

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ РАСЧЕТЫ

П. И. Гребенников

докт. экон. наук, профессор Санкт-Петербургской школы экономики и менеджмента Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

СОВРЕМЕННАЯ ПРАКТИКА СТАБИЛИЗАЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ ПО ПРЕОДОЛЕНИЮ ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА

*Высочайшие достижения экономической мысли
приходятся на периоды экономического упадка.*

А. Бухвальд (1925–2007),
американский писатель-сатирик

Введение

Первый мировой экономический кризис XXI в. в очередной раз активизировал критиков современной экономической теории. По прошествии 10 лет 16–17 февраля 2018 г. в Санкт-Петербурге в Леонтьевском центре состоялась XVII ежегодная международная конференция из цикла «Леонтьевские чтения» под названием «Экономическая теория: триумф или кризис?»¹. В открывшем дискуссии докладе утверждалось, что «природа всех известных потрясений XX — начала XXI в. (Великая депрессия, стагфляция 1970-х гг. и Великая рецессия 2008–2009 гг.) не была объяснена господствующим направлением макроэкономики»; другой докладчик пытался дать ответ на самим же поставленный вопрос: «Почему экономическая теория Кейнса не смогла подняться до уровня подлинной политической экономии?»

Не будем анализировать все кризисы во время существования экономической науки в виде микро- и макроэкономики, но заметим, что Великую рецессию 2007–2009 гг. Хайман Мински предсказал и описал (Мински, 2017) за 20 лет до ее наступления с точностью, сравнимой с открытием «на кончике пера» планеты Нептун, а научно-практическая значимость учения Дж. М. Кейнса и его последователей лучше всего подтверждается тем, что оно лежало в основе стабилизационной политики по преодолению рецессии во всех странах несмотря на имеющиеся у них исторические и институциональные различия. Ниже это показано на примере четырех стран — Японии, США, Германии, России и международных экономических институтов, созданных «Большой двадцаткой».

Примеры стабилизационной политики

Япония. Во второй половине XX в. даже те, кто мало интересовался мировой экономикой, знали об «экономическом чуде Японии». По темпам прироста ВВП Япония вдвое превышала другие развитые страны и к 1969 г. стала второй после США экономикой мира. В полном соответствии с монетарной концепцией экономических циклов бурный длительный экономический рост сопровождался ускоренным повышением ценности активов (земли, производственного капитала, промышленных и жилых строений). Одной из форм проявления «экономического

¹ Обзор выступлений см. (Яковлев, 2018).

чуда» стало то, что земля под Императорским дворцом в Токио оказалась дороже всей земли штата Калифорния. В 1989 г. капитализация японского рынка акций превысила капитализацию самого крупного рынка акций США. Пытаясь приостановить спекулятивную лихорадку на фондовых рынках, Министерство финансов Японии в конце 1989 г. повысило ставку рефинансирования с 2,5 до 6%, но было уже поздно: «чудо» исчезло за один день 1 января 1990 г., когда началось сдувание финансовых пузырей на рынках акций и недвижимости, продолжавшееся до 2005 г. По оценке японского экономиста Р. Ку, за это время «падение цен на активы уничтожило 3-летний выпуск японской экономики» (Ку, 2014, с. 36). Самым неблагоприятным для экономики последствием японской рецессии 1990–2005 гг. стала дефляция — устойчивое снижение ИПЦ в течение более 12 лет. Она представлена на рис. 1; отскок в 2008 г. свидетельствует о том, что финансовый кризис 2007–2008 гг. в США и Европе впечатлил и японских потребителей.

Национальное хозяйство обладает свойством эмерджентности: для отдельного потребителя снижение цен — радость, но для экономики в целом дефляция опасней инфляции, так как с ней трудней бороться. При дефляции производители откладывают расширение выпуска, а потребители не торопятся с покупками товаров длительного пользования в ожидании дальнейшего снижения цен, консервируя тем самым депрессию. Дефляция удорожает долги и повышает реальный банковский процент, что дополнительно сдерживает экономическую активность.

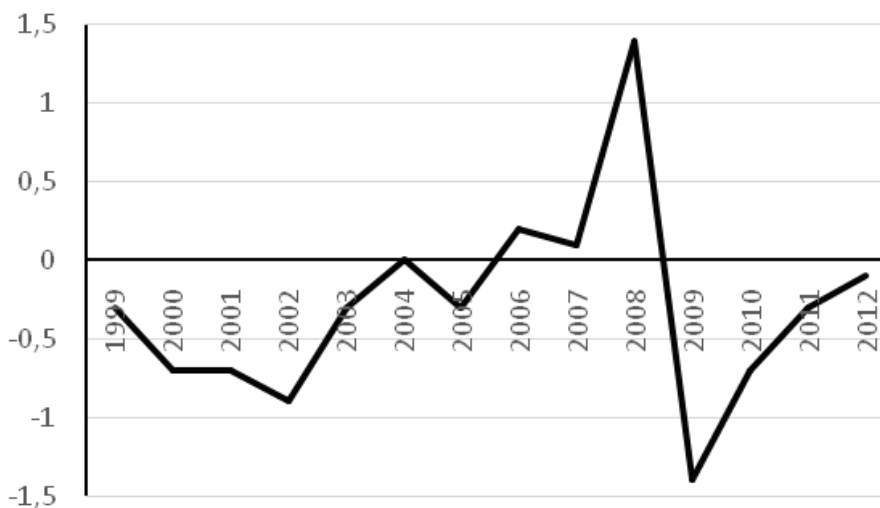


Рис. 1. Годовые темпы изменения ИПЦ Японии, % (OCED Data)

Японская дефляция оказалась не только первой в XXI в., но и «сюрпризом» в условиях, когда национальные денежные системы не основаны на «золотом стандарте». Поэтому она привлекла большое внимание теоретиков и практиков¹. После 80 лет, прошедших со времени публикаций Ирвинга Фишера о сущности и последствиях дефляции, проблема вернулась на страницы экономических

¹ Пол Кругман: «Я очень пристально слежу за тем, что происходит в Японии. Абеномика — это очень интересная попытка выбраться из дефляционной ловушки, и, по моему мнению, это очень интересный для экономистов кейс. Конечно, там не происходят какие-то уникальные вещи, но они начали этот процесс выхода из кризиса еще десять лет назад и очень углубились в этот кейс, поэтому их результаты могут пригодиться другим странам, также оказавшимся в дефляционном капкане, потому что все мы постепенно сползаем в стагнацию и дефляцию» (URL: <https://inosmi.ru/politic/20171004/240430052.html>).

журналов (Itoh Motoshige, Naoki Shimoj, 2000). В марте 2003 г. Банк международных расчетов провел научную конференцию по этой проблеме (Monetary stability, 2003). В этом же году эксперты МВФ опубликовали доклад «Дефляция: определяющие факторы, риски и варианты политики» (Deflation, 2003).

Команде экономического блока правительства Японии пришлось пройти нелегкое испытание, которое она в целом успешно выдержала. Свидетельством может служить то, что реальный ВВП и реальные доходы населения удалось не только сохранить, но и увеличить со среднегодовым темпом прироста в 1% (см. рис. 2).

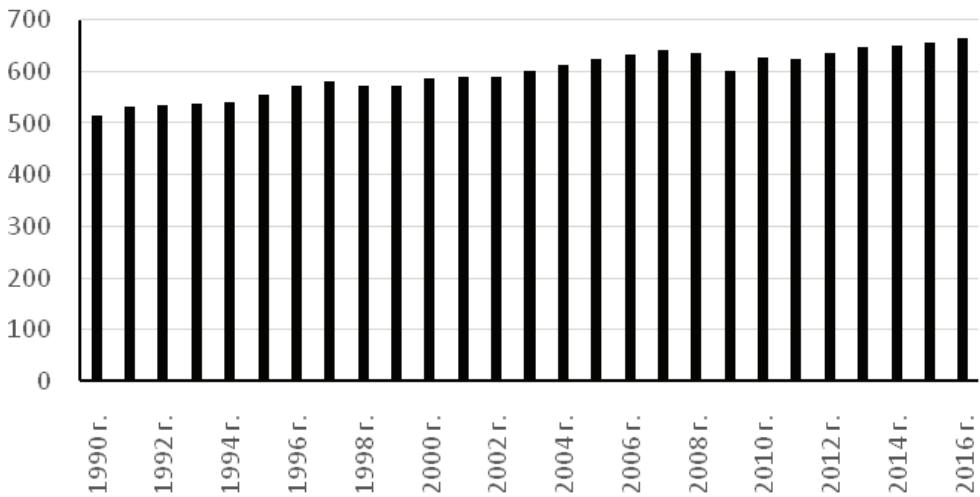


Рис. 2. ВВП Японии, млрд долл.; постоянные цены 1970 г. (OCED Data)

Второй после США экономикой мира Япония перестала быть только в 2010 г., когда ее потеснил Китай. Из-за того, что не только для Японии, но и для всех развитых стран 1%-ный рост слишком мал, двадцатилетнее было названо «потерянным». Доля потребления домашних хозяйств в ВВП сохранялась в пределах 55–60%, несмотря на то, что в рамках структурных реформ была поколеблена система «пожизненного найма». Предпринимателям разрешили нанимать работников по временным контрактам до 1 года в промышленности и до 3 лет в сфере услуг, что позволяет применять пониженную оплату труда. В 2016 г. около 1/3 принятых на работу по таким контрактам получали вознаграждение за свой труд на 35% меньше «пожизненно» нанятых. Тем не менее в рейтинге стран по ВВП на душу населения Япония не выходила из первой десятки.

Добиться сохранения уровня жизни удалось в основном за счет масштабного увеличения государственных расходов: «По всей стране люди работали над изменением ландшафта. Бригады строителей устраивают на крошечных ручьях мощные стремнины, где вода струится по бетонным плитам шириной в 10 м и более. Дорожники напрочь сносят динамитом вершины холмов. Речное управление запрудило и изменило течение 110 из 113 крупных рек Японии. Тем временем Министерство строительства планирует добавить к более чем 2800 существующим плотинам еще 500» (Боунер, Уиггин, 2005, с. 121–133). Для стимулирования частных инвестиций была снижена ставка налога на прибыль с 37 до 32%, а чтобы развеять дефляционные ожидания ставка потребительского налога была повышена с 5 до 8%. Типичные во время депрессий «набеги» вкладчиков на банки были прекращены введением в 1998 г. государственного страхования всех вкладов.

Масштабная стимулирующая фискальная политика сопровождалась непрерывным монотонным ростом государственного долга; его доля от ВВП возросла с 40% в 1990 г. до 250% в 2017 г., это более чем в 10 раз превышает годовые налоговые поступления в бюджет. Тем не менее в Программе экономических реформ, разработанной после повторного избрания Абэ Синдзо руководителем правящей партии в 2015 г., восстановление экономического роста признано более важной задачей по сравнению с оздоровлением государственных финансов; поэтому стимулирующую фискальную политику планируется продолжить.

Дело в том, что в состоянии дефляции денежная политика недействительна; экономика оказывается в «ликвидной ловушке». Стимулировать экономическую активность посредством снижения ставки процента уже невозможно, так как она близка к нулю, а увеличение денежной базы не сопровождается ростом потребительского и инвестиционного спроса на блага. Дефляция утяжеляет долги и фирмы, опасаясь банкротства, используют прибыль не для расширения производства, а для погашения долгов. Домашние хозяйства увеличивают долю реальных кассовых остатков в составе своего имущества, так как это единственный актив, который во время дефляции дорожает.

Так как большие государственные расходы финансировались за счет выпуска дополнительных гособлигаций, оказавшихся в конечном счете на балансе Центрального банка, то денежная база японской денежной системы быстро увеличивалась. Так фискальная политика потянула за собой денежную политику. Кроме того, одно из мероприятий структурных реформ было направлено на прекращение перекрестного владения акциями коммерческих банков и корпораций (одни держали акции других, становясь партнерами по бизнесу). Это способствует долгосрочному сотрудничеству, но снижает эффективность конкуренции на рынке кредита. В связи с этим Центральный банк Японии впервые стал применять «нетрадиционный» метод денежной политики — выкуп у коммерческих банков корпоративных облигаций, попутно увеличивая резервы коммерческих банков и расширяя их возможности кредитования. При традиционной денежной политике центральные банки покупают или продают краткосрочные гособлигации для снижения или повышения текущей рыночной ставки процента, воздействуя на поведение заемщика. Когда ставка процента колеблется около нуля, приходится воздействовать на кредиторов, снабжая их избыточными резервами посредством выкупа пакетов ценных бумаг. Позднее такой инструмент денежной политики получил название «количественное смягчение» (*Quantitative easing, QE*). После мирового финансового кризиса 2007–2008 гг. он активно применялся ФРС США и ЕЦБ.

В результате использования традиционных и «нетрадиционных» инструментов денежной политики денежная база в Японии достигла в конце 2016 г. 80% ВВП, обогнав по этому показателю США, которые с 2008 по 2014 г. тоже осуществляли «количественное смягчение». Однако темпы прироста количества денег в обращении были значительно ниже темпов прироста денежной базы, так как фирмы погашали долги, а домашние хозяйства увеличивали свои кассовые остатки. Поэтому Центральному банку Японии так и не удалось обеспечить намеченный 2%-ный темп инфляции.

США. Американским чудом можно назвать то, что самая мощная на протяжении всего XX в. экономика, денежная единица которой является мировой резервной валютой, обладающая образцовой рыночной инфраструктурой, стала источником первого в XXI в. мирового финансового кризиса. И это при том, что в США сосредоточена мировая элита экономистов, научное мировоззрение

которой является основой современных учебников по экономике¹. Тем не менее это случилось. Беда пришла тихо и с неожиданной стороны — с рынка ипотечного кредита.

Хотя появление ипотеки историки относят к VII в. до н. э., современная господствующая ее форма — получение банковской ссуды для покупки жилья под его залог (в случае невыполнения обязательств заемщика жилье переходит в собственность кредитора) — возникла в США в 1930-е гг. как важная составляющая часть «Нового курса» Ф. Рузвельта по выходу из Великой депрессии 1929–1933 гг. Государственная поддержка строительства и покупки жилья способствовала оживлению экономики через увеличение занятости не только в стройиндустрии, но и в дополняющем ее производстве бытовой техники.

После выхода из Великой депрессии государственная опека жилищного строительства в США не прекратилась. В 1938 г. по указу Ф. Рузвельта была создана Федеральная национальная ипотечная ассоциация «Fannie Mae» для организации вторичного рынка ипотечных займов с целью расширения источников кредитования жилищного строительства. В 1968 г. *Fannie Mae* было преобразовано в государственно-частную корпорацию, акции которой активно покупали не только частные инвесторы, но и зарубежные центральные банки, включая ЦБР.

Строительство жилья стало одной из наиболее успешно развивающихся отраслей экономики США. После 1975 г. рост жилого фонда стал опережать рост населения. К концу XX в. собственниками жилой недвижимости стали 70% американцев². В 1995 г. *Fannie Mae* получила налоговые льготы с целью стимулирования кредитов заемщикам с низким уровнем доходов. В начале 3-го тысячелетия помимо государства жилищный сектор США получил поддержку из-за границы в виде большого притока капитала из нефтедобывающих стран и Китая, что привело к увеличению объема предложения кредита и снижению ставки процента.

На ипотечном рынке усилилась конкуренция за заемщика. С 2003 г. кредиторы стали предоставлять «субстандартные» займы³: заемщику предоставлялось право выбирать сроки выплаты процентов и долей выплат основного долга, а также не предоставлять сведения о доходах. В результате рост цен на жилье стал опережать ставку процента по ипотеке. Появились благоприятные возможности для спекуляций: купленный по ипотеке дом можно было через год продать за сумму, превышающую сумму кредита с процентами. С этой целью в 2006 г. осуществлялась каждая 4-я сделка на ипотечном рынке. К 2008 г. задолженность по ипотечным кредитам приблизилась к 75% ВВП США. Так как рынок становился все более рискованным, то он привлек большое количество кредитно-дефолтных свопов, призванных страховать убытки от операций с ипотечными ценными бумагами⁴.

«Перегреву» ипотечного рынка способствовала происшедшая в конце XX в. либерализация финансового рынка США. В 1999 г. был отменен действовавший с 1933 г. Закон «Гласса-Стигола», который разделял банки на коммерческие

¹ Среди преподавателей экономической теории популярен «мем»: опера — это Италия, а экономика — США.

² По официальной статистике в России этот показатель выше — 80–90%, но большинство россиян получила его бесплатно в ходе «гайдаровской» приватизации (Жилищное хозяйство в России, 2016, с. 14).

³ После кризиса их стали называть «токсичные».

⁴ В опубликованном в январе 2011 г. в докладе Комиссии по расследованию причин финансового кризиса 2007–2008 гг. среди основных называются предоставление «токсичных ипотечных кредитов» и внебиржевой оборот кредитно-дефолтных свопов, которые крупнейший в мире инвестор Уоррен Баффет назвал «финансовым оружием массового поражения» (официальный сайт *Berkshire Hathaway Inc.*).

и инвестиционные. Коммерческим банкам была запрещена торговля ценными бумагами, в частности, из-за того, что они, наряду с ФРС, могут увеличивать предложение денег. Инвестиционные банки перестали быть банками в традиционном понимании: они не принимают вклады и не кредитуют клиентов; поэтому не являются звеньями двухуровневой банковской системы, не имеют юридического статуса банка. Основной вид деятельности инвестиционных банков — покупка ценных бумаг у эмитентов и их размещение на финансовом рынке. Для этого они могут брать кредит у коммерческих банков, опосредованно направляя банковские депозиты на рынки ценных бумаг.

Однако с появлением большого числа новых финансовых инструментов возникли трудности с толкованием понятия «ценная бумага». Поэтому в ноябре 1999 г. был принят Закон о финансовой модернизации. (Закон о финансовой модернизации, называемый также по фамилиям его инициаторов Законом Грэмма-Лича-Блайли (Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act.)

В соответствии с ним стало возможным создавать финансовые холдинги, которые одновременно осуществляют депозитные, инвестиционные, страховые и даже нефинансовые операции. В это же время во всем мире, а в США особенно, начался ускоренный рост «теневого» банковской деятельности (*shadow banking*) — фирм, выступающих посредниками между коммерческими банками, страховыми компаниями и пенсионными фондами при использовании новых высокорискованных финансовых инструментов. Из-за их новизны законодательное регулирование этой деятельности не поспевало за ее развитием даже в развитых странах. Операции в рамках теневого банковской системы позволяют банкам вести бизнес без учета сделок на официальном балансе активов банка.

Первые признаки кризиса на ипотечном рынке появились в конце 2006 начале 2007 г., когда резко увеличились невыплаты по «субстандартным» кредитам. Затем последовали массовые отчуждения недвижимости в пользу кредиторов и обесценение ипотечных ценных бумаг. К сентябрю 2007 г. цены на жилую недвижимость упали на 20%. В начале это воспринималось в качестве локального (отраслевого) кризиса, наподобие кризиса «доткомов» в марте 2000 г., когда лопнул пузырь на рынке акций интернет-компаний, многие из которых разорились, но на экономике в целом это серьезно не сказалось¹. Поэтому реакция властей последовала с почти годичным опозданием. Лишь в декабре 2007 г. Президент США Джордж Буш объявил о программе финансовой помощи примерно 1 млн американских семей, оказавшихся под угрозой выселения из недавно купленных домов и квартир, кредиты по которым они уже не могли выплачивать. Программа предусматривала также меры для достижения соглашения с крупнейшими банками и кредитными ипотечными агентствами *Fannie Mae* и *Freddie Mac* о введении моратория на отчуждение имущества и увеличении рефинансирования задолженности. 15 января 2008 г. глава ФРС Бен Бернанке заявил о замедлении экономического роста в США, и для поддержки фондового рынка была понижена ставка процента на 0,75 пункта — это максимальное понижение за всю историю. Но этого оказалось недостаточно.

В ночь на понедельник 15 сентября 2008 г. крупнейшая в мире инвестиционная компания, имеющая 150-летний опыт предоставления финансовых услуг по всему миру, 26 000 сотрудников, самый активный игрок на рынке кредитно-дефолтных свопов «Lehman Brothers», — обратилась в суд с заявлением о банкротстве.

¹ Долгосрочные последствия этого кризиса оценить не удалось из-за террористического акта 11 сентября 2001 г. в Нью-Йорке, резко изменившего социально-экономическую обстановку в стране.

17 сентября пайщики американских взаимных денежных фондов изъяли из них сразу 169 млрд долл. 19 сентября 2008 г. правительству США впервые за всю свою историю пришлось гарантировать все незастрахованные вклады в банках.

Основанный в 1914 г. инвестиционный банк «Merrill Lynch» был поглощен банковской холдинговой компанией «Bank of America». Пятый по величине инвестиционный банк «Bear Stearns», после того, как подвергся набегу вкладчиков и пайщиков, получил крупный кредит от ФРС и впоследствии по минимальной цене был куплен инвестиционным банком «JP Morgan Chase». Два других крупных инвестиционных банка «Goldman Sachs» и «Morgan Stanley» изменили свой статус, став коммерческими банками. Вслед за крахом крупнейших инвестиционных банков властям США пришлось спасти крупнейшую страховую компанию «American International Group», которая не смогла выполнить свои обязательства на десятки миллиардов долларов по кредитно-дефолтным свопам и страховкам от убытков по портфелям высокорискованных ипотечных облигаций. Компания получила кредит ФРС на 85 млрд долл. в обмен на 80% своих акций.

Эти события остановили сделки на рынке межбанковского кредита и банки прекратили выдачу кредитов, что сильно уронило спрос на автомобили. До фондового рынка импульс с ипотечного рынка дошел к ноябрю. За один день 11 ноября 2008 г. общая ценность акций на фондовом рынке США упала с 20 до 12 трлн долл. В 2008 г. ВВП США сократился на 0,3%, а в 2009 г. еще на 3,5%. Так парадоксальным образом инструмент антикризисной политики периода Великой депрессии 1929–1933 гг. оказался спусковым крючком Великой рецессии 2007–2009 гг.

План мероприятий стабилизационной политики по преодолению Великой рецессии изложен в принятом в октябре 2008 г. «Законе о чрезвычайной экономической стабилизации 2008 г.» (*Emergency Economic Stabilization Act of 2008*). В нем были поставлены три задачи: 1) восстановить систему ипотечного кредитования и снабдить ликвидностью коммерческие банки; 2) обеспечить поддержку исследований по использованию возобновляемых источников энергии; 3) стимулировать экономическую активность посредством налоговых льгот.

В системе мероприятий стабилизационной политики США наибольшее внимание экономистов привлекло «количественное смягчение». Бен Бернанке, еще в 2003 г. рекомендовавший этот нетрадиционный метод денежной политики японцам¹, сам получил возможность его опробовать. ФРС стала в больших объемах выкупать у коммерческих банков не только государственные, но и корпоративные облигации, а также ипотечные ценные бумаги. Только у «Fannie Mae» и «Freddie Mac» таких бумаг было выкуплено на 5 трлн долл., — сумма равная половине государственного бюджета США в 2008 г.

«Количественное смягчение» продолжалось до 2014 г. Посредством выкупа у банков пакетов ценных бумаг предполагалось достичь двух целей: 1) сократить на финансовом рынке объем низко рискованных государственных облигаций, вынуждая инвесторов покупать более рискованные и доходные ценные бумаги частных фирм; 2) увеличить избыточные резервы коммерческих банков в качестве потенциального источника кредитования реального сектора. Первая цель в основном была достигнута. С 2009 по 2013 г. доходность 10-летних гособлигаций упала с 4 до 1,5%, а индекс S&P 500, представляющих 500 акционерных корпораций с наибольшей капитализацией, вырос с 900 до 1100.

Быстро оживить посредством *QE* кредитный рынок США не удалось. Выручка от продажи ценных бумаг застряла на счетах коммерческих банков в ФРС; избыточные

¹ URL: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030531/

резервы коммерческих банков в ФРС возросли в 1000 раз¹, несмотря на то, что их доходность до 2016 г. находилась на минимальном уровне: 0,25%. В результате выкупа ФРС больших объемов ценных бумаг денежная база с 2006 по 2014 г. возросла в 6,5 раза, но из-за того, что в это же время денежный мультипликатор уменьшился с 8 до 3, денежный агрегат M2 увеличился лишь в 2,2 раза. При среднегодовом приросте ВВП на 2% это привело к желаемому уровню инфляции в 3%.

Как и в Японии, «количественное смягчение» в США сопровождалось мерами фискальной политики. В феврале 2009 г. Президент Барак Обама подписал Закон об оздоровлении американской экономики и реинвестициях — план мероприятий по активизации реального сектора экономики, рассчитанный до 2019 г. В соответствии с ним увеличивались государственные расходы на: строительство новых и ремонт старых дорог; реконструкцию железных дорог, морских портов и аэропортов; развитие общественного транспорта; ремонт и реконструкцию зданий учебных заведений и оснащение их современными лабораториями; обновление водопроводов, систем очистки воды, канализации, очистных и гидротехнических сооружений; финансирование научных исследований для обеспечения лидирующего положения на мировых рынках инновационных продуктов и услуг. На рынке труда предусматривалось создать 3,5 млн рабочих мест, в двое увеличить продолжительность выплат пособий по безработице и расширение продовольственной помощи более чем 30 млн нуждающимся, сделать доступным высшее образование за счет федеральной программы «Грант Пела» для 7 млн студентов. Много внимания в этом законе уделялось созданию более благоприятных условий ведения малого бизнеса за счет расширения доступа к финансовым ресурсам, предоставление возможности уменьшить налогооблагаемую базу на величину инвестируемых в производство доходов, снижения налогов на недвижимость, используемую для ведения бизнеса.

Вместе с Законом об оздоровлении американской экономики и реинвестиции вступили в действие План по обеспечению доступности и стабильности домовладения, предусматривающий оказание помощи домовладельцам, у которых выплаты по ипотеке превышают рыночную цену их домов и Система льготных автомобильных выплат, материально стимулирующая автовладельцев избавляться от старых неэкономичных автомобилей и заменявших их новыми.

Для укрепления стабильности финансовой системы США, ставшей источником Великой рецессии, в июле 2010 г. был принят Закон Додда-Фрэнка, который фактически отменяет положения Закона о финансовой модернизации 1999 г. В соответствии с ним коммерческие банки не могут участвовать в торгах ценными бумагами на рынке финансов с использованием собственных средств (за счет создания новых платежных средств) и ограничивает их участие в капитале хедж-фондов и фондов прямых инвестиций 3% собственного капитала. В Законе Додда-Фрэнка изложена правовая процедура ликвидации крупных банков, грозящим банкротство, исключая их спасение за счет налогоплательщиков (безвозвратных бюджетных расходов): государство финансирует процедуру ликвидации, предотвращая набеги вкладчиков, затем продает активы банкрота по максимальной цене. Прописан порядок принудительного возврата активов банка, если они передавались третьим лицам накануне объявления банкротства, как поступал «Lehman Brothers». Надуванию финансовых пузырей в определенной мере способствовали рейтинговые агентства вследствие того, что их услуги оплачивались эмитентом ценных бумаг. По Закону Додда-Фрэнка,

¹ URL: <https://research.stlouisfed.org/fred2/>

методологию присвоения рейтингов будет контролировать Комиссия по ценным бумагам и биржам. Оперативный контроль за реализацией содержащихся в законе положений вменяется подотчетному Конгрессу США Совету по финансовой стабильности и созданному при ФРС Агентству по финансовой защите потребителей, которые участвуют в разработке нормативов финансовой устойчивости банков и инвестиционных компаний.

В результате стимулирующей фискальной политики государственный долг США по отношению к ВВП резко увеличился: с 62% в 2007 г. до 100% в 2012 г. Тем не менее положительные результаты стабилизационной политики США скоро проявились в виде устойчивого роста ВВП и занятости (табл. 1), что способствовало переизбранию Б. Обамы на второй президентский срок.

Таблица 1

Динамика роста ВВП и уровня безработицы в США по завершению Великой рецессии

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Рост ВВП, %	-3,5	2,4	1,8	2,3	1,5	2,4	2,6
Норма безработицы, %	9,9	9,3	8,5	7,9	6,7	5,6	5,0

Избранный в 2017 г. президентом США Д. Трамп в декабре того же года подписал закон о налоговой реформе, в соответствии с которым ставка налога на прибыль снижается с 35 до 21%, а налог на капитал, возвращаемый в США из-за рубежа с тех же 35 до 8%. Ожидается, что столь значительное снижение налогов может в ближайшие годы увеличить дефицит госбюджета почти вдвое. Активное использование стимулирующей фискальной политики, несмотря на связанные с этим угрозы финансовой стабильности, характерно в последнем десятилетии не только для Японии и США, но и большинства других стран ОЭСР, руководители которых могут повторить знаменитую фразу Ричарда Никсона 1977 г.: «Мы все теперь кейнсианцы».

Германия. Банкротство крупнейшей в мире инвестиционной компании «Lehman Brothers» остановило межбанковское кредитование не только в США, но и в Европе. Так обнаружилось, что «токсичный» ипотечный рынок США вверг в рецессию не только отечественную, но и мировую экономику, подтверждая наступление эпохи глобализации. В октябре 2008 г. правительству Великобритании пришлось рекапитализировать два крупнейших банка «Royal Bank of Scotland» и «Lloyds» в обмен на контрольные пакеты их акций, а к марту 2009 г. уже половина банковской системы страны оказалась под контролем правительства. Аналогичную поддержку правительство Франции было вынуждено оказать шести крупнейшим банкам страны. Поэтому не удивительно, что двухэтапная антикризисная политика в ФРГ началась с поддержки банковской системы, чтобы не допустить панику вкладчиков. Осенью 2008 г. был принят Закон о стабилизации финансового рынка и создан «Специальный фонд для стабилизации финансового рынка», посредством которого полностью гарантировалась сохранность вкладов до востребования; на это было выделено 500 млрд евро (16% от ВВП). В начале 2009 г. был принят второй пакет стабилизационных мероприятий, предусматривающий: 1) снижение подоходного налога и взносов в больничную кассу, единовременные выплаты семьям по 100 евро на ребенка и повышение пособия безработным, имеющим детей; 2) поддержку системы образования; 3) внедрение системы сокращенного рабочего дня, привлекательной и для работника, и для работодателя; 4) бонус в 2500 евро владельцам автомобилей старше 9 лет, если они купят новый в текущем году.

В результате чрезвычайных бюджетных расходов дефицит госбюджета ФРГ в 2009 г. составил 3,3%, а государственный долг достиг 73% к ВВП. Оба показателя превысили установленные договором Евросоюза максимальное значение: 3% дефицита госбюджета и 60% государственного долга к ВВП. Но экономической катастрофы типа Великой депрессии 1929–1933 гг. удалось избежать (табл. 2).

Таблица 2

ФРГ, годовые темпы прироста в процентах

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ВВП	–3,1	2,9	3	–0,8	1	1,3	1,5	2,4	2,4
Располагаемые доходы домохозяйств	–0,09	0,66	1,03	0,91	0,46	1,57	2,23	2,53	2,50
ИПЦ	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,5

Германия, как и другие страны еврозоны, не может самостоятельно проводить денежную политику, так как она относится к компетенциям Европейского центрального банка (ЕЦБ). Это является одним из источников трений на пути более тесной экономической интеграции. По традиции страны Северной Европы поддерживали твердый курс своих валют и сбалансированность бюджетов, в то время как южноевропейские страны периодически покрывали бюджетные дефициты именно за счет девальвации валют, что позволяло им не прибегать к резкому сокращению социальных расходов.

Когда европейский рынок межбанковского кредита остановился из-за резкого снижения поступлений от американских банков, первоочередной задачей ЕЦБ стало снабжение национальных банков еврозоны ликвидностью, учитывая, что в Европе, в отличие от США, основным источником финансирования инвестиций реального сектора экономики являются банковские кредиты, а не фондовый рынок. В конце 2007 г. объем непогашенных частным сектором кредитов равнялся 145% ВВП еврозоны. В отличие от обычной практики, ЕЦБ стал проводить тендеры не с частичным, а с полным обеспечением поданных коммерческими банками заявок, т. е. удовлетворялись все заявки. Дефолт угрожал не только крупнейшим банкам, но и целым государствам. ЕЦБ вместе с МВФ пришлось спасать Грецию, Ирландию, Португалию и даже 4-ю по размерам экономику Европы — Испанию.

После того как к 2014 г. кризис ликвидности миновал, ЕЦБ направил усилия на то, чтобы деньги из коммерческих банков вышли в реальный сектор экономики. Для этого были установлены отрицательные процентные ставки на избыточные депозиты в национальных центральных банках и введена программа *QE*, успешно завершившаяся к тому времени в США. Выкупом у коммерческих банков долгосрочных государственных и корпоративных ценных бумаг по поручению ЕЦБ занимались национальные центральные банки; это продолжалось до конца 2016 г. К 2017 г. по темпам прироста банковского кредитования реального сектора еврозона обогнала США. Политику «количественного смягчения» ЕЦБ проводил и потому, что после 6-летнего ее применения ФРС евро по отношению к доллару окреп, снижая эффективность экспорта стран еврозоны.

Россия. Великая рецессия не могла не затронуть российскую экономику по двум причинам.

Во-первых, высокие среднегодовые темпы прироста ВВП в 2001–2005 гг. равные 6,2%, были преимущественно обеспечены высокой мировой ценой нефти, которая с июня по октябрь 2008 г. упала со 145 до 40 долл. за баррель, соответственно сократив экспортную выручку.

Во-вторых, быстрый экономический рост отечественной экономики способствовал иностранному заимствованию крупнейшими российскими компаниями и коммерческими банками. В период с 1999 по 2005 г. объем внешних заимствований российских компаний и банков увеличились в 80 с лишним раз и в 2007 г. составлял 90% общей внешней задолженности страны. Многие займы российским корпорациям выдавались с условием, что кредитор вправе потребовать их досрочного погашения. При возникшем в США и Западной Европе дефиците ликвидности кредиторы не преминули этим воспользоваться.

В 2009 г. ВВП по сравнению с прошлым годом уменьшился на 7%, безработица возросла на 20%, а фондовый рынок обесценился почти в 4 раза. Международное рейтинговое агентство *Fitch* снизило суверенный рейтинг России до «негативного».

Первоочередной реакцией российского Правительства на отечественную рецессию стала бюджетная поддержка наиболее крупных предприятий частного сектора и государственных корпораций. В декабре 2008 г. был утвержден Перечень системообразующих предприятий, имеющих особую социальную значимость. Более 300 предприятий, попавших в Перечень, получили государственные гарантии по кредитам, дополнительные государственные заказы и возможность реструктурировать налоговые задолженности. За это они должны были продолжать реализацию инвестиционных проектов и сохранять занятость.

Решить проблему внешней корпоративной задолженности Правительство поручило Государственной финансовой корпорации «Внешэкономбанк», созданной в 2007 г. на базе Внешэкономбанка СССР; для этого она могла использовать валютные резервы страны из «Фонда национального благосостояния». Одновременно с целью снижения рублевых затрат отечественных компаний по обслуживанию своей валютной задолженности зарубежным партнерам и банкам ЦБР в 2009 г. обеспечил девальвацию рубля с 28 до 36 руб./долл. и с 38 до 46 руб./евро, израсходовав на это около $\frac{1}{3}$ своих валютных резервов.

Для предотвращения банковской паники гражданам гарантировалось страхование 100% суммы вкладов, не превышающих 700 тыс. руб., а ЦБР посредством инструментов денежной политики снабдил коммерческие банки дополнительной ликвидностью. В 2008 г. Госдума приняла закон, разрешающий ЦБР торговать не только государственными, но и корпоративными ценными бумагами, открывая дорогу политике «количественного смягчения». Но включать ЦБР в список участников *QE* не приходится, так как ставка рефинансирования не опускалась ниже 7%. Предложение авторитетных членов «Столыпинского клуба» реализовать «российский вариант умеренно-мягкой денежно-кредитной политики (политики „количественного смягчения“), направленной на рефинансирование ЦБ РФ кредитов коммерческих банков и институтов развития, в том числе в рамках системы проектного финансирования, рефинансирования масштабных программ кредитования МСП, ипотеки и инфраструктурных проектов, прежде всего, в регионах»¹ — следствие непонимания сущности *QE*.

Реализация антикризисной программы Правительства РФ вместе с быстрым ростом мировой цены нефти, которая в апреле 2010 г. достигла 125 долл./баррель, способствовали возобновлению экономического роста уже с 2010 г. и к 2012 г. ВВП России превысил докризисный уровень.

Примечательную оценку путей преодоления кризиса 2007–2009 гг. в России дал британский журналист Чарльз Кловер, возглавлявший московское бюро газеты «The Financial Times»: «Россия оказалась в довольно неплохом положении,

¹ URL: <http://stolypinsky.club/economica-rosta/>

будучи в состоянии пережить нынешний кризис. У нее огромные запасы денежных средств, а ее банковская система хоть и нестабильна, но не настолько велика в сопоставлении с остальной экономикой, как в западных странах»¹. Примечательна она в двух моментах. Во-первых, в ней мимоходом констатируется общепризнанность утверждения Х. Мински о объективно присущем современной рыночной экономике опережающем развитии финансовой сферы по сравнению с другими ее секторами и связанных с этим угрозами. Во-вторых, неявно отмечается, что меры российского руководства по преодолению последствий мирового финансового кризиса нельзя назвать стабилизационной политикой в истинном ее понимании.

Российское правительство действовало как глава большого домашнего хозяйства с большими материальными и финансовыми запасами, за счет которых на определенное время можно сохранить достигнутое положение. Действенную денежную политику невозможно было проводить из-за неразвитости банковской системы и низкой доли небанковских финансовых организаций, а большие бюджетные расходы были направлены на поддержание «социально значимых» предприятий. Не произошло стимулирующего приращения бюджетных расходов ни в производственную, ни в социальную инфраструктуру, о чем свидетельствуют данные о структурной динамике расходов федерального бюджета, представленные на рис. 3.

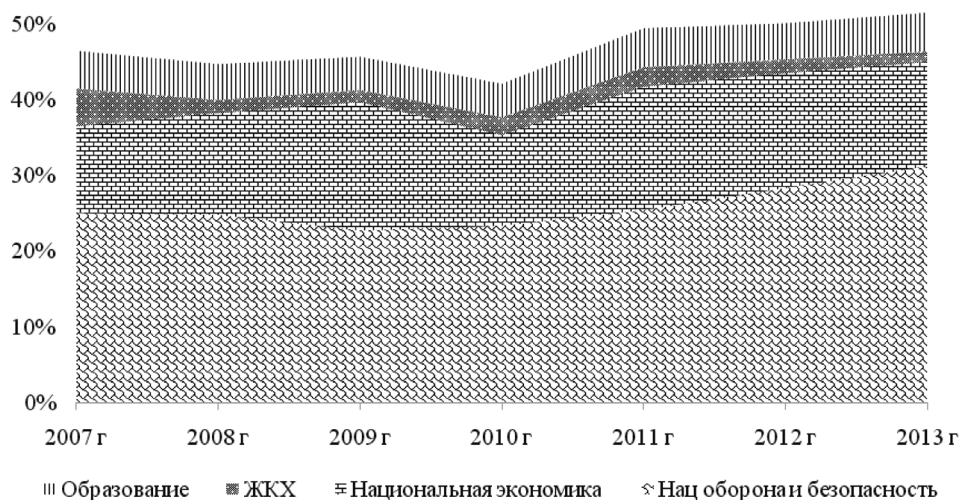


Рис. 3. Структурная динамика основных расходных статей федерального бюджета

Для количественной оценки действенности стабилизационной политики в различных странах сотрудники института «Центр развития» НИУ-ВШЭ на основе данных Всемирного банка за 2006–2015 гг. рассчитали специальный показатель, отображающий результативность выполнения государством стабилизационной функции. В числе 35 стран, входящих в ОЭСР, наибольшее значение этого показателя (4,6) было у Австралии, а наименьшее (0,24) у Турции; у России оно оказалось 0,18 (Акиндинова, Чернявский, Авдеева, 2017, с. 45).

Структурным реформам, направленным на улучшение бизнес-среды, не оказалось места в портфеле антикризисных мероприятий российских властей, хотя необходимость их осуществления остро ощущалось еще до Великой рецессии. Экстенсивный рост российской экономики в первом десятилетии XXI в. привел

¹ URL: <https://inosmi.ru/world/20081010/244565.html>

ее в «ловушку среднего дохода»¹, из которой можно выбраться только за счет интенсификации производства на основе инноваций и вложений в человеческий капитал, доля которых в ВВП России значительно ниже, чем в развитых странах.

Малые предприятия, удельный вес которых в создании ВВП в 3–4 раза меньше, чем в развитых странах, вместо реальной господдержки столкнулись с ограничениями, сдерживающими предпринимательскую инициативу. «В качестве отдельных примеров можно привести увеличение страховых платежей, отмену льготы по налогу на имущество организаций для плательщиков специальных налоговых режимов, введение торгового сбора, предъявление новых требований по проведению специальной оценки условий труда. Разнонаправленность и несогласованность мер в отношении малого и среднего предпринимательства снижает уровень доверия предпринимателей к государству, приводит к уходу бизнеса в нелегальное поле, формирует у предпринимателей „психологию временщиков“, а также нивелирует положительные эффекты от реализации мер государственной поддержки» (Доклад Государственного совета, 2015, с. 3–4). В результате с 2009 по 2013 г. доля занятых в неформальном секторе экономики, по официальным данным, возросла с 24 до 28%.

Если в развитых странах экономическая помощь частному сектору в период рецессии после ее завершения сопровождалось масштабными распродажами государственных активов², то в России она привела к беспрецедентному увеличению государственного сектора: с 2005 по 2015 г. доля госкорпораций в ВВП повысилась с 5 до 70%. Примечательное объяснение этому дал министр экономического развития М. Орешкин: «Это на самом деле означает, что у нас больше не стоит жесткой задачи финансировать дыры, которые есть в бюджете»³. В докладе, подготовленном для Правительства Федеральной антимонопольной службой в сентябре 2016 г. констатировалось: «В России сложился государственно-монополистический капитализм»⁴.

Во время кризисов особенно наглядно проявляются недостатки социально-экономических систем. То, что обнаружилось в российском народном хозяйстве, позволяет усомниться в том, является ли оно современной рыночной экономикой.

Страны «Большой двадцатки». Мировая рецессия 2007–2009 гг. обнаружила два важных обстоятельства: 1) ускоренно развивающийся и структурно усложняющийся по мере роста благосостояния людей рынок финансов, который, в отличие от рынка благ, проциклически воздействует на имманентно присущую рыночной экономике цикличность развития: при повышении цены блага объем спроса на него, как правило, снижается, а повышение курса ценных бумаг, обычно, увеличивает спрос на них и особенно, когда на фондовом рынке могут участвовать коммерческие банки; 2) глобализация не сводится к опережающему развитию внешней торговли; ее сущностной характеристикой является интеграция национальных рынков, включая рынок капитала.

Возникла потребность дополнить национальные системы контроля финансовых рынков международным регулированием мирового рынка капитала. За решение этой

¹ «Россия попала в ловушку среднего уровня доходов. Что означает ловушка на практике? Что в самой стране становится невыгодно производить ничего, кроме услуг, которые не экспортируются, и сырья», — констатировал ректор РАНХиГС при Президенте РФ Владимир Мау в интервью корреспонденту «Газета.ру» Светлане Бабаевой 25 декабря 2013 г.

² «С января 2013-го по декабрь 2016 года поступления от приватизации в мире составили почти один триллион долларов» (Аналитический доклад ЦСР, 2018, с. 9).

³ URL: <https://www.rbc.ru/economics/07/02/2018/5a7adc529a7947db6df067a0>

⁴ URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2016/09/29/658959-goskompanii-kontroliruyut-ekonomiki>

задачи взялась группа стран, производящих более 80% мирового ВВП: Австралия, Аргентина, Бразилия, Великобритания, Германия, Индия, Индонезия, Италия, Канада, Китай, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, США, Турция, Франция, Южная Корея, ЮАР, Япония и Европейский союз (G-20). Первый саммит с участием глав государств состоялся 14–15 ноября 2008 г. в Вашингтоне. На нем была принята Декларация, первый пункт которой гласит: «Мы, руководители стран-участниц „Группы двадцати“, собрались на свою первую встречу в Вашингтоне 15 ноября 2008 г., в период, когда мировая экономика и финансовые рынки сталкиваются с серьезными вызовами. Мы исполнены решимости наращивать свое сотрудничество и работать сообща в целях возобновления глобального роста и проведения реформ, в которых нуждаются мировые финансовые системы». В декларации четко определены коренные причины возникшего кризиса, не оспариваемые и после 10-летнего анализа происшедшего: «В существовавших ранее в текущем десятилетии условиях быстрого глобального роста, увеличивавшихся потоков капитала и длительной стабильности участники рынка, стремясь к получению высоких прибылей, не учитывали должным образом имеющиеся риски и действовали без надлежащего предварительного анализа. В то же время такие факторы, как слабые нормы в отношении гарантий, непродуманные методы управления рисками, растущая сложность и непрозрачность финансовых продуктов и вытекающее из этого чрезмерное использование кредитов для биржевой игры в своей совокупности привели к появлению в этой системе уязвимых мест. Политики, а также регулирующие и контрольные инстанции в ряде развитых стран должным образом не учитывали и не боролись с нарастающими рисками на финансовых рынках, не шли в ногу с финансовыми инновациями и не принимали во внимание системных последствий мер регулирования, осуществляемых на национальном уровне». С тех пор главы правительств и центральных банков «Большой двадцатки» встречаются ежегодно в разных странах для консультаций о методах укрепления мировой финансовой системы на основе разработки всеми признаваемых стандартов.

В 2009 г. на Лондонском саммите при G-20 был создан Совет по финансовой стабильности (*Financial Stability Board, FSB*) для подготовки международного законодательства по контролю и регулированию мирового рынка ценных бумаг. *FSB* тесно сотрудничает с существующим с 1974 г. при Банке международных расчетов¹ Базельским комитетом по банковскому надзору при создании методик оценки устойчивости коммерческих банков и финансовых компаний. *FSB* осуществляет мониторинг принятых «Большой двадцаткой» решений.

С 2011 г. *FSB* ежегодно публикует список системообразующих банков и страховых компаний, которые находятся под его усиленным надзором, помогая ориентироваться участникам финансовых сделок. При возникновении кризисных ситуаций банкам, попавшим в этот список, будет оказана первоочередная помощь мировых финансовых институтов. В списке 2016 г. кроме известных банков США, Европы и Японии, оказались 4 китайских банка. Поскольку банки России пока в список *FSB* не попадают, то ЦБР с 2015 г. стал публиковать аналогичный, предназначенный для тех же целей список отечественных банков; в 2017 г. в нем оказались 11 банков, на долю которых приходилось более 60% совокупных активов отечественного банковского сектора; причем в пяти из них государство имеет долю в капитале.

FSB создала специальную группу экспертов из разных стран для постоянного мониторинга роли теневой банковской деятельности в современной финансовой

¹ Основанная в 1930 г. международная финансовая организация со штаб-квартирой в Базеле для облегчения международных финансовых расчетов между национальными центральными банками.

системе и поиску путей превращения ее в устойчивое рыночное финансирование. Ежегодные доклады этой группы представляются участникам G-20. В докладе, представленном к саммиту 2017 г. в Гамбурге, отмечалось, что в теневой банковской деятельности сосредоточено 13% всех финансовых ресурсов мира. Для многих фирм и домашних хозяйств этот сектор является ценной альтернативой предложения кредитов, стимулирующей экономическую активность. «Оценка, проведенная в июле 2017 г., показала, что аспекты теневого банкинга, которые, как считается, способствовали финансовому кризису, значительно сократились и в целом больше не представляют рисков для финансовой стабильности. На момент проведения оценки *FSB* не выявила других новых рисков финансовой стабильности, связанных с теневыми банковскими операциями, которые потребовали бы принятия дополнительных мер регулирования на глобальном уровне. Тем не менее в будущем, вероятно, будут развиваться новые формы теневого банковского обслуживания, что подчеркивает важность продолжения мониторинга для снижения связанных с этим рисков и поддержки трансформации этой деятельности в устойчивое рыночное финансирование» (Global Shadow, 2018, p. 5).

Если теневая банковская деятельность появилась до Великой рецессии и способствовала ей из-за того, что денежные власти вовремя не смогли безопасно вовлечь эту разновидность предпринимательства в существующую финансовую систему, то наиболее обсуждаемый сегодня новый финансовый инструмент — биткойн, основанный на технологии блокчейн, был рожден мировым финансовым кризисом 2007—2009 гг. В январе 2009 г. никому не известный японец Сатоши Накамото предложил создать электронную денежную систему без участия центральных банков. Это стало ответом на ужесточение контроля и государственного регулирования финансовых сделок. Из-за того, что блокчейн исключает посредников в финансовых транзакциях, он получил прозвище «убийца банков».

Блокчейн — это 3-й этап обеспечения доверия к всеобщему платежному средству (общепризнаваемому долгу) — деньгам: «товарные» деньги покоились на молчаливом согласии экономических субъектов считать универсальным благом драгоценные металлы; доверие к сменившим их «бумажным» деньгам основывается на законодательно закрепленных гарантиях государства; блокчейн обеспечивает доверие к криптовалютам посредством открытого для всех реестра записей от момента появления очередной порции биткоинов (эфиров, токенов) через все сделки с ней до последнего ее владельца. Так достигается совершенная информированность субъектов рынка: в блокчейне все видят все. Поэтому недоразумением представляются опасения, что криптовалюты облегчат уклонение от налогов или нелегальную торговлю оружием. Как раз, наоборот, — блокчейн эффективный инструмент предотвращения подобных незаконных операций¹.

¹ «Отличительная черта алмазной индустрии — высокий уровень преступности и нарушений закона. Драгоценные камни очень малы в размерах и поэтому легко поддаются скрытой транспортировке. Самая приятная для преступников часть заключается в том, что транзакции выполняются конфиденциально, а каждая продажа при этом позволяет получать прибыль в течение нескольких лет. Бриллианты имеют дурную славу инструмента отмывания денег и средства финансирования терроризма в поистине огромных масштабах по всему миру. Над решением целого ряда подобных острых и непростых проблем работает одна из технологических компаний-пионеров в этой сфере — Everledger. Она предоставляет различным заинтересованным участникам от страховых компаний и предъявителей претензий на права до правоохранительных органов доступ к реестру с неизменяемыми историческими данными, позволяющему идентифицировать бриллианты и подтверждать подлинность операций с ними. Сервис выпускает для каждого бриллианта «цифровой паспорт» — своего рода уникальную метку, сопровождающую его драгоценный камень в рамках всех связанных с ним транзакций» (URL: <https://promdevelop.ru/primenenie-tehnologii-blokchejn-v-raznyh-otraslyah>).

В настоящее время общепризнано, что блокчейн может способствовать более эффективному функционированию финансовых рынков. Обсуждение этих возможностей произойдет на саммите G-20 осенью 2018 г. в Буэнос-Айресе. На официальном сайте форума G-20 в связи с этим сообщается: «Технология, лежащая в основе криптоактивов, имеет потенциал для повышения доступности финансовых услуг. В то же время важно проанализировать ее влияние на финансовую стабильность, уклонение от уплаты налогов и финансирование незаконной деятельности. Этот вопрос является важным пунктом повестки заседания — участники обсудят общее решение, которое бы позволило минимизировать риски и не препятствовало развитию инноваций».

Источники

- Акиндинова Н., Чернявский А., Авдеева Д. Результативность бюджетных расходов в России и странах ОЭСР // Вопросы экономики. 2017. № 2. С. 30–61.
- Аналитический доклад ЦСР «Эффективное управление государственной собственностью в 2018–2024 гг. и до 2035 г.».
- Боунер У., Уиггин Э. Судный день американских финансов / пер. с англ. Челябинск, 2005.
- Доклад Государственного совета Российской Федерации «О мерах по развитию малого и среднего предпринимательства». 2015.
- Жилищное хозяйство в России 2016: Официальное издание / Росстат. М., 2016.
- Ку Р. Священный грааль макроэкономики / пер. с англ. М., 2014.
- Мински Х. Стабилизируя нестабильную экономику / пер. с англ. М.; СПб., 2017.
- Яковлев А. И. XVII «Леонтьевские чтения»: «Экономическая теория: триумф или кризис?» // Финансы и бизнес. 2018. № 2. С. 145–148.
- Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options. Findings of an Interdepartmental Task Force. Approved by Kenneth Rogoff. IMF. 2003. 30 Apr.
- Global Shadow Banking Monitoring. Report 2017. 2018. 5 March.
- Motoshige I., Shimoi N. On the Role of Monetary Policy in a Deflationary Economy: The Case of Japan. The University of Tokyo, Faculty of Economics / Discussion Paper N CIRJE-F-90. 2000. Sept.
- Monetary stability, financial stability and the business cycle. Basel. 2003. 28–29 March.

References

- Akindinova N., Chernyavsky A., Avdeeva D. Rezul'tativnost' byudzhetnyh raskhodov v Rossii i stranah OEHSR [Efficiency of budget expenditures in Russia and OECD countries]. *Voprosy ekonomiki* [Economic issues], 2017, N 2, pp. 30–61. (In Russian)
- Analiticheskij doklad CSR «Effektivnoe upravlenie gosudarstvennoj sobstvennost'yu v 2018–2024 gg. i do 2035 g.».
- [Analytical report of the CSR „Effective management of state property in 2018–2024 and until 2035“]. (In Russian)
- Boener W., Wiggin E. *Sudnyj den' amerikanskih finansov. Per. s angl.* [The Judgment Day of the American Finances]. Chelyabinsk, 2005. (In Russian)
- Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options. Findings of an Interdepartmental Task Force. Approved by Kenneth Rogoff. IMF, 2003. 30 Apr.
- Doklad Gosudarstvennogo Soveta Federacii «O merah po razvitiyu malogo i srednego predprinimatel'stva». 2015 [Report of the State Council of the Federation „On measures for the development of small and medium-sized businesses“]. 2015]. (In Russian)
- Global Shadow Banking Monitoring. Report 2017, 2018, 5 March.
- Motoshige I., Shimoi N. *On the Role of Monetary Policy in a Deflationary Economy: The Case of Japan*. The University of Tokyo, Faculty of Economics. Discussion Paper N CIRJE-F-90, 2000, Sept.
- Ku R. *Svyashchennyj graal' makroekonomiki*. Per. s angl. [The sacred grail of macroeconomics]. Moscow, 2014. (In Russian)
- Minsky H. *Stabiliziruya nestabil'nyuy ehkonomiku*. Per. s angl. [Stabilizing an unstable economy]. Moscow; St. Petersburg, 2017. (In Russian)
- Monetary stability, financial stability and the business cycle. Basel, 2003, 28–29 March.
- Yakovlev A. I. XVII «Leont'evskie chteniya»: «Ekonomicheskaya teoriya: triumf ili krizis?» [XVII Leontief Readings: „Economic theory: triumph or crisis?“]. *Finansy i biznes* [Finance and business], 2018, N 2, pp. 145–148.
- Zilishchnoe hozyajstvo v Rossii 2016: Oficial'noe izdanie / Rosstat. [Housing in Russia 2016: Official publication / Rosstat]. Moscow, 2016. (In Russian)