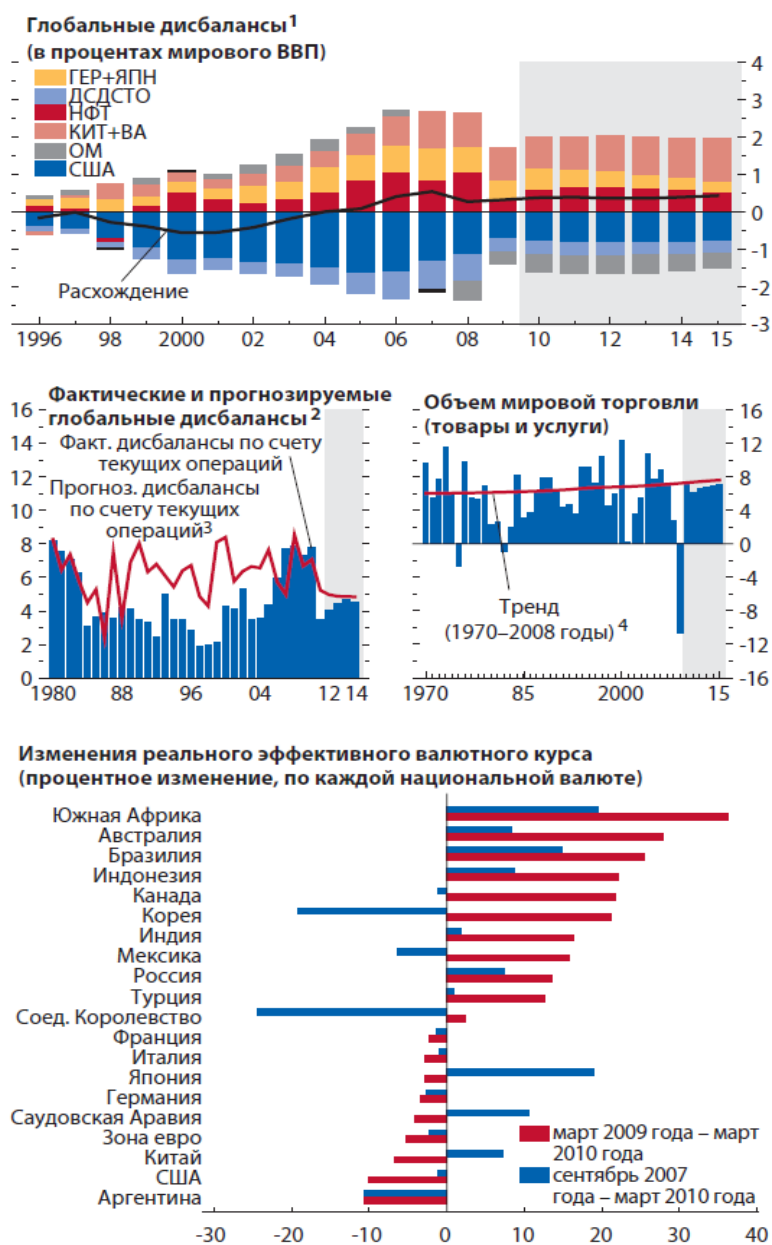


Рис. 2. Глобальные дисбалансы

Источник: оценки персонала МВФ, World economic outlook (International Monetary Fund). Washington, D.C. 2010. – P. 8-10.

¹ GER+ЯПН: Германия и Япония; ДСДСТО (другие страны, имеющие дефицит по счету текущих операций): Болгария, Венгрия, Греция, Ирландия, Испания, Латвия, Литва, Польша, Португалия, Румыния, Словацкая Республика, Словения, Соединенное Королевство, Турция, Хорватия, Чешская Республика, Эстония; КИТ+ВА: САР Гонконг, Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Тайвань, провинция Китая, и Филиппины; НФТ: экспортеры нефти; ОМ: остальной мир.

² Измеряется как стандартное отклонение счетов текущих операций по отдельным странам.

³ На основе десятилетней скользящей регрессии глобального дисбаланса по счету текущих операций относительно роста мирового ВВП и цен на нефть.

⁴ Средние темпы роста по отдельным странам, агрегированные с использованием весов паритета покупательной способности. Агрегированные значения смещаются с течением времени в пользу стран с более высокими темпами роста, что задает повышающийся тренд.

- 1819 и 1825 гг. (на стадии «зрелости» первой волны Кондратьева – 1771-1825 гг.);
- 1857, 1866 и 1873 гг. (на стадии «зрелости» второй волны – 1829-1873 гг.);
- 1907 и 1920 гг. (на стадии «зрелости» третьей волны – 1875-1920 гг.);
- 1960 и 1974 гг. (на стадии «зрелости» четвертой волны – 1908-1974 гг.);
- 2007 - 2008 гг.,(на стадии «зрелости» пятой волны – 1971-... гг.).

В таком контексте ценовые шоки вообще, включая финансовые, можно трактовать в качестве поворотных моментов в изменении структурных связей мировой экономики. Свойство финансовых активов мгновенно перемещаться из одной национальной экономики в другую практически в онлайн-режиме укрепило диалектические связи между ними в такой степени, что макроэкономическая динамика на элементарном уровне мировой экономики стала меняться синхронно. Это свидетельствовало о формировании нового качества структурных связей в глобальной экономике.

Третья группа проблем связана с выявлением специфики формирования и мультипликации глобальных финансовых шоков, реализующихся в условиях укрепления целостности мировой экономики, с конкретизацией особенностей их трансмиссии в национальных хозяйственных подсистемах глобальной экономики, а также с обоснованием причин «отказа» механизма эффективных рынков на национальном уровне с конца 2000-х годов.

астущая интеграция национальных экономик в систему международного разделения труда привнесла дополнительный импульс увеличению дисбалансов. Так, в 1992-1993 гг. ценовой шок на валютном рынке негативно отразился на экономике европейских стран: Великобритании, Италии, Швеции, Норвегии и Дании; в 1994-1995 гг. финансовый шок завершился сильным кризисом в Мексике и в странах Латинской Америки; в 1997-1998 гг. ценовой шок произошел на финансовых рынках стран Юго-Восточной Азии (в Корее, Малайзии, Таиланде, Индонезии, Филиппинах), охватив позже восточноевропейские страны, включая Россию, а также Латинскую Америку (в частности, Бразилию).

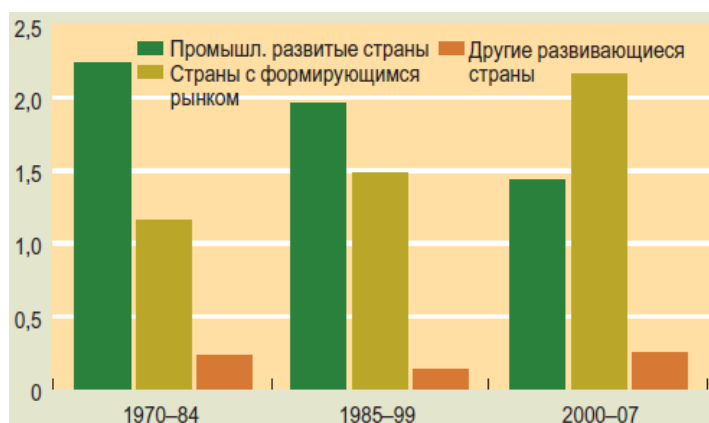


Рис. 3. Динамика доли стран с формирующимся рынком в глобальном приросте, рассчитанная по обменным курсам на основе ППС; в среднем за период, в процентах

Источники: МВФ, база данных издания «Перспективы развития мировой экономики»; оценки персонала МВФ.

Начиная с середины 1980-х годов возросли масштабы глобальных дисбалансов, генерировавших финансовые шоки (рис. 2), и число стран, ими охваченных, что было обусловлено следующими обстоятельствами Во-первых, укрепление структурных связей в группе промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком проходило

быстрее, чем общий процесс интеграции. Объем торговли между этими группами стран в общем объеме внешней торговли стран с формирующимся рынком сократился с 70 процентов до 50.

Во-вторых, финансовые связи между странами внутри каждой группы становились прочнее по мере сближения отраслевых структур их производства, что нивелировало циклы деловой активности в них.

Быстрыми темпами росла доля стран с формирующимся рынком в глобальной экономике (рис. 3). С учетом различий в покупательной способности национальных валют их участие в мировом производстве достигло почти 40% в 2000-2007 гг., что на 25 процентов больше, чем два десятилетия назад.

Более высокая амплитуда циклического развития стран с формирующимся рынком усугубила проблему динамической разбалансированности. Все это создало идеальные условия для формирования и распространения финансовых шоков (рис. 4).



Рис. 4. Динамика роста реального ВВП стран мира, годовое изменение в процентах¹

Источники: МВФ, база данных издания «Перспективы развития мировой экономики»; оценки персонала МВФ.

¹Периоды рецессий в США затенены.

Помимо этих факторов углублению глобальных структурных дисбалансов способствовало формирование фундаментальных макроэкономических зависимостей на транснациональном уровне. Так, в 2000-е годы во многих англоязычных странах были нулевые (и отрицательные) нормы сбережений домашних хозяйств, а в валовом внутреннем продукте Китая, например, доля сбережений достигла почти 50% и он стал их инвестировать в западные экономики. В этом контексте беспрецедентный экономический рост в Китае накануне кризиса способствовал наращиванию глобального дисбаланса. Интенсификация транснациональных финансовых потоков привела к формированию глобального (макроэкономического) цикла экономической активности, который стал определяться бизнес-циклами промышленно развитых стран.

Международные финансовые потоки стали драйверами глобальных и национальных структурных дисбалансов в связи разнонаправленностью векторов движения капиталов, которые, в зависимости от показателей капитализации стали мгновенно менять направление:

либо в реальный сектор экономики, либо в банковскую систему, либо на фондовый рынок поверх национальных границ. Это объясняется тем, что модель финансовой системы предполагает низкие барьеры при переливе капитала с одного ее сегмента на другой и располагает субъективной составляющей в лице инвестора, стремящегося капитализировать доходы и выступающего одновременно и в качестве продавца и в качестве покупателя финансовых активов.

Наращивание дисбалансов на различных сегментах глобального финансового рынка реализуется в поведении главных его игроков: вкладчиков, инвесторов, финансовых посредников, институциональных игроков, рейтинговых агентств и т.п. Однако финансовые шоки генерируются профессиональными игроками, которые, исходя из своего практического опыта ранее других начинают действовать контрциклически. Соответствующее массовое поведение остальных участников на стороне предложения активов доводит дисбалансы до пределов, обрушивая рынки. Эту мысль подтверждает Х. Мински, доказывая, что несмотря на видимость проблемы ликвидности, базовой причиной шокового сокращения доступа к кредиту является субъективный аспект – глубокая обеспокоенность финансовых посредников неплатежеспособностью контрагентов.

Механизм обратной связи обеспечивает необратимый характер этой разбалансированности, поскольку финансовый сектор ужесточает кредитные условия в отношениях с реальным сектором экономики, который, в свою очередь, вынужден ограничивать свои возможности привлечения кредитных ресурсов и рост производства и т.п.

По оценкам Банка Англии, потери финансовой отрасли в результате последнего глобального финансового шока оцениваются в 2,8 трлн.долл., а следующая за ним экономическая рецессия оказалась наиболее длительной со времен Второй мировой войны: замедления мировой экономики в 1975 г. оценивалось в 0,95% по сравнению с предыдущим годом, а в 1980 г. - почти приблизился к нулю (0,3%).

В результате шоковые воздействия внешних факторов на национальные системы стали не только определять структурную целостность последних, но качество трансграничных связей между ними. Это, в свою очередь, стало обуславливать целостность мировой экономики и определяет эластичность ее изменения по тем последствиям, которые вызывают ценовые шоки в хозяйственных структурах на национальном уровне.

В этих условиях меняются три «кита» современной макроэкономики: предпосылки рациональности экономического агента, преследования им собственных интересов и равновесия. Финансовый шок 2007 г. разрушил их, поставив вопрос о замещении механизма эффективных рынков на национальном уровне механизмом динамической устойчивости в глобальных масштабах.

Четвертая группа вопросов посвящена страновым и региональным особенностям трансмиссии финансовых шоков в современном цикле макроэкономической динамики на

примере США, европейских и азиатских стран, стран с формирующимся рынком и региона Латинской Америки и Карибского бассейна.

Мировая экономика переживает самую сильную рецессию за послевоенный период: темпы роста реального ВВП ее национальных подсистем сокращались до абсолютного падения в 2008 - 2009 гг. За исключением Польши, Китая и Индии, во всех странах-участниках МРТ сократились производство, ВВП, объемы торговли, дестабилизировались кредитные рынки, выросла неуверенность в будущем, начали быстро расти запасы материальных оборотных средств.

Общий уровень 12-месячной инфляции в странах с развитой экономикой упал ниже 1 процента в феврале 2009 года, хотя базовая инфляция оставалась в диапазоне 1S – 2 процентов, за исключением Японии. Ее показатели значительно снизилась и в странах с формирующимся рынком, хотя в некоторых случаях темпы ее снижения сдерживались ослаблением обменных курсов. Хотя спреды по межбанковским кредитам снизились, спреды по CDS и корпоративным облигациям оставались высокими, а цены акций были близки к самым низким уровням за много лет вследствие усиления негативных связей между финансовым сектором и реальной экономикой (рис. 5).

Цены на биржевые товары резко снизились относительно высоких уровней середины 2008 года вследствие ухудшающихся перспектив для стран с формирующимся рынком. В то же время, увеличение неиспользуемых мощностей в экономике сдерживало рост заработной платы и вело к снижению рентабельности.

После сентября 2008 года условия на развитых финансовых рынках резко ухудшились, и вплоть до начала 2010 г. сохранялась сильная напряженность. Важным побочным эффектом финансового шока была переориентация игроков на более безопасные инвестиции и усиливающееся предпочтение отечественных активов. В чистом выражении, эти потоки поступали преимущественно в страны с наиболее ликвидными и надежными рынками государственных ценных бумаг, тогда как чистые потоки частного капитала в страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны иссякли.

Глобальные дисбалансы сопровождались внутренними структурными проблемами многих стран с формирующимся рынком: несоответствием валют в балансах заемщика, неадекватным управлением рисками, значительными убытками корпораций на рынках валютных производных инструментов, чрезмерно быстрым ростом банковских кредитов. Ужесточение условий получения кредита, вызванное необходимостью сокращения доли заемных средств, и провал системы секьюритизации создали трудности даже для частных заемщиков с самым высоким рейтингом. Быстрое ухудшение экономических перспектив дополнительно обострило финансовую напряженность, порожденную разрушительной глобальной обратной связью, которая подрывала попытки директивных органов исправить ситуацию.

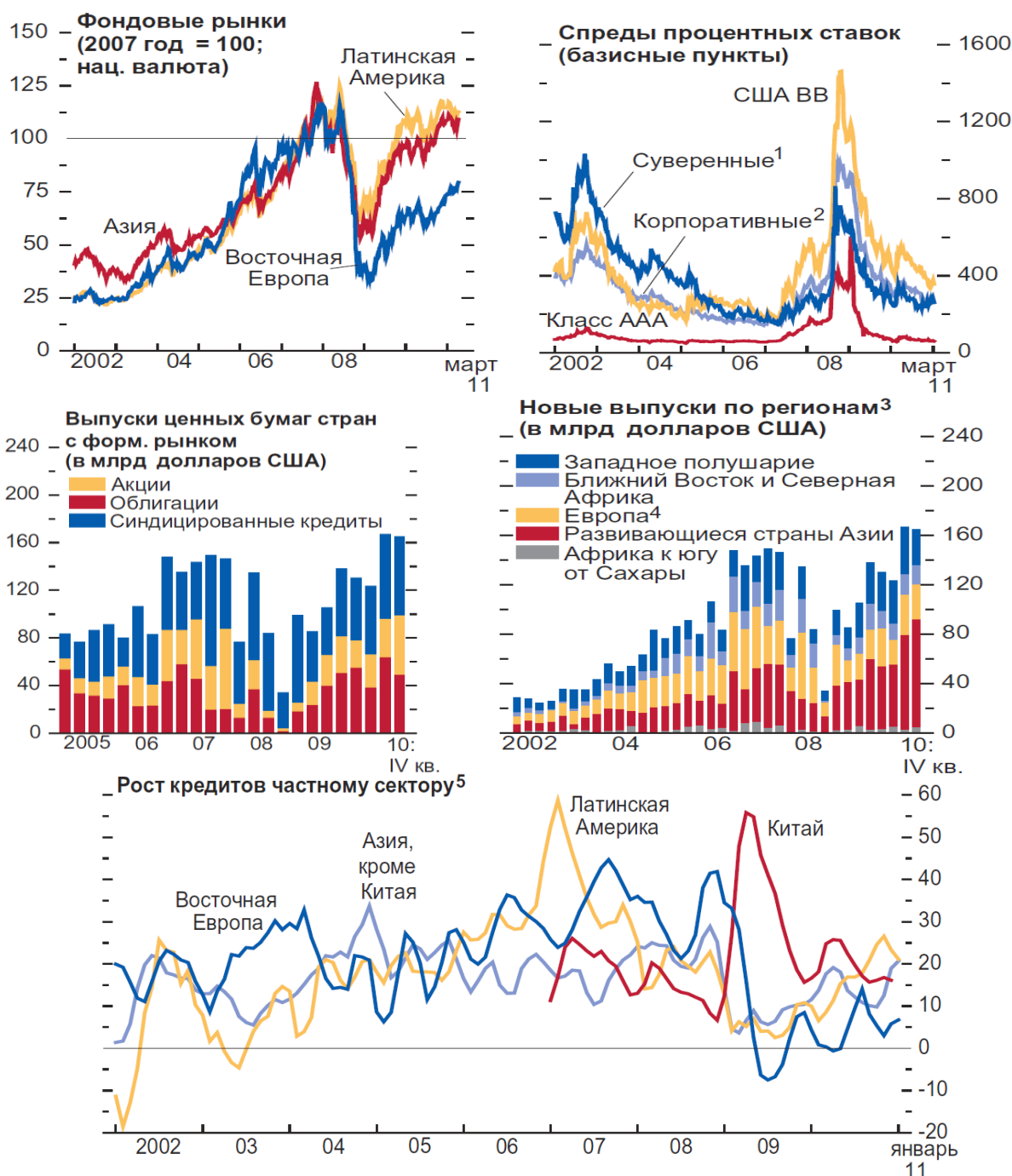


Рис. 5. Постшоковое состояние основных макроэкономических показателей в странах мира
 Источники: Bloomberg Financial Markets, Capital Data, МВФ, «Международная финансовая статистика», расчеты персонала МВФ

¹ Спред по индексу JPMorgan EMBI Global Index.

² Спред по индексу JPMorgan CEMBI Broad Index.

³ Общая сумма выпусков акций, синдицированных займов и международных облигаций.

⁴ Центральная и Восточная Европа и Содружество Независимых Государств.

⁵ Процентное изменение трехмесячного скользящего среднего в годовом исчислении относительно скользящего среднего за предыдущий трехмесячный период.

В США и Европе ряд крупных банков получил государственную поддержку в форме нового капитала и гарантий от убытков, связанных с владением проблемными активами. Органы регулирования придерживались стратегии, включающей дальнейшее предоставление ликвидности и расширенных гарантий банковских обязательств, выделение государственных

средств для рекапитализации банков и объявления программ для решения проблем неблагополучных активов. В результате балансы центральных банков важны посредников на кредитном рынке быстро росли.

К началу 2012 г. риски расширения глобальных дисбалансов увеличивались по мере развертывания долгового кризиса в зоне евро. Если трудности с финансированием суверенных заемщиков приведут к новому раунду сокращения банками доли заемных средств, это может породить цикл негативной обратной связи для стран зоны евро. США и другие страны с развитой экономикой получают вторичные эффекты по мере усиления кризисных процессов в Европе. Одновременно ряд европейских стран сталкивается с внутринациональными трудностями снижения финансовых рисков и проблем бюджетной консолидации, что может породить цепную реакцию трансмиссии кризисных явлений из одних стран Европы с формирующимся рынком на другие.

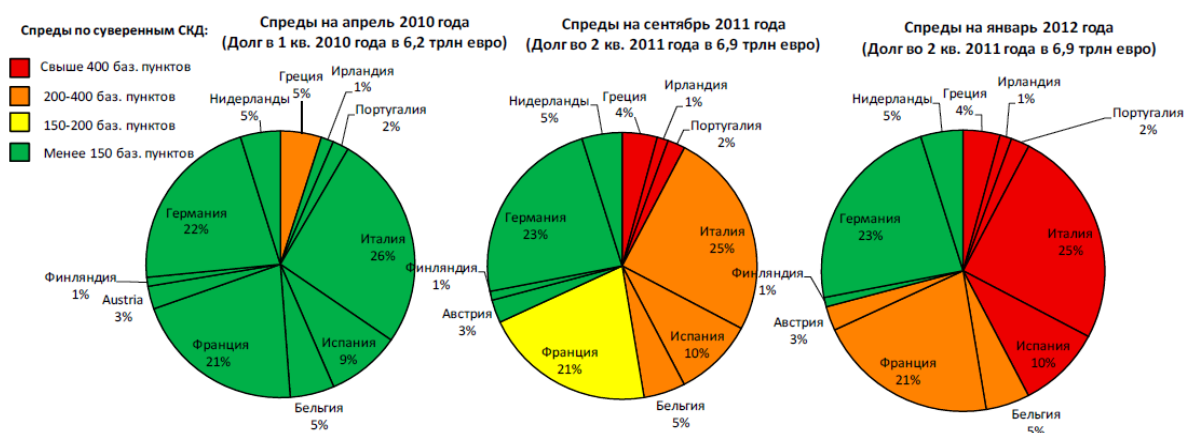


Рис. 6. Рынки государственных облигаций зоны евро (в процентах от всей государственной задолженности стран зоны евро)

Источник: Банк международных расчетов, Bloomberg L.P.; оценки персонала МВФ.

Европейский центральный банк (ЕЦБ) стал важным источником поддержки суверенных заемщиков на периферии зоны евро, учредив Программу для рынков ценных бумаг. Однако распространение кризиса из стран на периферии к странам в центре зоны евро вызвало рост доходности и расширение спредов, в том числе по суверенному долгу Австрии и Франции. На конец 2011 года спред по свопам кредитного дефолта более двух третей суверенной задолженности стран зоны евро превышал 200 базисных пунктов (рис. 6). Начиная с сентября 2011 г. понижение рейтинга и негативные перспективы широкого круга суверенных заемщиков в зоне евро также способствовали росту доходности, что усугубило фундаментальные структурные дисбалансы на региональном уровне.

Переговоры по списанию долга Греции (программа Private Sector Involvement, PSI) пока не увенчались успехом. Если соглашение не будет достигнуто, Греция может не получить 89 млрд. евро в первом квартале 2012 г., что с учетом необходимости выплатить 14,4 млрд. евро к 20 марта текущего года, вероятнее всего, будет означать ее дефолт.

Потенциальные последствия напряженности в сфере финансирования уже очевидны.

Ряд банков объявили о планах существенного сокращения доли заемных средств в их балансах, включая реализацию активов в странах зоны евро, США и других развитых странах и странах с формирующимся рынком. Осуществление некоторых из этих планов пострадавшими банками может повлиять на широкий круг видов экономической деятельности, от торговли и финансирования проектов до трансграничного арбитража.

Таблица 1

Группы индикаторов финансовой стабильности

Автор	Основные группы
Demirgiic-Kunt and Detragiache (далее DD) (1998)	Макроэкономические, финансовые и институциональные факторы
Kaminsky and Reinhart (далее — KR) (1999), Kaminsky (1998), Kaminsky, Lizondo, Reinhart (далее KLR) (1998)	Показатели движения капитала, индикаторы финансового и реального секторов экономики
Komulainen, Lukkarila (2003)	Государственный, реальный и финансовый секторы, потоки капитала, обменный курс, процессы либерализации
Kaminsky (2006)	Макроэкономическая и государственная политика, финансовый сектор, суверенный долг, потоки международного капитала
Трунин, Иноземцев (2011)	Темп экономического роста, платежный баланс, процентные ставки, денежные индикаторы, индекс давления на валютный рынок

Источники: Demirgiic-Kunt A., Detragiache E. The Determinants of Banking Crises in Developed and Developing Countries // IMF Staff Papers. 1998. Vol. 45, No 1; Kaminsky G. L., Reinhart C. M. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems // American Economic Review. 1999. Vol. 89, No 3; Kaminsky G. L. Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress / Board of Governors of the Federal Reserve System // International Finance Discussion Papers. 1998. No 629; Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Leading Indicators of Currency Crises // IMF Staff Papers. 1998. Vol. 45, No 1; Komulainen T., Lukkarila J. What Drives Financial Crises in Emerging Markets? // Emerging Markets Review. 2003. Vol. 4, No 3. P. 248—272; Kaminsky G. L. Currency Crises: Are They All the Same? // Journal of International Money and Finance. 2006. Vol. 25, No 3. P. 503—527; Трунин П., Иноземцев Э. Мониторинг финансовой стабильности, 2011 / Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара. www.iep.ru/index.php?option=com_bibiet&Itemid=50&catid=124&lang=ru&task=showallbib.

Кроме того, рецессия в Еврозоне, очевидное замедление экономического роста в Китае, слабость экономики США могут спровоцировать падение цен на нефть при первых признаках нормализации ситуации на Ближнем Востоке и в Нигерии. Такая экономическая нестабильность сохраняет риск увеличения глобальных дисбалансов и вызревания новых ценовых шоков не только на финансовых рынках, но и на рынках биржевых товаров.

Пятая группа вопросов предполагает разработку подходов к формированию единой, на глобальном уровне структурированной системы раннего обнаружения финансовых шоков, которая оценивала бы вызревание глобальных диспропорций как на рынках биржевых товаров и финансовых активов, так и в отношениях структурно взаимозависимых национальных экономик.

В связи с большими потерями в глобальной экономике и ее национальных подсистемах насущной остается проблема моделирования факторов усиления рисков

формирования ценовых шоков на финансовых рынках.

Первым шагом на пути формирования таких моделей является мониторинг состояния финансовой системы на национальном и глобальном уровнях по определенному набору индикаторов финансовой стабильности (табл. 1).

Чтобы оценить влияние указанных индикаторов на возникновение кризисных ситуаций в экономике, используют несколько подходов. Первый подход – сигнальный – изучает и сравнивает поведение экономических показателей в периоды до и после ценового шока и определяет переменные, наиболее эффективно сигнализирующие о надвигающемся шоке. Второй подход основан на моделях бинарного выбора, которые выявляют вероятность кризиса с помощью пробит- и логит-моделирования. Модели бинарного выбора определяют направление и значимость индикаторов при выявлении вероятности ценового шока на рынках в национальной и мировой экономиках.

Автор придерживается той точки зрения, что определять пороговые значения индикаторов финансовых шоков и их взаимосвязи с макроэкономическими показателями целесообразно с помощью современной методологии ВСТ (Binary Classification Tree). ВСТ имеет явные преимущества по сравнению с другими методами оценки. Во-первых, не требуются какие-либо предположения о базовой функциональной форме модели, что должны учитывать регрессионные модели. Во-вторых, в данной модели корреляция между факторами не имеет значения. В-третьих, связь между переменными может быть нелинейной, что представляет значительные сложности для стандартных регрессионных моделей. Кроме того, данная модель может работать с рядами, где некоторые данные отсутствуют или наблюдаются экстремальные скачки данных.

Полученные в результате индикаторы могут сигнализировать о возникновении финансового шока, если один из ключевых факторов достигнет некоего *порогового значения* для определенного рыночного сегмента.

Определение индикаторов финансового шока на основе пороговых значений экономических и финансовых переменных суммированы в (табл. 2).

Для подтверждения верности выбора индикаторов и определения пороговых значений и взаимосвязей используется *логит-анализ*:

- с его помощью рассчитывается регрессия на всей выборке индикаторов шока и определяются значимые индикаторы;

- проверяется правильность выбора пороговых значений: добавлены дамми-переменные с помощью определенных в п. 3 пороговых значений. Если переменная, например рост ВВП, выше порогового значения, то ставится 1, если ниже – 0. Если такая дамми-переменная значима, то пороговые значения определены верно и их можно использовать в дальнейшем;

Таблица 2

Выбранные группы и количественные показатели индикаторов шока

Количественные показатели	Предполагаемое влияние на вероятность финансового шока
<i>1. Макро экономические факторы</i>	
Уровень инфляции (УИ)	Высокая инфляция приводит к реальному удорожанию национальной валюты. Дефляция ассоциируется с экономическим кризисом. Кроме того, если правительство проводит курс на снижение инфляции, то под ударом оказывается банковская система
Обесценение валюты (курс местной валюты к доллару) (ОВ)	Финансовые кризисы часто возникают одновременно с (или вслед) за валютным кризисом (см.: KR, 1999). Переоцененность национальной валюты в реальном выражении приводит к сокращению чистого экспорта и формирует девальвационные ожидания, что может спровоцировать массовые изъятия депозитов вкладчиками банков
Баланс бюджета (ББ)	Невысокое значение индикатора не обеспечит необходимых финансовых ресурсов для выхода из кризисных ситуаций. Дефицит бюджета обуславливает необходимость направлять значительные средства на обслуживание государственного долга, что может замедлить темпы экономического роста
Темп роста ВВП (ВВП)	Снижение темпов экономического роста ухудшает платежеспособность страны и банковских заемщиков
Темп роста экспорта (ТРЭ)	Чем более открыта экономика, тем сильнее она уязвима к внешним негативным шокам
<i>2. Реальный сектор</i>	
Условия торговли (соотношение цен импорта и экспорта (УТ))	Темпы роста экспорта и УТ связаны между собой и влияют на экономический рост и, следовательно, на эффективность финансовой системы. Резкое снижение цен на традиционные экспортные товары или резкий рост стоимости импорта приводят к потере валютных доходов. Кроме того, уменьшение доходов экспортеров может вызвать значительные потери по ссудам у обслуживающих их банков, в результате снизится их прибыльность
<i>3. Индикаторы финансового сектора</i>	
Иностранная ставка процента (ИСП)	Рост процентных ставок приводит к удорожанию кредитов и заставляет инвесторов переоценивать относительную доходность денежных средств
Чистые иностранные активы (net foreign assets to GDP) (ЧИА)	Отражают возможности адаптации банков к изменению обменного курса
Золотовалютные резервы/денежная масса (ЗР/ДМ)	Отражают риск потери ликвидности денежно-кредитными учреждениями. Агрегат М2 можно рассматривать как сумму ликвидных средств, которые могут быть предъявлены для конвертации в национальную валюту. Золотовалютные резервы рассматриваются как покрытие ликвидных активов, которые должны служить страховым фондом для обслуживания краткосрочных обязательств государства. Низкий уровень золотовалютных резервов становится сигналом для иностранных инвесторов о снижении платежеспособности заемщиков
Спред между внутренней ставкой процента и ставкой LIBOR (Спред)	Более высокая прибыльность должна усилить способность финансового сектора выдерживать негативные шоки и, следовательно, снизить восприимчивость к банковским кризисам

Источник: составлено автором на основе публикаций Базельского комитета по банковскому надзору, Трунин П., Иноземцев Э. Мониторинг финансовой стабильности, 2011 / Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара. www.iep.ru/index.php?option=com_bibiet&Itemid=50&catid=124&lang=ru&task=showallbib; Федорова Е., Лукасевич И. Прогнозирование финансовых кризисов с помощью индикаторов: особенности развивающихся стран // Вопросы экономики, № 12, 2011

- проверяется установленная взаимосвязь индикаторов кризиса: добавлены дамми-переменные по выявленным терминальным узлам возникновения шоковой ситуации. Если в стране все индикаторы шока соответствуют 1, 2 или 3 узлу и она находится в преддверии

ситуации шока, то ставится 1, если страна не находится в шоковой ситуации, то 0. Если такие дамми-переменные значимы, то, следовательно, взаимосвязи переменных определены верно.

Что касается показателей финансовой устойчивости (ПФУ), то они (их около 24) разработаны МВФ и представляют собой соотношение статей или групп статей баланса и отчета о прибылях и убытках банка, а также качественные характеристики деятельности банка (при оценке управления в банке, обычно осуществляемой в ходе проверки банка на месте – on-site). ПФУ отражают 6 сфер внимания регулятора относительно финансовых условий банка (CAMELS: капитал (C), активы (A), управление (M - management), прибыль (E – earnings), ликвидность (L – liquidity) и чувствительность к рыночному риску (S – sensitivity to market risk). Каждое значение ПФУ соотносится с рейтингом (от 1 до 5, где 1 – наилучший рейтинг - означает наименьший риск для банка, а 5 – наихудший рейтинг - максимальный риск). Рейтинговая оценка каждой группы показателей получается путем умножения рейтингов всех ПФУ, входящих в одну группу, на присвоенные веса. В итоге получаются взвешенные средние рейтинги риска по каждой группе ПФУ (C,A,M,E,L,S), по которым можно получить среднее взвешенное значение рейтинга финансовых условий (по группам показателей) банка в целом (CAMELS).

Поскольку на развивающихся рынках информация характеризуется определенными недостатками (недостаточным временным горизонтом, отсутствием сравнимости данных) автор предлагает применить модель зависимости, построенную на опыте развитых стран (наблюдения по CAMELS-рейтингам банков и их дефолтам):

$$\Pr(\text{Insolvency})=f(\text{CAMELS})=e^{\frac{a+b*\text{CAMELS}}{t}}/(1+e^{\frac{a+b*\text{CAMELS}}{t}}).$$

Возникновение шока в экономике, определенное методами, обозначенными выше, связано с высокой ролью кредитного, фондового и валютного рисков в наращивании структурных дисбалансов. Это согласуется с мнением экспертов МВФ и таких исследователей, как К.М. Рейнхарт и К.С. Рогофф, которые доказали, что банковский шок чаще всего следует за валютным, но может и инициировать как фондовый, так и валютный.

Однако единой системы раннего обнаружения факторов, вызывающих шоки на глобальном пространстве, до сих пор не существует. По мнению автора, представляется целесообразным создать глобальную сеть индикаторов отклонений рыночных цен от базовой стоимости биржевых товаров и финансовых активов для всей совокупности национальных и международных рынков.

С методологической точки зрения, наиболее приспособленными для этих целей автор считает показатели финансовой устойчивости (рассчитываемые широким кругом стран для МВФ в длительной ретроспективе) и все существующие биржевые индексы, которые и могут стать первым этапом на пути создания предлагаемой глобальной системы раннего предупреждения.

Шестая группа проблем связана с обоснованием принципов формирования глобальной системы антишокового регулирования, актуальность которой автор связывает с рядом нерешенных проблем (выявленных, в том числе, при анализе антикризисных мер правительств).

1. Проблемы управления риском. При нахождении компромисса между риском и прибылью в структуре управления крупными финансовыми учреждениями руководству необходимо придавать равный вес решениям оперативных и риск-менеджеров. Компенсационный пакет трейдеров должен корректироваться с учетом принятого риска, а руководства — с учетом цикла. Это позволит повысить внимание к риску на стадии подъема, и скорректировать мотивацию трейдеров принимать избыточные риски.

Ориентация на долгосрочную устойчивость должна стать императивом для акционеров. Глобальный финансовый шок подтвердил, что финансовая стабильность — «общественное благо», поэтому ее достижению и поддержанию должна служить политика регулирующих органов на национальных и глобальном уровнях. В этой связи целесообразно обеспечить надежность страховых контрактов на случай системного события. Такое страхование будет более эффективным, если оно регулируется на национальных и глобальном уровнях.

2. Модель «выдать и распределить». На пике циклического подъема банки предоставляли кредиты и передавали связанные с ними кредитные риски другой стороне без необходимости нести хотя бы их часть. Отсутствовали стимулы проверять платежеспособность заемщиков. Выдавались кредиты не требующие «ни доходов, ни работы, ни активов».

Стимулы к повышению стандартов кредитования могут быть установлены, если банки будут удерживать часть кредитных рисков — либо в соответствии с регулятивными требованиями, либо в связи с заинтересованностью в этом потенциальных инвесторов в секьюритизированные продукты.

3. Широко распространено использование производных инструментов, сложность моделирования которых затрудняет расчет из связи с самими кредитами и его проверку. Целесообразно обязать кредитные учреждения предоставлять заведомо качественные кредиты на основе требований к отношениям кредитов к стоимости залога и/или платежей к доходам заемщиков, оставляя некоторые риски на балансе без хеджирования и проводя мониторинг кредитов.

4. Внебалансовые структуры. Один из вопросов, возникающих в этой связи, касается стоимостных стимулов размещения активов во внебалансовых структурах и их финансирования через такие структуры, которые делают риски менее очевидными для инвесторов материнского финансового учреждения, а также для надзорных и регулирующих органов. Движение в направлении более совершенных правил в отношении достаточности

капитала во всем мире (в рамках Базеля 3) может способствовать уменьшению стимулов к созданию внебалансовых структур (с учетом их потребностей в финансировании и правил, регламентирующих консолидацию дочерних предприятий).

5. Рейтинговые агентства. Поскольку услуги рейтинговых агентств оплачиваются теми, кто запрашивает рейтинги, эти агентства могут быть заинтересованы в присвоении базовой ценной бумаге слишком высокого рейтинга, чтобы эмитент мог привлечь покупателей и, в случае ухудшения условий, избежать слишком быстрого понижения рейтинга, с тем чтобы создать впечатление о наличии устойчивой и заслуживающей доверия рейтинговой системы. Этот отрицательный стимул может быть уменьшен требованием о точном и реалистическом подходе к процессу анализа кредитного риска, с тем чтобы обеспечить достоверность рейтингов и конечный спрос на ценные бумаги, которым они присваиваются. Рейтинговые агентства должны разработать «барьеры» между различными частями их бизнеса, обеспечивая возможность для независимых контрольных проверок рейтингов.

Целесообразно, чтобы регулирующие органы приняли на себя функции проверки анализа и моделирования в качестве второго механизма контроля точности, однако здесь также потребуются сопоставить недостаток опыта и дополнительные расходы с возможными выгодами.

6. Оптовое финансирование и риск ликвидности. Финансовые учреждения имеют стимулы к тому, чтобы недостаточно тщательно защищать себя от системных событий в плане ликвидности. Тенденция к использованию оптового финансирования мотивируется стабильной конъюнктурой рынков с низкими процентными ставками и стремлением к более ликвидным активам на балансах банков. Это означает, что оптовое финансирование обходится дешевле и является более эффективным — но только в благоприятные времена. При разрыве структурных связей инвесторы переключаются на активы более высокого качества, и банкам становится труднее получать надежное финансирование. В момент шока многие крупные финансовые учреждения предполагают, что центральные банки предоставят необходимые объемы финансовой помощи.

В целях улучшения качества системы управления ликвидностью необходим переход в глобальном масштабе на разработанные Базелем 3 требования к банкам поддерживать более высокий уровень ликвидности.

7. Необходимость в контрциклических регулятивных мерах. Глобальный финансовый шок поставил перед правительствами практически всех стран вопрос о необходимости пересмотра методов контроля над регулированием финансового сектора и рынка в целом. Предложения, которые обсуждаются сегодня в финансовых кругах, сводятся к нескольким пунктам. Во-первых, необходимо найти новый баланс между регулируемой (коммерческими банками) и нерегулируемой сферами (инвестиционными банками и хедж-

фондами). За последнее время объем активов последних достиг размеров активов банков. Следовательно, говорить об эффективном регулировании экономики без контроля над половиной финансового сектора не приходится.

Одновременно встанет вопрос о регулировании хедж-фондов. Эта тема не так сложна методологически, как кажется, так как их деятельность во многом напоминает деятельность торговых подразделений инвестиционных банков. Однако с точки зрения инфраструктуры она будет очень сложной и затратной, поскольку хедж-фонды имеют очень разные инвестиционные цели, а потому контроль за ними потребует внедрения очень сложной программной и процессуальной платформы.

Кроме того, хедж-фонды играют в финансах важную роль: они приводят в соответствие цены в разных сегментах финансового рынка и жесткое регулирование может привести к нарушению этого механизма.

В связи с этим одной из очевидных проблем является определение момента, когда регуляторы должны ужесточать требования к рынкам, чтобы не допустить их перегрева. Исходя из теории Мертона, собственники акций владеют опционами колл с ценой исполнения, равной цене долга компании, т.е. зарабатывают только после его выплаты. Это объясняется тем, что стоимость опциона зависит от волатильности, т.е. от колебаний цен на данную акцию. При росте волатильности акций должна расти цена опциона. Это означает, что стоимость долга должна падать (а процентные ставки — увеличиваться), чтобы сохранялся баланс между ней и изменившейся ценой акций. Парадокс в том, что при наивысших значениях цен акций, т.е. когда рынок переоценен, волатильность минимальная, а при падении цен на акции она растет и на нижних значениях цен достигает максимума. Таким образом, в общем случае покупаются «дорогие» компании, а продаются «дешевые». Эта тенденция наблюдается во всех сегментах финансового рынка.

Итак, когда рынок перегрет, он кажется наиболее стабильным, и регуляторы пассивны, так как сложно объяснить вмешательство в рынки. Но в целях снижения остроты шока на подъеме необходимо предъявлять более высокие (контрциклические) требования к капиталу.

8. Подходы к глобальному регулированию макроэкономических дисбалансов.

Национальные меры сокращения структурных дисбалансов как основы вызревания ценовых шоков не могут быть эффективными без эффективной системы регулирования финансовых потоков на глобальном уровне при условии участия в ней всех стран мира.

Не случайно, в 2010 г. группа экспертов - представителей МВФ, Банка международных расчетов (БМР) и Совета по финансовой стабильности (СФС) предложила следующую классификацию финансовых дисбалансов: глобальные, порождаемые финансовыми диспропорциями в макроэкономической политике государств; вызванные диспропорциями внутри национальной финансовой системы; на уровне отдельного

финансового посредника; обусловленные провалами антикризисного управления.

Целесообразность следующего шага очевидна, каждому виду финансового дисбаланса должны соответствовать соответствующие меры их сокращения (противодействия финансовым шокам). Однако до сего момента такой системы антишоковых мер регулирования дисбалансов не сформировано ни на глобальном, ни на национальном уровнях.

В соответствии с рекомендациями МВФ и БМР национальный регулятор (в большинстве стран – это центральный банк), исходя из приоритетов макроэкономического развития страны, устанавливает на плановый период для финансовой системы *предельно допустимые значения финансовых переменных*. В дальнейшем наднациональный регулятор (БМР или МВФ) отслеживает динамику данных показателей. Если они отклоняются от выбранного тренда, то центральному банку рекомендуется предпринимать стабилизационные меры.

Мониторинг динамики финансовых диспропорций, обусловленных макроэкономической политикой государств, должен охватывать ряд показателей:

- 1) сальдо текущих и капитальных операций платежного баланса;
- 2) суверенный долг с учетом валют и сроков заимствований;
- 3) налоговые и иные косвенные ограничения на вывоз частных капиталов, ввоз спекулятивных капиталов и валютные операции.

В рамках первого направления должны преследоваться следующие макроэкономические приоритеты: сдерживание мировых цен на металлы и нефть (сокращает положительное сальдо текущих операций стран – экспортеров); сокращение государственных заимствований и процентных расходов; повышение уровня координации между участниками внешнеэкономической деятельности.

В рамках второго направления в 2003 г. экспертами МВФ был разработан механизм реструктуризации суверенных долгов (Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM), не ущемляющий прав страны-кредитора. Этот проект вызвал оживленное обсуждение в монетарных сферах и одновременно неприятие частным бизнесом. Последующие экономические события приостановили публичное обсуждение SDRM.

В современных условиях роста суверенного долга многих стран его обсуждение возобновилось. В основном речь идет о фондах финансовой стабилизации (таких как the European Financial Stability Facility, EFSF), формируемых с целью обслуживания суверенной задолженности терпящих бедствие стран. Первый вариант механизма SDRM – the European Stability Mechanism (ESM) – планируют ввести в действие только в середине 2013 г.

В рамках третьего направления следует упомянуть вопрос о введении налога Тобина (поднятый в 2009 г. на встрече министров финансов стран G-20). Применение налога на сделки с иностранной валютой помогло бы сократить масштабы трансграничных валютных

спекуляций. Таким образом, могут быть устранены диспропорции в платежных балансах стран.

9. Мониторинг и регулирование системно значимых институтов и инфраструктуры. Для устранения дисбалансов в национальной финансовой системе регулятору важно своевременное выявление проблем на уровне кредитных институтов и применение к ним повышенных пруденциальных требований к капиталу и ликвидности, улучшение практики надзора, ограничение масштабов или разнообразия видов деятельности и уровня риска.

Для мониторинга дисбалансов в национальной финансовой системе центральный банк отслеживает основные параметры: размер собственного капитала и уровень совокупной ликвидности; размер условного капитала (contingent capital); предоставление отчетности по МСФО; соблюдение пруденциальных требований; эффективность пруденциального надзора.

В период кризиса во многих странах была оказана особая поддержка системно значимым (важным для экономики) финансовым институтам (too big to fail). С целью поддержания условий конкуренции на рынке необходимо предъявлять повышенные требования к их устойчивости, а также установить четкие механизмы их финансового оздоровления/ликвидации без риска для национальной экономики.

В отношении банков, активно проводящих трансграничные финансовые операции, необходимы согласованные на глобальном уровне принципы регулирования, подразумевающие обеспечение их транспарентности, передача ответственности за убытки на акционеров и незастрахованных кредиторов (элиминируя нагрузку на бюджет).

Для предотвращения цепной реакции распространения кризисных явлений важное значение имеет укрепление финансовой инфраструктуры и рынков посредством развития централизованного клиринга между контрагентами (ССС); усиление нормативов Комитета по платежным и расчетным системам при БМР (CPSS) и Международной организации комиссий по ценным бумагам и инфраструктурам финансового рынка (IOSCO); совершенствование практики ведения операций на трехстороннем рынке РЕПО; улучшение защиты клиентских активов.

3. ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

1. Разработаны авторские подходы к обоснованию теории шоков на базе системного подхода к трактовке внешних факторов, их генерирующих, и экономических организаций, на которые они воздействуют. В этой связи решены три группы проблем: определено качество внешних по отношению к экономическим системам факторов, которые вызывают шоковое (разрушительно-созидательное) на них воздействие; выделена специфика механизма шокового воздействия на хозяйственные целостности; дана характеристика состояния структурных связей хозяйственной системы-реципиента шоков, при которой блокируется

действие механизма восстановления ее макроэкономического равновесия.

2. В рамках шоко-распространительной теории развития глобальной экономики автор углубляет представление о шоках, которые, разрушая структурные связи национальных подсистем, достигших предельного состояния, тем самым разрывают непрерывность в их развитии. Объективным началом этого движения к предельному состоянию является наращивание дисбалансов в структурных связях как на национальных, так и в глобальном уровнях. Только единовременное совпадение дисбалансов в структурных связях системообразующих участников МЭО обуславливает эффект шока.

3. На основе разработанного автором подхода все известные в мире шоки были разделены на две большие группы:

(1) шоки, разрушающие структурные связи хозяйственных образований, порождающие их дестабилизацию;

(2) шоки, укрепляющие целостность экономических образований и генерирующих условия для ускоренного их развития.

Эти группы шоков дифференцировались в зависимости от сферы их проявления: на первой или третьей стадиях процесса воспроизводства, а в рамках первой и третьей стадий - в зависимости от множества конкретных внешних факторов.

4. Было доказано, что устойчивость феномена шоков, их перемещение в новейшей истории, главным образом, на глобальные финансовые рынки, а также постепенное вовлечение в сферу их трансмиссии практически всех стран мира позволили автору выявить объективные условия их возникновения на конкретных этапах развития технологических революций.

5. Автор выделил первопричину несбалансированности базовой и рыночной цен нематериальных активов, которая предопределяет турбулентность глобальных финансовых рынков, опосредующих транснациональные потоки капиталов, соединяя функциональными связями национальные экономики. В результате глобальная экономика формируется как совокупность диалектически связанных участников МЭО, которые осуществляют взаимный обмен финансовыми и нефинансовыми активами. Именно их разрыв под влиянием ценовых шоков «разрывает непрерывность» в развитии глобальной экономики и формирует качественные скачки в укреплении ее целостности.

6. Глобальный финансовый кризис 2007-2008 гг. обозначил предел возможностей функционирования механизма эффективных рынков на национальном уровне. В новых условиях роста открытости практически всех стран мира нарушился механизм взаимодействия мировых рынков деривативов, ценных бумаг и банковского кредитования, а также денег. Так, глобальная финансовая система в качестве механизма восстановления равновесия превратилась в систему передачи шоков во все страны, интегрировавшие в мировую экономику.

7. Построение теоретической концепции трансформации мировой экономики позволило автору выделить основные тенденции, которые должны сопровождать постшоковую динамику мировой экономики и глобальных финансов. Практические результаты стали возможными на основе эмпирического подтверждения факта приоритетности финансовой системы в качестве внешнего фактора воздействия на макроэкономическое развитие национальных сегментов мировой экономики.

8. Автор вскрыл механизм наращивания дисбалансов в мировой экономике путем демонстрации эффекта эндогенного увеличения денежной массы. Однако итогом расширения кредитования и сопровождающего его роста ставок становится доминирование «спекулятивных» единиц, резкое повышение рисков заемщиков и заимодавцев в экономике. В этих условиях, с одной стороны, начинают сокращаться заимствования, с другой - все большая часть обязательств погашается путем продажи активов. Вследствие этого сначала снижается стоимость финансовых и капитальных активов, а затем растет количество банкротств в экономике. Резко падает объем текущих инвестиций, обуславливая сокращение совокупного дохода и переход экономики из фазы бума к спаду. При этом происходит кардинальная переоценка ожиданий и рисков финансирования. Таким образом, было доказано, что именно глобальная финансовая система становится основным фактором нестабильности открытых национальных экономических систем и всей мировой экономики.

9. Анализ динамики эмпирических показателей подтвердил негативное влияние глобального финансового шока, которое проявилось в ужесточении условий банковского кредитования и сокращении доступа к финансовым ресурсам за счет выпуска облигаций и акций. В результате внешний фактор привел к кризису на европейских финансовых рынках и разбалансированности как сегмента банковского кредитования, так и рынка капиталов — этой пары движущих сил национальных финансовых систем европейских стран.

10. Результаты векторной авторегрессии позволили количественно оценить влияние внешнего фактора на примере взаимозависимости национальных экономик США и европейских стран. Было установлено, что временное замедление темпов роста в США на 1 процентный пункт однозначно приводит к снижению роста в европейских странах с развитой экономикой и с формирующимися рынками примерно на 1/2 процентного пункта за два квартала. Что касается вторичного эффекта этого влияния, то снижение темпов роста в развитых странах Европы, в свою очередь, может затормозить экономический рост в европейских странах с формирующимся рынком дополнительно на 1/4 процентного пункта.

В результате на примере европейских стран были продемонстрированы сценарии распространения глобального финансового кризиса как в сегменте развитых стран мира, так и в странах с развивающимися рынками.

11. В соответствии с практическими выводами разработанной концепции автор обозначил основные направления контрциклических мер национальных правительств,

которые можно свести к созданию последовательной структуры для анализа аспектов финансовой стабильности; раннему выявлению возможных факторов уязвимости, до того как они приведут к понижательной коррекции на рынках, возникновению проблем у учреждений или отказу элементов финансовой инфраструктуры; принятию превентивных и своевременных ответных мер политики во избежание финансовой нестабильности; восстановлению стабильности системы, если применение превентивных и ответных мер окажется неудачным.

12. Выделена специфика стабилизационных мер, принимаемых правительствами стран мира в ходе современного финансового кризиса, которая заключается в их связанном характере применительно к национальным экономикам с учетом интегративной составляющей влияния глобальной системы институтов надзора за финансовыми рынками. Важнейшим средством разрешения кризиса ликвидности является устранение внутренних структурных дисбалансов, связанных с функционированием межбанковского рынка, с поддержкой системно значимых финансовых институтов, вплоть до их национализации.

4. ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

По теме диссертации автором опубликовано 48 научных работ общим объемом 119,23 п.л.

Статьи в журналах из перечня российских рецензируемых научных журналов, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертации на соискание ученых степеней доктора и кандидата наук:

1. Пилипенко З.А. Факторы финансовой стабилизации российской экономики // Экономические науки. – 2007. - № 4 (29). - С. 220-224 (0,6 п.л.).

2. Пилипенко З.А. Роль банковского сектора в механизме финансовой стабилизации в России в 2007 г. // Экономические науки. – 2008. - № 1 (38). – С 101-105 (0,6 п.л.).

3. Пилипенко З.А. Инструмент процентных ставок по кредитам нефинансовым организациям в механизме финансовой стабилизации в России // Экономические науки – 2008. - № 2 (39). – С. 77-81 (0,58 п.л.).

4. Пилипенко З.А. Механизм дифференциации процентных ставок по кредитно-деpositным операциям в рублях в регионах России // Экономические науки. – 2008. - № 3 (40). – С. 61-66 (0,58 п.л.).

5. Пилипенко З.А. Особенности механизма развития современного глобального кризиса. // Экономические науки. – 2009. - № 12 (61). – С. 20-27. (0,6 п.л.).

6. Пилипенко З.А. Особенности реструктуризации мировой экономики на стадии посткризисного развития. I часть // Экономические науки. – 2010. - № 2 (63). – С. 296-301 (0,5 п.л.).

7. Пилипенко З.А. Особенности реструктуризации мировой экономики на стадии

посткризисного развития. II часть // Экономические науки. – 2010. - № 3 (64). – С. 297-302 (0,5 п.л.).

8. Пилипенко З.А. Шоки и механизмы их распространения в экономических системах // Вопросы экономики и права. – 2010.- № 11. – С. 76-81 (0,5 п.л.).

9. Пилипенко З.А. Шоки и разрыв причинно-следственных связей в экономических системах // Экономические науки. – 2010. - № 12. – С. 35-40 (0,5 п.л.).

10. Пилипенко З.А. Глобальные финансовые шоки в системе факторов развития мировой экономики // Вопросы экономики и права. – 2010. - № 12. – С. 204-209 (0,5 п.л.).

11. Пилипенко З.А. Основные направления реструктуризации мировой экономики на стадии посткризисного развития // Вопросы экономики и права. – 2010. - № 12. – С. 342-347 (0,5 п.л.).

12. Пилипенко З.А. Трансграничные финансовые потоки и синхронизация циклов экономического развития зарубежных стран // Экономические науки. – 2011. - № 1. – С. 273-281 (0,6 п.л.).

13. Пилипенко З.А. Структурные особенности мировой экономики – условия вызревания глобального финансового кризиса 2007-2009 гг. // Вопросы экономики и права. – 2011. – № 1. – С. 325-331 (0,5 п.л.).

14. Пилипенко З.А. Шоки и национальные экономические системы: механизм разрушения структурных связей // Вопросы экономики и права. – 2011. - № 10. – С. 55-61 (0,5 п.л.).

Монографии

15. Пилипенко З.А. Роль производных финансовых инструментов в стабилизации финансового рынка Российской Федерации. Монография. – М.: Компания Спутник+, 2004. – 175 с. (10,94 п.л.)

16. Пилипенко З.А. Особенности глобализации национальных финансов Российской Федерации. Монография. – М.: Компания Спутник+, 2005. – 256 с. (16 п.л.)

17. Пилипенко З.А. Влияние глобальных финансов на экономическое развитие России. Монография. – М.: Компания Спутник+, 2006. – 338 с. (24,32 п.л.)

18. Пилипенко З.А. Макроэкономический подход к трактовке современного глобального финансового кризиса. – М.: Компания Спутник+, 2009. – 138 с. (10 п.л.)

19. Пилипенко З.А. Механизмы финансовой стабилизации экономических систем западных стран в условиях глобального кризиса и возможности их применения в России. Монография. – М.: Компания Спутник+, 2010. – 278 с. (20 п.л.)

Главы в монографиях, сборниках статей, статьи в журналах и других изданиях

20. Пилипенко З.А. Триумф и трагедия власти в России. / Материалы к Международному научному симпозиуму, посвященному 110-летию со дня рождения П.А. Сорокина. – М.-СПб, 4-6 февраля 1999 г. – С. 87-89 (0,12 п.л.).

21. Пилипенко З.А. Влияние информационных технологий на структуру глобальной экономики / В сб.: Маркетинговые исследования деятельности современных компаний: зарубежный опыт и российская практика / Под ред. Е.А. Касаткиной. – М.: МАКС Пресс, 2001. – С. 34-48 (0,75 п.л.).

22. Пилипенко З.А. Информационные технологии и интеграция фирм в мировую экономику. / Сборник научных работ / Под ред. Кулакова М.В., Касаткиной Е.А. – М.: МАКС Пресс, 2001. – С. 43-53 (0,5 п.л.).

23. Пилипенко З.А. Информационные технологии и процессы глобализации. / Информационные технологии в экономике зарубежных стран: Сборник научных работ / Под ред. Колесова В.П., Касаткиной Е.А. – М.: МАКС Пресс, 2001. – С. 24-31 (0,4 п.л.).

24. Пилипенко З.А. Внешние факторы экономического развития национальных хозяйственных систем / З.А. Пилипенко. Брошюра. – М.: МАКС Пресс, 2003. – 131 с. (9,5 п.л.)

25. Пилипенко З.А. Иностранные инвестиции как внешний фактор экономического развития России / Международная экономика: тенденции, состояние, перспективы: Сборник работ / Под ред. Касаткиной Е.А. – М.: МАКС Пресс, 2003. – С. 44-57 (0,8 п.л.).

26. Пилипенко З.А. Международные оценки конкурентоспособности российской экономики. // Приложения к журналу «Экономические науки». – 2005. - № 1. – С. 1-22 (1,1 п.л.).

27. Пилипенко З.А. Финансовое посредничество и его роль в укреплении инвестиционного потенциала российской экономики. // Приложения к журналу «Экономические науки». – 2005. - № 2. – С. 1-21 (1,0 п.л.).

28. Пилипенко З.А. Конкурентоспособность разных уровней российской экономики с учетом их научного и технологического потенциала. // Приложения к журналу «Экономические науки». – 2005. - № 4. – С. 1-20 (0,9 п.л.).

29. Пилипенко З.А. Мировая экономика – внешний фактор развития национальных хозяйств. // Приложения к журналу «Экономические науки». – 2006.- № 3. - С. 3-22 (1,1 п.л.).

30. Пилипенко З.А. Изменение взаимосвязей между реальным и финансовым секторами мировой экономики. // Приложения к журналу «Экономические науки». – 2006. - № 4. – С. 3-21 (1,0 п.л.).

31. Пилипенко З.А., Чекмарева Е.Н., Гусева К.Н., Лакшина О.А. Кредитные организации: Обзор финансовой стабильности. Годовой выпуск 2006 г. – М.: Центральный Банк Российской Федерации, 2007 г. – С. 27-31 (личный вклад 0,3 п.л.).

32. Пилипенко З.А. Теоретическая трактовка роли финансового посредничества в формировании условий для экономического роста. // Приложения к журналу «Экономические науки». – 2007. - № 2. – С. 1-25 (1,2 п.л.).

33. Пилипенко З.А. Системообразующая роль коммерческих банков в формировании

факторов макроэкономической динамики. // Приложения к журналу «Экономические науки». – 2007. - № 4. – С. 1-27 (1,3 п.л.).

34. Пилипенко З.А., Чекмарева Е.Н., Гусева К.Н. Кредитные организации / Обзор финансовой стабильности. Годовой выпуск 2007 г. – М.: Центральный Банк Российской Федерации, 2008 г. – С. 33-37 (личный вклад 0,3 п.л.).

35. Пилипенко З.А. Мировая экономика – основа развития глобального финансового кризиса XXI в. // Актуальные проблемы экономической науки и образования. / Сборник научных статей. Под ред. проф. Стерликова Ф.Ф. – М.: МИЭМ, 2008, вып. 1. – С. 78-85 (0,5 п.л.).

36. Пилипенко З.А. Унификация национальных систем контроля и надзора за банковской деятельностью. // Актуальные проблемы экономической науки и образования. / Сборник научных статей. Под ред. проф. Стерликова Ф.Ф. – М.: МИЭМ, 2009, вып. 1. – С. 68-75 (0,5 п.л.).

37. Пилипенко З.А. Некоторые проблемы кредитования малого бизнеса в контексте глобального финансового кризиса / Сборник статей по материалам конференции «Глобализация и предпринимательство: национально-государственные стратегии и практики», проведенная Филиалом РГГУ в г. Домодедово 20-22 марта 2009 г. – М.: РГГУ, 2009 г. – С. 51-54 (0,25 п.л.).

38. Пилипенко З.А., Бездудный М.А., Виноградов А.В. и др. Рыночный риск / Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2008 г. – М.: Центральный Банк Российской Федерации, 2009 г. – С. 28-32 (личный вклад 0,3 п.л.).

39. Пилипенко З.А. Особенности формирования и функционирования современной глобальной экономики. // Теоретическая экономика. – 2009. - № 1. – С. 45-70 (1,2 п.л.).

40. Пилипенко З.А. Глобальный экономический кризис: некоторые оценки причин, механизмов и показателей глобальной финансовой устойчивости // Вызовы глобализации инновационному развитию / Под ред. М.В. Кулакова, М.Н. Осьмовой. – М.: Экономический факультет МГУ имени М.В. Ломоносова: ТЕИС, 2010. – С. 68-80 (0,61 п.л.).

41. Пилипенко З.А. Теоретические подходы к трактовке антикризисного потенциала бюджетно-налоговой политики государства // Вестник ГУУ Серия «Государственное и муниципальное управление. – 2010.- № 11. – С. 114-127 (0,5 п.л.).

42. Пилипенко З.А. Влияние глобальных финансовых шоков на мировую экономику // Социально-экономические аспекты управления регионами в посткризисный период: Тематический сборник научных трудов. – Курган: КФАТиСО, 2009. – С. 77-86 (0,5 п.л.).

43. Пилипенко З.А. Особенности современного механизма мультипликации кризисных явлений в мировой экономике / К 150-летию Банка России: Сборник статей. – Курган: КФАТиСО, 2010. – С. 123-125 (0,25 п.л.).

44. Пилипенко З.А. Современный глобальный кризис: финансовые аспекты повышения

конкурентоспособности национальных наукоемких макротехнологических структур / Всероссийская научно-практическая конференция «Нравственная экономика»: Сборник статей. – Курган: Институт экономики УРО РАН (Курганский филиал), 2010. – С. 65-69 (0,3 п.л.).

45. Пилипенко З.А. Механизм трансмиссии финансовых стрессов и шоков на бизнес-цикл макроэкономической динамики // Теоретическая экономика. – 2010. - № 1. – С. 35-60 (1,2 п.л.).

46. Пилипенко З.А., Бездудный М.А., Виноградов А.В. и др. Рыночный риск / Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2009 г. – М.: Центральный Банк Российской Федерации, 2010 г. – С. 32-37 (личный вклад 0,3 п.л.).

47. Пилипенко З.А., Бездудный М.А., Виноградов А.В. и др. Рыночный риск / Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2010 г. – М.: Центральный Банк Российской Федерации, 2011 г. – С. 34-39 (личный вклад 0,3 п.л.).

48. Пилипенко З.А. Шоки и национальные экономические системы: механизм разрушения структурных связей // Современные проблемы экономической теории и практики (по материалам выступлений участников I Российского экономического конгресса МГУ - 2009). – М.: Институт экономики РАН, 2012. – С. 125-141 (0,8 п.л.).