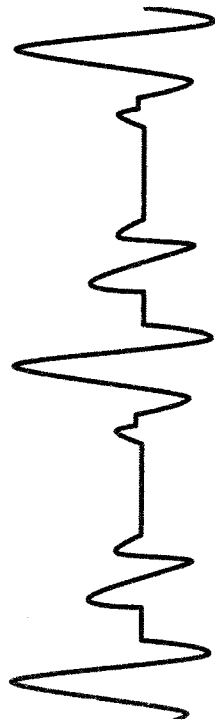


ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС В РОССИИ И В МИРЕ

Научный редактор
Е. Т. Гайдар



Москва
2009

УДК 338.124.4(470+571)
ББК 65.9(2Рос)-971
Ф59

Научный редактор **Е. Т. Гайдар.**

Авторы:

Архипов С. — ОАО «Банк ВТБ» — часть 4; Дробышевский С. — ИЭПП — введение, часть 2 (в соавторстве с Моисеевым А. и Юдаевой К.); Мау В. — АНХ — часть 6; Моисеев А. — инвестиционная группа «Ренессанс Капитал» — часть 2 (в соавторстве с Дробышевским С. и Юдаевой К.); Орлов А. — Университет Эдварда (США) — часть 3; Стародубровский В. — ИЭПП — часть 5; Худько Е. — ИЭПП — приложение; Энтов Р. — академик РАН — часть 1; Юдаева К. — ОАО «Сбербанк России» — часть 2 (в соавторстве с Дробышевским С. и Моисеевым А.).

Финансовый кризис в России и в мире / Под ред. Е. Т. Гайдара —
Ф59 М.: Проспект, 2009. — 256 с.

ISBN 978-5-392-00790-5

Российская экономика, подоледившая к осени 2008 г., как казалось, в отдельной форме, вскоре была возвращена в кризис, охвативший сначала финансовую сферу, а затем распространившийся и на реальный сектор. Взаимосвязь российских событий и кризисных явлений в мире стала очевидной для всех. В 2009 г. неопределенность относительно будущего состояния реального и финансового сектора экономики РФ, движений курса российской валюты лишь нарастает.

Что вызвало столь масштабные кризисные явления? В какой степени кризис в России является следствием глобализации мировой экономики, а в какой — вызван внутренними причинами? Каковы эти причины? Как долго продлится кризис? Каковы рецепты преодоления кризиса в мире и в России? Возможен ли для России свой, в обход от мировых тенденций, выход из кризиса?

Книга представляет собой попытку ответить на эти вопросы в той степени, в какой это возможно в контексте масштабных изменений, происходящих сейчас в мировой экономике и подпрыгивающих устоявшиеся объяснительные модели.

В книге выявлена логика развития кризисных явлений, сформулированы гипотезы о факторах и причинах мирового кризиса, характере российского финансового кризиса, взаимосвязи явлений в России и в мире, а также об эффективности тех или иных мер, принимаемых властями разных стран.

УДК 338.124.4(470+571)
ББК 65.9(2Рос)-971



9785392007905

© Фонд «Институт экономики переходного периода», 2009
© ООО «Проспект», 2009

ВВЕДЕНИЕ

Десятилетие дефолта 1998 года Россияне отметили с мировым размахом.

Сайт (anekdot.ru). Октябрь 2008 г.

В августе—сентябре 2008 г., как и десять лет назад, Россия столкнулась с резким ухудшением ситуации в финансовом секторе: фондовый рынок падал рекордными темпами, Банк России стал терять резервы, курс рубля, укреплявшийся на протяжении предыдущих шести лет, снова оказался неустойчивым, положение российских банков стало вызывать опасение не только у профессиональных инвесторов, но и у простых вкладчиков. Однако ряд моментов указывал на явные отличия ситуации от 1998 г.

Во-первых, в 1998 г. были очевидны внутренние причины кризиса: сохранение высокого дефицита федерального бюджета, породившее пирамиду ГКО, поддержание Центральным банком РФ квализифицированного курса рубля, падение цен на нефть до самых низких за десятилетие уровней. К осени 2008 г. российская экономика подошла, как казалось, в отличной форме: высокие темпы роста ВВП и реальных доходов населения отмечались девять лет подряд, правительство и Банк России накопили невиданные резервы, цены на нефть, хотя и снизились по сравнению с пиком в мае 2008 г. в 2—3 раза, соответствовали уровню 2004—2005 гг., когда экономика России устойчиво росла.

Во-вторых, хотя в Юго-Восточной Азии кризис бушевал уже с июня 1997 г., его взаимосвязь с российскими событиями для большинства россиян тогда осталась не конца осо-

знанной. В 2008 г. взаимосвязь российских событий и кризисных явлений в мире стала очевидной для всех.

В-третьих, к ноябрю—декабрю 1998 г. пиковая фаза кризиса была пройдена, кризисные явления в банковской системе локализованы, российская промышленность почувствовала влияние девальвации рубля, курс рубля хотя и продолжал снижаться, но перестал определять ежедневное поведение экономических агентов. В конце 2008 — начале 2009 гг. неопределенность относительно будущего состояния реального и финансового сектора экономики Российской Федерации, движений курса российской национальной валюты лишь нарастала.

Таким образом, проведение прямых аналогий между кризисами 1998 и 2008 гг. некорректно — это очевидно не только для профессиональных экономистов, но и для большинства населения страны. Вместе с тем растут интерес к объяснению текущей ситуации, желание понять, что же вызвало столь масштабные кризисные явления, охватившие практически весь мир. Ключевыми вопросами, которые задаются экономистам и политикам на встречах и конференциях осенью 2008 г., являются:

- 1) Что же такое современный экономический кризис, есть ли у него аналоги в прошлом, почему это случилось именно сейчас, кто виноват в развитии кризиса?
- 2) В какой степени кризис в России является следствием глобализации мировой экономики и в какой — вызван внутренними причинами (и какими внутренними причинами)?
- 3) Каковы рецепты преодоления кризиса в мире и для России?

4) Как долго продлится кризис? Возможен же для России свой выход из кризиса, отличный от общемировых тенденций?

К сожалению, ответить почти на все вопросы в настоящее время не представляется возможным. Происходящие в мировой экономике в настоящее время явления столь масштабны, что любая попытка построить известные события в рамках уютявшихся моделей оказывается безуспешной, как только происходит следующее событие.

В настоящей книге мы не претендуем на проведение полного и обстоятельного анализа причин и факторов кризиса

в мире и в России. Своей целью видим в первую очередь обобщение имеющейся в настоящее время информации о ходе развития кризисных явлений, придание ей определенной логики, формулировку предварительных гипотез о характере данного кризиса, взаимосвязи явлений в России и в мире, а также об эффективности тех или иных мер, принимаемых властями разных стран.

Соответственно в первой части книги нами представлены основные положения теории экономических циклов и кризисов, дан ретроспективный анализ эволюции взглядов экономистов на природу и закономерности развития циклического развития экономики.

Вторая часть книги посвящена описанию хода развития текущего кризиса в мире, его периодизации. Отдельно рассмотрено развитие кризиса на ипотечном рынке США (часть 3), ставшего (по крайней мере, хронологически) спусковым крючком для кризиса в финансовой сфере США, а также дано описание новых производных финансовых инструментов (часть 4), получивших развитие в последние годы и, по мнению многих экспертов, ставших одним из основных факторов, определивших масштабы и глубину кризиса.

В пятой части книги дан обзор состояния российской экономики в 2008 г., показано влияние кризисных явлений на итоги 2008 г., выделены те внутрироссийские факторы, которые, по нашему мнению, определили развитие кризиса в России.

Шестая часть книги посвящена предварительному анализу и обобщению гипотез о факторах и причинах кризиса в мире, антикризисных мерах, принимаемых в различных странах мира, вызовах, стоящих перед российской экономикой и российскими экономическими властями в настоящий момент.

Таблица I

**Колебания хозяйственной активности в Англии,
1700—1802**

Нижняя точка	Пик	Финансовый кризис	Бедный урожай, сокращенные поставки зерна	Войны
1700	1701	Февраль—март 1701		Война за испанское наследство с 1701
1702	1704	Октябрь—декабрь 1704		
1706	1708	Август—декабрь 1710	1708—1709	Победы в 1703—1704, поражения в 1705
1712	1714	Июль—декабрь 1715		Мир 1714
1716	1717—1718	Март 1719, август—декабрь 1720		Война с Испанией, август 1718—1720
1722	1724—1725	Октябрь—декабрь 1726	1725—1726	Отмена пошлин на английский экспорт, 1722
1727	1728	1728—1729		Новая война с Испанией, 1727—1729
1730	1733	Октябрь—декабрь 1733		
1734	1738		1740—1741	
1742	1743			Война с Францией, 1744—1748
1746	1746	Сентябрь 1745—апрель 1746		
1748	1751			
1755	1761	Июнь—декабрь 1761	1757—1758	Семилетняя война, 1756—1763
1763	1764	Июль—октябрь 1763	1767—1768	
1769	1771—1773	Июнь 1772—январь 1773	1773—1775	

Часть I НЕКОТОРЫЕ ПРОБЛЕМЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ДЕЛОВЫХ ЦИКЛОВ

Теория экономического цикла развивается практически уже около двух столетий. Но никогда и никому ни один из кризисов предсказать не удалось. Более того, одна из теорий утверждает, что кризис не может быть предсказан: он просто перестает быть кризисом, если все ожидают, что он завтра наступит.

В той мере, в какой удается составить представление о хозяйственной жизни европейских государств в Средние века и на пороге Нового времени, по-видимому, можно утверждать: экономическая динамика указанных стран характеризовалась значительной волатильностью. Периоды оживления хозяйственной активности и расширения производства сменялись периодами спада. Так, чрезвычайно неблагоприятное влияние на движение производства оказывали массовые эпидемии, уносившие миллионы жизней, кровопролитные и разрушительные войны, серьезные неурожаи и эпизоотии и др.

Регулярно фиксировавшиеся в XVIII в. кризисные ситуации чаще всего принимали форму финансовых кризисов. В конце 50-х гг. прошлого столетия опубликовано серьезное исследование английского экономического историка Т. Эштона, посвященное колебаниям хозяйственной активности в Англии на протяжении XVIII в. Некоторые итоги его анализа приведены в табл. I. Понятно, что в качестве основных факторов, порождавших кризисы, выступали военные действия и неурожаи, вызывавшиестрое вздорожание предметов питания и важнейших видов сырья, а вместе с тем обостре-

Окончание табл. 1

Нижняя точка	Пик	Финансовый кризис	Бедный урожай, сокращенные поставки зерна	Войны
1775	1777	Январь—апрель 1778		Война за независимость, США. 1776
1781	1783	Сентябрь 1783 — январь 1784	1782—1784	Франко-испанское объединение против Англии 1778—1781, мир 1783
1784	1787	Май—июнь 1788	1788—1790	
1789	1792	Ноябрь 1792 — апрель 1793		
1794	1796	Февраль—июнь 1797	1796—1798	Война с Францией. 1793—1802
1798	1799	Август—ноябрь 1799	1799—1800	
1800	1802			

Источники: Moore G., Zarlowitz V. The Development and the Role of the National Bureau's Business Cycle Chronologies // NBER Working Paper — 1994. 1984.

ние проблем платежного баланса. По продолжительности, как видно из таблицы, периоды действия неблагоприятных условий не уступали благоприятным.

Теоретическое понятие «кризис» — конституирующий компонент концепции делового цикла — с самого начала связывалось с характеристикой массовой перепроизводства и перенакопления капитала, а это предполагало наличие достаточно зрелых рыночных отношений и формирование капиталистической промышленности.

В новых условиях существование падение (промышленного) производства сопровождалось бросавшимся в глаза резким увеличением численности безработных, лишенных средств существования. И в сельском хозяйстве периодически наблюдались более интенсивный отток экономического активного населения, но часть этих людей обычно могла найти какие-либо

заработки в городах (по крайней мере, в благоприятной фазе цикла). Кроме того, кризисное падение промышленного производства неизменно сопровождалось интенсивным падением спроса и цен на сырьевые и топливные ресурсы (простая акселерационная зависимость).

Денежная теория некоторых представителей классической школы, как известно, ставила под вопрос саму возможность всеобщего перепроизводства (glut). В примечаниях к книге Т. Мальтуса «Начала политической экономии» Д. Рикардо писал, что утверждение, согласно которому может иметь место одновременно «избыток капитала» и «избыток населения», представляет собой просто «противоречие в понятиях». Предприниматели, обладающие капиталом, всегда смогут предоставить занятые незанятым работникам.

В 21-й главе «Начал политической экономии и налогового обложения» можно прочесть: «Какой-нибудь отдельный товар может быть произведен в излишнем количестве, и рынок будет до такой степени переполнен, что не будет даже возмещен капитал, затраченный на этот товар. Но это не может случиться одновременно со всеми товарами» [Рикардо, 1955, с. 240]. Ж. Сисмонди (которого сам Д. Рикардо в предисловии к своей работе относит к числу самых выдающихся экономистов) и Т. Мальтус оспаривали закон Сэя—Рикардо, отмечая возможность — а при определенных условиях — и неизбежность расхождений между (совокупным) спросом и предложением.

Упомянувшиеся работы Д. Рикардо, Ж. Сисмонди и Т. Мальтуса были опубликованы во второй половине 20-х гг. XIX столетия. Эти авторы, по существу, были лишены практической возможности проверить свои теоретические гипотезы. В эти годы даже в самых развитых странах лишь развевывались формировавшие крупную машинную индустрии. К тому же просто отсутствовали макростатистические агрегаты, непременно используемые в настоящее время в дискуссиях по поводу циклических колебаний хозяйственной активности.

Стоит напомнить, что лишь через 100 лет в развитых странах стали рассчитываться индексы, характеризующие совокупные масштабы промышленного производства, а несколько позже — физический объем национального продукта,

валового внутреннего продукта. Поэтому и Клеману Жюгляру, опубликовавшему в 1862 г. результаты эмпирического исследования экономических циклов во Франции, Англии и Соединенных Штатах [см.: *Juglar, 1889*], приходилось пользоваться прежде всего разрозненными и часто не очень надежными (и (или) не вполне сопоставимыми) оценками, которые характеризовали масштабы выпуска в некоторых ведущих отраслях промышленности, и несколько более основательной статистикой цен на некоторые товары.

Среди тех авторов, которые впервые привлекли внимание к проблеме кризисов перепроизводства, периодически поражающих экономику, следует назвать, конечно, К. Маркса и Ф. Энгельса. Еще в «Манифесте Коммунистической партии» (1848) они выделяли регулярные промышленные кризисы в качестве одного из проявлений исторической обреченности капиталистического способа производства. С тех пор исследование проблем экономического цикла в марксистских работах неизменно содержало отчетливо выраженный идеологический компонент.

После Великой депрессии Институт мировой экономики и международных отношений Академии наук СССР подготовил ряд основательных работ по теории и истории кризисов. Не только общая теоретическая концепция, но даже проблемы периодизации и конкретные исторические характеристики отдельных кризисов излагались в них с догматических позиций: анализ чаще всего откровенно подгонялся под «разоблачительные» выводы¹. И тем не менее в исследованиях, проведенных под руководством Е. С. Варги, И. А. Трахтенберга, Л. А. Мендельсона, можно найти, как представляется, немало тонких исторических наблюдений и нетривиальных конкретных соображений.

Со времени публикации теоретической дискуссии между Д. Рикардо и Т. Мальтусом прошло без малого два столетия. В данном введении предпринята попытка выделить лишь некоторые возникшие впоследствии проблемы, связанные с исследованием экономического цикла.

¹ Напомним, что первые работы об экономических кризисах публиковались в 1930-х гг. в период нарастания массовых репрессий и вместе с тем подготовки непреходящего образца для всех изысканий советских общественных наук — «Краткого курса истории ВКП(б)».

1. ПРОБЛЕМА ОПРЕДЕЛЕНИЯ ПОВОРОТНЫХ ТОЧЕК ДЕЛОВОГО ЦИКЛА

Примечательно, что и К. Маркс, и один из основоположников неоклассической теории — У. Джевонс не только исходили из более или менее строгой периодичности делового цикла, но и были уверены в том, что период полного цикла составляет примерно 10—11 лет¹. К этому выводу склонялся и упоминавшийся выше автор первого серьезного эмпирического исследования К. Жюгляр (10-летние циклы иногда вслед за Й. Шумпетером называют *циклами Жюгляра*). В качестве иллюстрации обычно рассматривались лишь те падения экономической активности, которые отстояли друг от друга примерно на 10 лет. В условиях почти полного отсутствия агрегатных макроэкономических показателей предметом теоретической дискуссии просто не мог стать вопрос о предполагаемых критериях циклического кризиса.

Новый период в статистическом изучении делового цикла открыл ряд работ, подготовленных американским Национальным бюро экономических исследований. С момента возникновения (1920) бюро развернуло кропотливую работу по сбору всевозможных исторических публикаций, которые могли бы как-то характеризовать изменения экономической активности в США и Англии (1790—1925 гг.), Франции (1840—1925 гг.), Германии (1853—1925 гг.) и в 13 других стран. Один из руководителей исследования — Уиллард Торп в 1926 г. издал объемный труд «Анналы хозяйственной жизни», список литературы в этой работе включал сотни самых различных источников (см.: [Thorp, 1926]).

Результаты разысканий позволяли предположить, что начиная с конца XVIII в. Англия и США достаточно часто сталкивались со спадами хозяйственной активности (например, в Англии в первой половине XIX в. спады достигали dna в 1803, 1808, 1811, 1816, 1819, 1825, 1829, 1832, 1837, 1842 и 1848 гг., причем продолжительность спада во второй половине 40-х годов достигала трех лет).

¹ Периодизация циклических кризисов в марксистской литературе вышледела следующим образом: 1825, 1836, 1847, 1857 гг. и т. д. (кризис 1857 г. обычно рассматривался как первый мировой циклический кризис).

Деловые циклы в США: 1854—2001 гг.

Опорные даты бизнес-циклов	Продолжительность в месяцах		
	пик	снился	цикл
В скобках указаны кварталы		от пика к нижней точке	низшая точка от предыдущего пика
		подъем	низшая точка от предыдущей точки
		от пика к нижней точке	низшая точка от предыдущего пика
		подъем	низшая точка от предыдущей точки
	Декабрь 1854 (IV)	—	—
	Июнь 1857 (II)	18	48
	Октябрь 1860 (III)	8	30
	Апрель 1865 (I)	32	46
	Июнь 1869 (III)	18	36
	Октябрь 1873 (III)	65	34
	Март 1883 (I)	38	36
	Март 1887 (III)	13	22
	Июль 1890 (III)	10	27
	Июль 1893 (I)	17	20
	Декабрь 1895 (IV)	18	8
	Июнь 1899 (III)	18	24
	Сентябрь 1902 (IV)	23	21
	Май 1907 (II)	13	33
	Июль 1910 (I)	24	19
	Июль 1913 (I)	23	12
Август 1918 (III)	7	44	
Июль 1920 (I)	18	10	
Июль 1923 (II)	14	22	
Октябрь 1926 (III)	13	27	
Август 1929 (III)	43	21	
Май 1937 (II)	13	50	
Февраль 1945 (I)	8	80	

В предисловии к работе Торпа У. Митчелл отмечал недостаточную сопоставимость приводимых данных, их противоречивость, а в ряде случаев, по-видимому, и наличие серьезных ошибок измерения. И все же при всех оговорках датировка опорных (reference) циклов, наверное, плохо согласуется с гипотезой регулярной десятилетней периодичности цикла.

Простейший выход из возникшего затруднения представляло выделение среди указанных спадов больших, глубоких кризисов, которые, по определению, должны были носить циклический характер¹. Однако, когда появилась сопоставимая макростатистика за сколько-нибудь продолжительный период, выяснилось, что периоды между сравнительно более глубокими падениями производства существенно различаются между собой и лишь в редких случаях равны 9—11 годам.

Обратимся к данным Национального бюро экономических исследований (НБЭИ) об опорных циклах, наблюдавшихся в США на протяжении полуторазекового периода (с декабря 1854 г. по ноябрь 2001 г.) (см. табл. 2). Из приведенных данных можно видеть, что промежутки между низшими точками спадов в XX столетии менялись от двух с небольшим лет (1919—1921 гг.) до почти 11 лет (1991—2001 гг.).

На протяжении прошлого столетия неоднократно принимались попытки совместить тезис о строгой периодичности экономических циклов с указанными фактами. Одна из наиболее интересных теоретических гипотез принадлежат выдающемуся экономисту Й. Шумпетеру, опубликованному перед Второй мировой войной двухтомное исследование об экономических циклах (см.: [Schumpeter, 1939]).

Й. Шумпетер исходил из наличия более или менее (строго) периодических циклов разной продолжительности. К этому времени получили известность эмпирические исследования, выявившие важную роль циклических колебаний товароматериальных запасов (inventory cycles)². Такие циклы получили

¹ В марксистской теории циклические кризисы отделялись от добавочных кризисов (Nachkrisen), промежуточных и других кризисов.

² Для иллюстрации роли рассасывания запасов готовой продукции, а также сырья и полуфабрикатов напомним об опыте более поздней рецессии 1973—1975 гг.: сокращение товарно-материальных запасов в этот период составило 38 млрд долл. (покупательной способности 1972 г.), т. е. около 2/3 общего кризисного сокращения физического объема ВНП.

Окончание табл. 2

Опорные даты бизнес-циклов		Продолжительность в месяцах			
пик	нижняя точка	спад	подъем	цикл	
		от пика к нижней точке	предыдущая низшая точка до этого пика	низшая точка от предыдущей низшей точки	пик от предыдущего пика
Ноябрь 1948 (IV)	Октябрь 1949 (IV)	11	37	48	45
Июль 1953 (II)	Май 1954 (II)	10	45	55	56
Август 1957 (III)	Апрель 1958 (II)	8	39	47	49
Апрель 1960 (II)	Февраль 1961 (I)	10	24	34	32
Декабрь 1969 (IV)	Ноябрь 1970 (IV)	11	106	117	116
Ноябрь 1973 (IV)	Март 1975 (I)	16	36	52	47
Январь 1980 (I)	Июль 1980 (III)	6	58	64	74
Июль 1981 (III)	Ноябрь 1982 (IV)	16	12	28	18
Июль 1990 (III)	Март 1991 (I)	8	92	100	108
Март 2001 (I)	Ноябрь 2001 (IV)	8	120	128	128
Декабрь 2007 (IV)			73		81

В среднем, все циклы

1854—2001 (32 цикла)	17	38	55	56*
1854—1919 (16 циклов)	22	27	48	49**
1919—1945 (6 циклов)	18	35	53	53
1945—2001 (10 циклов)	10	57	67	67

* 31 цикл.

** 15 циклов.

Источники: Национальное бюро экономических исследований США.

название *малых* или *циклов Китчина*. Кроме того Й. Шумпетер отвел важное место в своей теоретической модели гипотезам Н. Д. Кондратьева о длинных волнах хозяйственной активности (циклы с примерно полувековой периодичностью). Высокочастотные и низкочастотные циклы переплетаются

со стандартными циклами Жюльера продолжительностью от 8 до 11 лет¹. Наблюдаемые колебания хозяйственной активности, по существу, представляют собой результат суперпозиции волновых функций с различным периодом колебаний.

В ходе дискуссии, развернувшейся вокруг гипотез Шумпетера, был высказан ряд серьезных возражений. Будущий лауреат Нобелевской премии по экономике С. Кузнец, в частности, отмечал, что Шумпетеру не удалось выявить и показать содержательные различия между динамическими механизмами, порождающими периодические колебания различной продолжительности, а также факторы, влияющие на амплитуду колебаний (см.: [Kuznets, 1940]).

Регулярные колебания различных экономических периодов, вообще говоря, могли бы быть выявленными с помощью спектральных методов анализа статистических данных. Однако результаты подобного исследования оказались достаточно скромными (см. рис. 1: в правой части рисунка приведена кривая, характеризующая полученные в ходе расчетов логарифмы плотности спектра; квартальные данные, США в 1947—1975 гг.). Кривая, характеризующая спектральные плотности движения реального ВНП, обнаруживает заметные пики, выявляющие высокочастотные (сезонные и др.) колебания, что представляется вполне естественным, поскольку рассматриваются квартальные показатели. Однако ковариограммы, по-видимому, не обнаруживают изолированных пиков на частотах, предполагаемых циклами Жюльера и Китчина.

Один из наиболее известных исследователей в указанной области, лауреат Нобелевской премии по экономике К. Грэнджер отмечает многочисленные трудности, связанные со спектральным анализом изменений экономических периодических процессов (см.: [Granger, 1969]). Отсутствие пиков на ожидаемых частотах отнюдь не означает отсутствия делового цикла. Т. Сарджент, расчеты которого приведены на рис. 1, справедливо полагает, что более важными оказываются характеристики когерентности низкочастотных колебаний цикличес-

¹ Эмпирические исследования могут свидетельствовать, по мнению некоторых авторов, также о существовании цикла со средним периодом колебаний в 15—20 лет (строительные циклы).

ких переменных. Результаты соответствующих расчетов (см.: [Sargent, 1987, fig. 6, p. 283]) могут свидетельствовать о достаточно высокой попарной когерентности колебаний указанных переменных на низких частотах — частотах, предположившихся рассматриваемыми теоретическими гипотезами.

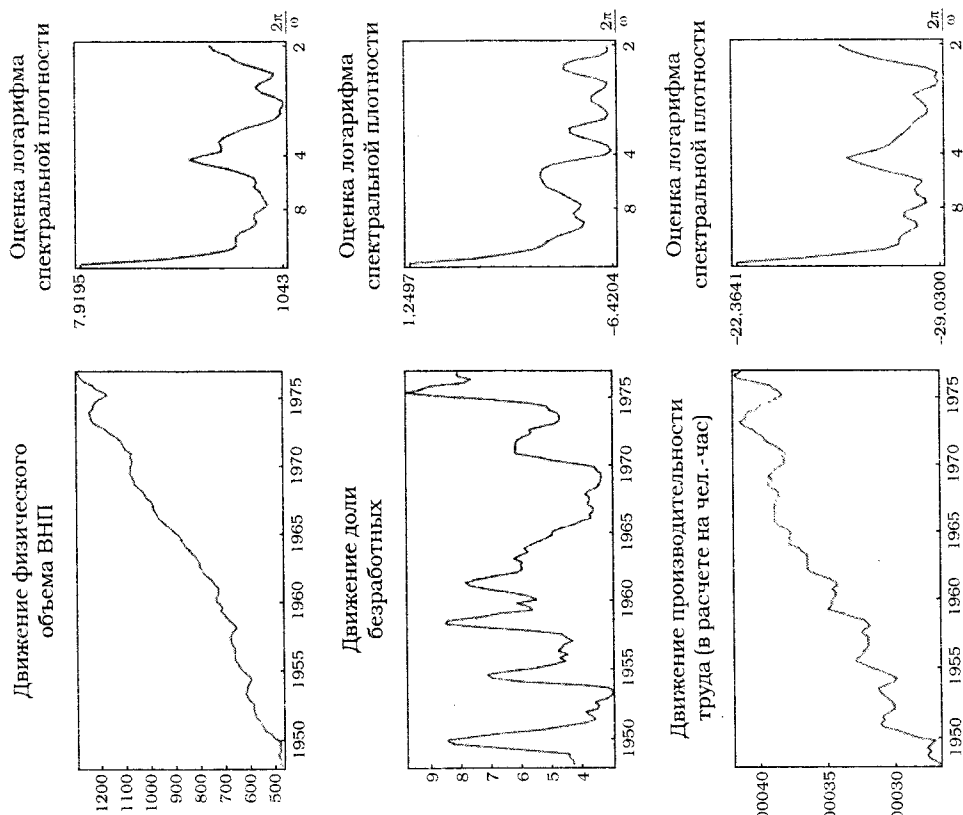


Рис. 1

Источники: Sargent T. Macroeconomic Theory. 2nd ed. Academic Press, Inc. 1987.

Обсуждая вопрос о поворотных точках, представители НБЭИ принципиально отказываются от всяких попыток искать различия между циклами. Так, Дж. Мур и В. Зарнович пишут: «Подобные различия и вообще все соображения относительно причинно-следственных зависимостей (в статистике НБЭИ. — Р. Э.) рассматриваются как предмет последующего анализа, но не как составная часть предварительно (*tentatively*) принимаемых определений» [Moore, Zarnovitz, 1984, p. 5]. Нобелевский лауреат по экономике Т. Купмэнс саркастически охарактеризовал подобный подход как «измерение в поисках теории».

Для тех периодов, для которых наряду с годовой была рассчитана квартальная и месячная статистика, НБЭИ отказались от годового «шага» — фазы некоторых циклов в опорной классификации длились меньше года. Но на протяжении рассматриваемого периода достаточно часто встречались случаи падения физического объема промышленного производства и ВВП на протяжении нескольких месяцев, квартала (показатели ВВП исчисляются поквартально) или нескольких кварталов. Какие из этих случаев следует считать рецессией? На протяжении 70—80-х гг. прошлого столетия многие эксперты, включая в ряде случаев представителей НБЭИ, использовали «критерий двух кварталов» (*two-quarter criteria*) — рецессия предполагается, что физический объем ВВП снижается не менее чем два квартала подряд. Но типология экономических спадов в последние десятилетия оказалась весьма разнообразной.

Особенно серьезные проблемы с определением рецессии возникли в 2008 г. На протяжении первых двух кварталов 2008 г. реальный объем ВВП увеличивался, а в III квартале остывал практически неизменным. Между тем ускорился рост безработицы, с осени 2007 г. наметилась тенденция к снижению реальных доходов, серьезные проблемы обнаружались на некоторых финансовых рынках. Поэтому несмотря на продолжающийся рост реального ВВП, НБЭИ решило объявить началом предшествовавшего циклического подъема декабрь 2007 г.

К концу 2008 г. было предложено новое определение рецессии: «Рецессия представляет собой распространяющуюся по

всей экономике существенное снижение хозяйственной активности, продолжающееся более нескольких месяцев (*more than a few months*). — такое снижение, которое обычно проявляется в движении производства, занятости, реального дохода и других показателей» (NBER Determination of the December 2007 Peak in Economic Activity. December 11. 2008). Нетрудно заметить, не только перевод определения на месячный шаг, но и усиливающую размытость критерия: как решить, какое снижение хозяйственной активности следует (или не следует) признать существенным?

Столь расплывчатое определение рецессии, равно как и настойчивое повторение тезиса, открывающего классический труд А. Бернса и У. Митчелла «Измерение деловых циклов», согласно которому смена фаз повторяется, но не является периодичной (*recurrent but not periodic*, см.: [Burns, Mitchell, 1946, p. 3]), способствует существованию размытую содержания теоретической модели делового цикла. В трехфазном цикле «рецессия — подъем — рецессия» конституирующая фаза оказывается безликкой, она не может быть представлена как серьезными экономическими потрясениями системного характера, так и технической заминкой в процессе хозяйственного роста.

В результате отсутствия достаточно четких определений категория рецессии, по существу, охватывает большое число самых разнородных ситуаций, характеризующихся хотя бы некоторым спадом хозяйственной активности, поэтому многие исследователи пытаются выработать несколько более содержательную типологию подобных ситуаций. Ограничимся одним примером.

Профессор Йельского университета У. Нордхауз в одной из своих работ предложил следующую классификацию 12 последних по времени рецессий (начиная со спада хозяйственной активности 1937—1938 гг.) (табл. 3).

Построение подобных классификаций представляется неизбежным следствием расплывчатых, и к тому же недостаточно содержательных представлений. Но и в этом случае остается все же выяснить, чем, скажем, слабые спады отличаются от типичной рецессии, а последняя — от депрессии. И главное, чем различаются между собой циклические меха-

Таблица 3

Заминка, пауза в процессе хозяйственного роста	1963, 1967, 2001 ¹
Слабые спады (<i>mild downturns</i>)	1961, 1970
Типичные рецессии	1949, 1954, 1958, 1975, 1991
Длительная и глубокая рецессия	1980—1982
Депрессия	1930-е

Источники: Nordhaus, 2002, p. 206.

низмы, порождающие в одном случае депрессию, а в другом — лишь слабый спад хозяйственной активности.

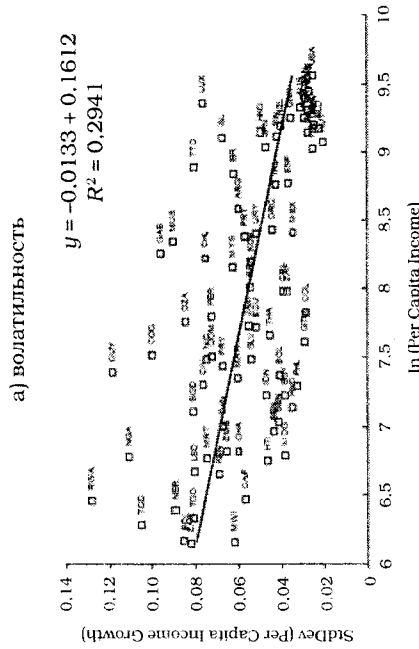
Ряд серьезных проблем возникает и в исследованиях мирового цикла. В условиях глобализации всей хозяйственной жизни складываются новые механизмы экономических и политических взаимодействий между государствами, совершенствуются информационные и коммуникационные технологии, обслуживающие связи между национальными товарными и финансовыми рынками, значительно возрастают международная мобильность капиталов. Вместе с тем процессы интернационализации политико-экономических отношений носят достаточно сложный характер.

В ряде публикаций утверждается, например, что все страны мира сегодня поразили глобальный кризис и, соответственно, во всех странах падает производство, обрушились биржи, растет число банкротств и т. п. Подобные утверждения нельзя назвать совершенно обосновательными. Действительно, спад хозяйственной активности, наблюдаемый в промышленно развитых государствах, не мог не отразиться на состоянии экономики во многих других странах. И все же подобные утверждения грешат некоторым схематизмом, склонностью «спрямить», упростить сложные формы взаимодействия хозяйственных процессов.

Обратимся к «полю рассеяния», изображенному на рис. 2а. По оси абсцисс отложен средний доход в 1960—1997 гг., рас-

¹ Поскольку работа У. Нордхауза была сдана в печать в 2001 г., когда информация о текущей рецессии была еще недостаточно полной, автор предвзвешенно относит ее к первой категории, но ставит рядом с датой вопросительный знак.

считанный на душу населения; по оси ординат — стандартные отклонения темпов прироста дохода в соответствующих странах за тот же период. Нетрудно видеть, что экономический рост в промышленно развитых странах в большинстве случаев характеризуется сравнительно большей устойчивостью.



б) корреляция между движением среднего дохода на душу населения в соответствующей стране и среднего дохода на душу населения в мире

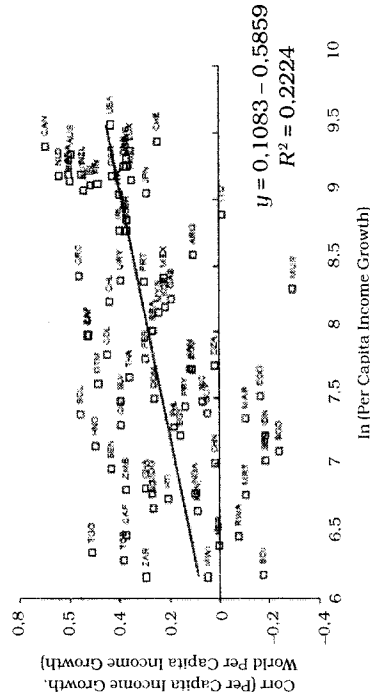


Рис. 2. Волатильность и направленность изменений подушевого ВВП в странах мира

Источники: Kraay A., Ventura J. Comparative Advantage and the Cross-Section of Business Cycles. NBER Working Paper 8104. 2001.

На рис. 2б приведен график, в котором по оси ординат отложены показатели, характеризующие степень соответствия между изменениями темпов прироста (падения) душевого дохода в соответствующей стране и средними темпами прироста (падения) совокупного мирового дохода. По оси абсцисс по-прежнему отложен средний доход на душу населения в соответствующей стране на протяжении 1960—1997 гг. Ясно, что волатильность роста в развивающихся странах сравнительно меньше связана с общими мировыми изменениями хозяйственной конъюнктуры, и в большей мере зависит от проблем развития собственной национальной экономики.

Более того, есть основания полагать, что со временем степень общей связи между колебаниями темпов экономического роста в развивающихся странах и действием глобальных (общемировых) факторов, по-видимому, снижается. М. Коуз, К. Отрок и Э. Прасад попытались провести декомпозицию дисперсии темпов прироста физического объема ВВП на протяжении 1960—2005 гг., разделив влияние общемировых и специфических, относящихся лишь данной группе факторов. Согласно их результатам на протяжении 1985—2005 гг. лишь 4% дисперсии темпов прироста ВВП в этих странах могло быть приписано действию глобальных факторов (см.: [Kose, Otrok, Prasad, 2008]).

Указанные соображения, разумеется, никак не противоречат столь часто наблюдаемым фактам: кризисные падения спроса на сырье, предъявляемого на мировых рынках развитыми странами, могут оказывать самое пагубное влияние на деятельность соответствующих отраслей во многих развивающихся странах. Вообще в обстановке серьезного спада в промышленно развитых странах зависимость экономического роста в развивающихся странах от глобальных факторов, по-видимому, существенно увеличивается. И все же характеристику позиций развивающихся стран в мировой экономике и проблемы роста их национальной экономики сегодня вряд ли можно сводить к столь популярной некогда формуле «сырьевой придаток богатых (империалистических) стран».

2. СОВРЕМЕННЫЕ ТЕОРИИ ДЕЛОВОГО ЦИКЛА

В свое время Э. Фелпс выделил семь основных направлений (школ) макроэкономического анализа (см.: [Rheps, 1990]); сторонники большинства из этих направлений представили свою теоретическую трактовку источников циклических колебаний в рыночной экономике. В данном разделе рассматриваются лишь три из указанных направлений: неокейнсианская интерпретация, равновесные циклы в «новой» классической экономической теории и концепция реальных деловых циклов.

Дж. М. Кейнс и неокейнсианство. В ходе эмпирических исследований цикла довольно быстро выяснилось, что реальные масштабы личного потребления обычно характеризуются сравнительно меньшей циклической волатильностью. Теоретические интерпретации цикла связывают указанное обстоятельство прежде всего с тем, что участники хозяйственного процесса чрезвычайно болезненно реагирует на серьезные перепады в личном потреблении; в современной экономической теории обычно предполагается достаточно низкая эластичность межвременного (*intertemporal*) замещения в сфере личного потребления.

Теоретические модели, развиваемые Дж. М. Кейнсом в «Общей теории занятости, процента и денег» (1936), в своем делении совокупных расходов на потребительские и инвестиционные в значительной мере опирались на впервые осваивавшуюся в те годы статистику национальных счетов. При этом роль локомотива экономического роста и цикла приписывалась прежде всего увеличению инвестиционных расходов. Для поддержания некоторой численности занятых рабочих мест требуется неуклонный рост инвестиций, поскольку расширение личного потребления в силу «основного психологического закона» неизбежно отстает от роста доходов (см., напр.: [Кейнс, 1978, с. 80, 84 и др.]) Недостаток прежних, неоклассических, представлений о деловом цикле, представленных, например, в работах А. Пигу, опубликованного среди прочих монографии о промышленных циклах (см.: [Pigou, 1927]), Кейнс видит в том, что Пигу «упустил в своем анализе действительно неустойчивый фактор, а именно колебания

в размерах инвестиций, которые чаще всего лежат в основе такого явления, как колебания занятости» [Кейнс, 1978, с. 353].

Поскольку «Общая теория» Дж. М. Кейнса представляла собой непосредственную реакцию на самый глубокий и разрушительный кризис в истории развитой рыночной экономики, депрессивное состояние экономики связывалось не только с циклическим сокращением эффективного спроса. В книге отчетливо прослеживаются и стагнационистские нотки. «Причемательное свойство экономической системы, в которой мы живем, состоит как раз в том, что, хотя она и подвержена серьезным колебаниям производства и занятости, она не является крайне неустойчивой»; эта система может застыть «в состоянии хронической пониженной активности в течение длительного времени» [Там же, с. 320—321]. Поскольку в последующий период наблюдалось некоторое снижение волатильности хозяйственного роста, характеризующее — по контрасту с Великой депрессией — как Великая умеренность (*Great Moderation*, см., напр.: [Justiniano, Primiceri, 2008; Negro, Pesavento, 2005; Dulong, Elmendorf, Sichel, 2006 и др.]), отмеченным соображениям последователи Кейнса вплоть до нынешнего кризиса не придавали, по-видимому, особого значения.

Пытаясь выделить роль «технического фактора» в механизмах делового цикла, Дж. М. Кларк в статье, опубликованной еще в 1917 г., обратил к рассмотрению прямых и обратных связей между производством и капиталовложениями; в этой работе впервые использовано понятие «акселератор» (см.: [Clark, 1917]). В последствии Р. Фриш показал, что одного лишь акселерационного процесса, предложенного Дж. М. Кларком, по-видимому, недостаточно для строгого обоснования перехода к последующей фазе и построения замкнутой модели делового цикла [Frisch, 1931].

Развивая соображения Кейнса относительно «мультипликатора инвестиций», П. Самуэльсон предложил формальную модель, включавшую «самое знаменитое в экономической теории», по ироническому замечанию Т. Сарджента, конечно-разностное уравнение второго порядка. Такое уравнение описывало взаимодействие между мультипликатором и акселератором, его решение предсказывало, в частности, траектории циклического движения экономики [Samuelson, 1939].

Серьезный теоретический анализ циклических механизмов представлен в работе Дж. Хикса «К теории торгового цикла», опубликованной в 1950 г. [Hicks, 1950]. В центре исследования Хикса остаются процессы акселерации; главный источник циклических колебаний автор видит в зависимости движения капиталовложений от изменений объема производства. Вместе с тем в работе представлено обстоятельный анализ объективных границ циклического подъема («потолок», на который нагалькиваются рост производства и увеличение денежных доходов). Процессы длительного экономического роста и, в частности, осуществляемые от цикла к циклу новые инвестиционные проекты способствуют расширению указанных границ (повышению «потолка» экономики).

К первым эконометрическим моделям делового цикла, опирающимся на теоретические представления Кейнса, можно отнести книгу Л. Клейна «Хозяйственные колебания в США, 1921—1941» [Klein, 1950], содержащую обстоятельный статистико-экономический анализ истоков и характерных особенностей Великой депрессии. Многие гипотезы, сформулированные в этой монографии, были затем использованы в разработанной под руководством Л. Клейна уртонской эконометрической модели.

В последние десятилетия прошлого века получили известность работы представителей новой кейнсианской теории, связывавшие движения экономического цикла прежде всего с «жесткостями» в движении номинальных переменных (*nominal rigidities*) или реальных характеристик функционирования различных секторов экономики (*real rigidities*).

Так, Дж. Тэйлор и С. Фишер показали, что самофункциональное поведение контрактов, охватывающих продолжительные периоды, например, коллективных трудовых соглашений, может обеспечивать некоторую эффективность стабилизационной денежно-кредитной политики даже в условиях, когда ожидания участников являются рациональными (см.: Taylor, 1979, 1980; Fisher, 1977). Аналогичным образом негибкость цен на товары и услуги может оказывать существенное влияние на условия формирования равновесия в реальном секторе экономики.

Дж. Стиглиц и ряд других авторов приписывают особую роль в движении современного цикла взаимодействиям меж-

ду несовершенными финансовыми рынками и несовершенным рынком труда (пример «реальной» негибкости). Так, существуют многообразные каналы, связывающие изменения спроса на рынке труда с движением чистой стоимости компаний и их банковской задолженности (см., напр.: Greenwald, Stiglitz, 1993b; Shapiro, Stiglitz, 1984). В одной из статей Б. Гринолда и Дж. Стиглица предпринята попытка сопоставить между собой «старые» и «новые» кейнсианские модели (см.: Greenwald, Stiglitz, 1993a).

Некоторые сторонники «новой» кейнсианской теории апеллируют к особенностям отношений, складывающихся между индивидуальным спросом, предъявляемым отдельным предпринимателем, и совокупным спросом. Как известно со времен Ж.-Б. Сэя и Д. Рикардо, расширение спроса на какие-то товары возникает вследствие увеличения предложения других товаров. Но поскольку действия отдельных участников не координированы между собой, новые капиталовложения, осуществленные одним из предпринимателей, в условиях «атомистической» конкуренции не окажут влияния на движение совокупного спроса; поэтому хозяйственная стратегия данного предпринимателя может оказаться неоптимальной. В связи с возникающей при этом множественностью равновесий, новованных на рациональных ожиданиях, возникают проблемы координации индивидуальных инвестиций, обеспечивающих расширение совокупного спроса (проблема «экстерналий» совокупного спроса). В подобной ситуации эффективной может оказаться даже такая активистская стабилизационная политика, которая не обеспечивает (по крайней мере, на первых этапах процесса) реального улучшения базовых условий хозяйственного роста.

Дж. М. Кейнс энергично обвинял представителей классической школы и неоклассического направления в том, что в их теоретических построениях предложение автоматическим само порождает спрос¹; сторонники «новой» кейнсианской теории формулируют отдельные предположения — номи-

¹ «Со времени Сэя и Рикардо экономисты-классики учили: предложение само порождает спрос; при этом они подразумевали весьма важное, хотя и не очень четко определенное положение, что вся стоимость продукции должна быть израсходована прямо или косвенно на покупку продуктов» [Кейнс, 1978, с. 72].

нальные или реальные «жесткости», экстерналии совокупного спроса, — которые позволяют сконструировать циклические механизмы, опираясь на базовые постулаты неоклассической школы.

Начиная с 70—80-х гг. прошлого столетия получили распространение новые теоретические интерпретации делового цикла — модели «новой» классической теории и модельные описания реальных деловых циклов. Оба направления современной концептуализации придают особое значение строгой логике теоретических моделей. В отличие от сторонников кейнсианского направления они готовы отказаться от возможностей эконометрической проверки гипотез, — по крайней мере, в тех случаях, когда такие гипотезы не следуют однозначно из базовых теоретических моделей. Вместе с тем представители «новой» классической теории и сторонники теории реальных циклов не питают иллюзий относительно практической применимости предлагаемых или теоретических конструкций, открыто иронизируя по поводу некогда распространенных в вульгарной кейнсианской идеологии надежд на «точную настройку» экономики (см.: [Woodford, 2009]).

Новая классическая теория. Представители «новой» классической теории подвергли серьезной критике кейнсианскую макроэкономическую систему (см., напр.: [Lucas, Sargent, 1978]) и предложили пересмотреть микрооснования агрегатной теории цикла. В качестве отправной точки при анализе хозяйственного цикла у Р. Лукаса выступают процессы, протекающие на рынке одного товара (отраслевом рынке). Отдельный предприниматель обычно не имеет (и не может иметь) достаточно точной информации относительно текущего общего уровня цен p , но может наблюдать на своем рынке установившуюся цену на продаваемый им товар p_t ($t = 1, 2, \dots, n$). Выступая против кейнсианского тезиса о несовершенной гибкости цен или заработной платы, Р. Лукас, по существу, противопоставляет ему тезис о несовершенной системе хозяйственной информации. Равновесие устанавливается в тех случаях, когда участники рыночного процесса рационально формируют свои представления относительно общего уровня цен (рациональные ожидания — фирменный знак новой классической теории!).

В теоретической модели цикла, представленной в работах Р. Лукаса, ключевую роль играют импульсы, порождаемые меняющимся продолжением денег (не случайно Г. Мэнкью характеризует монетаризм как первую волну новой классической экономической теории) (см.: [Mankiw, 2006]). Когда центральный банк увеличивает совокупную денежную массу, а вслед за тем повышается общий уровень цен, производители поначалу воспринимают рост цен на их товары как увеличение относительных цен.

Между тем функция предложения Р. Лукаса строится просто как реакция на повышение цен сверх ожидаемого уровня. При этом угол наклона кривой, характеризующей функцию предложения, по-видимому, будет зависеть от общих характеристик развития экономики на протяжении предшествующего периода. Если, например, в прежние годы общий уровень цен оставался более или менее стабильным, резкое расширение денежной массы и соответствующий повышательный скачок цен представляются внезапными: в таких случаях можно предположить сравнительно более пологую кривую совокупного предложения (сравнительно большую эластичность предложения по ценам). И наоборот: если в экономике на протяжении предшествующего периода наблюдался интенсивный рост цен (а рациональные ожидания участников рыночных процессов должны учитывать информацию, накопленную к соответствующему моменту), дальнейшее повышение цены вряд ли можно считать полной неожиданностью. Соответственно и кривая совокупного предложения окажется круче взмывающей вверх (более низкая эластичность предложения по ценам).

В одной из своих работ Р. Лукас предложил эконометрическое исследование соотношений между совокупным выпуском и инфляционным ростом цен, складывавшихся в 18 странах. Результаты его расчетов в основном согласовались с описанными выше исходными гипотезами (см.: [Lucas, 1973]).

Таким образом, в рассматриваемой модели цикла совокупное предложение товаров и услуг расширяется в тех случаях, когда рыночная цена повышается быстрее, чем можно было бы предположить исходя из рациональных ожиданий. В более сложных теоретических построениях, позволяющих учесть

в явной форме ожидания хозяйственных агентов, по существу, воспроизводится общая логика тех монетаристских моделей цикла (и инфляции), в которых использовался известный эффект «денежной иллюзии».

Однако такое расширение производства, разумеется, не может быть продолжительным. Постепенно обнаруживается обманчивость представлений о повышении относительных цен на данный вид товаров, и его предложение сокращается. Поскольку указанные процессы наблюдаются в самых различных секторах экономики, откатывается к прежнему уровню и совокупное предложение. Все завершается торжеством базового принципа классической школы: в конечном счете вновь обнаруживается «нейтральность денег»¹.

«Новая» классическая экономическая теория, таким образом, исходит из предположения, согласно которому рыночные цены представляют собой для производителя единственной (или основной) источник хозяйственной информации. При этом Р. Лукас и Т. Сарджент исследуют интересную задачу, как, обладая информацией о цене на данный товар, минимизировать ошибки при оценивании общего уровня цен². При решении этой задачи в рамках модели общего равновесия непосредственно используются характеристики дисперсии движения общего уровня цен и цены рассматриваемого товара³.

¹ Еще Д. Юм в «Трактате о деньгах», опубликованном в середине XVIII в., отмечал: «Так как при изобилии денег требуется большее количество их для представления того же количества товаров, то для нации, взятой в ней самой, это изобилие не может быть ни полезно, ни вредно...» [Юм, 1996, с. 86].

² Э. Фелпс использовал следующую метафору: рассматривается большое число островов. При этом торговец на каждом острове может непосредственно распознать лишь той информацией, которая относится к его собственному острову [Rheps, 1970].

³ Показано, что ожидаемый производителем t -го товара общий уровень цен $E_t(p)$ можно представить средней взвешенной

$$E_t(p) = \theta p_t + (1 - \theta)E(p),$$

где $E(p)$ характеризует совокупные ожидания логарифма общего уровня цен, а оптимальное значение коэффициента θ определяется как $\theta = \frac{\sigma_p^2}{\sigma_p^2 + \sigma_\epsilon^2}$, где σ_p^2 обозначает дисперсию логарифма общего уровня цен, а σ_ϵ^2 — дисперсию разности между логарифмами отраслевой цены и общего уровня цен.

Спады производства как в «старой» классической теории, так и в теории Дж. М. Кейнса характеризовали повторяющиеся время от времени ситуации, когда при сложившихся рыночных ценах совокупное предложение превышало наличный спрос (ситуации перепроизводства и (или) перенакопления капитала в различных формах). «Новая» классическая теория исходит из абсолютной гибкости цен: движение рыночных цен может каждый момент устанавливать равновесие между спросом и предложением, поэтому подобные циклы иногда именуют равновесными циклами. Тем самым отвергается — по крайней мере, на теоретическом уровне — ранее утвердившийся в литературе тезис, согласно которому в экономической системе с совершенными конкурентными рынками и абсолютно гибкими ценами деловые циклы просто не могут иметь места.

На протяжении 80—90-х гг. прошлого столетия аналитические конструкции «новой» классической экономической теории приобрели академическую репутацию. Основоположник указанной концепции — Р. Лукас в 1995 г. удостоен Нобелевской премии по экономике как «экономист, который с 1970 г. оказывал наибольшее влияние на макроэкономические исследования».

Важную роль ожиданий в движении делового цикла уже в 30-х гг. прошлого столетия отмечали Дж. М. Кейнс и Дж. Хикс. Однако указанные авторы рассматривали несколько иной аспект проблемы, их интересовали прежде всего появление и последующее исчерпание волны оптимизма, порождающей, по предположению, инвестиционный бум. Так, Дж. Хикс в своей монографии «Стоимость и капитал» отмечает, что на определенной стадии циклического оживления активности оптимизм сам распространяет себя в обществе, с течением времени все больше и больше ценовых ожиданий становятся «ластичными...» [Хикс, 1988, с. 434]. В «Общей теории занятости, процента и денег», напрямую связывавшей побужде-

¹ Напоминим определение эластичности ценовых ожиданий у Дж. Хикса. Такая эластичность измеряется отношением темпов ожидаемого изменения цены к наблюдаемым текущим изменениям. «Эластичность ожиданий будет больше единицы, если изменения текущих цен несут такой характер, что люди считают себя способными распознать направление этих изменений и стремятся экстраполировать события...» [Там же, с. 326].

ние к инвестированию с «самопроизвольным оптимизмом», красочно описывается затухание волны инвестиционного оптимизма: когда присущие человеку как живому существу активность, склонность к деятельности (*animal spirits*) подводят к концу, «оптимизм поколеблен и нам не остается ничего другого, как полагаться на один только математический расчет, предпринимательство хиреет и испускает дух» [Кейнс, 1978, с. 227].

Р. Лукас, напротив, склонен «полагаться на математический расчет»; в своих теоретических конструкциях он использует введенное Дж. Мутом [Muth, 1961] определение рациональных ожиданий. Это позволило придать моделям макроэкономической динамики несколько большую строгость и вместе с тем способствовало активизации эмпирических исследований в указанной области. Однако переход к продвинутым и более совершенным с формальной точки зрения моделям еще не гарантирует большей реалистичности рассуждений.

Практические выводы для денежно-кредитной политики, следующие из описанной модели цикла, более подробно рассматриваются в ряде работ Т. Сарджента и Н. Уоллеса (см., напр.: [Sargent, Wallace, 1975; 1981, и др.]. Исходя из предположений, согласно которым повышения хозяйственной активности можно добиться лишь с помощью неожиданного роста цен, указанные авторы выдвинули гипотезу относительно «иррелевантности» денежно-кредитной политики. В той мере, в какой изменения предложения денег оказываются предсказуемыми, товарные рынки и рынки труда pronto реагируют на них соответствующим повышением цен. Гипотеза «иррелевантности» политики «оказывала и до настоящего времени продолжает оказывать громадное влияние на современную денежную теорию» [Walsh, 2003, p. 208].

Эмпирические исследования, однако, не подтвердили этих предположений. В получившем наибольшую известность эконометрическом исследовании Ф. Мишкина [Mishkin, 1982] рассчитывались регрессии, характеризующие влияние, которое оказывают на физический объем ВНП текущие изменения денежного предложения («предвидимые» и непредвиденные), и соответственно 20 их лаговых значений. Рассматривались квартальные данные, охватывающие 1954—1976 гг.

В результате расчетов у переменных, характеризующих непредвиденный рост денежной массы, статистически существенными оказались лишь коэффициенты при текущих изменениях. Практически не удалось отвергнуть гипотезу об отсутствии какого-либо влияния со стороны всех 20 лаговых переменных, характеризующих неожиданные изменения денежной массы. Совсем иначе выглядели характеристики статистической значимости коэффициентов при тех переменных, которые описывают текущие и лаговые ожидаемые изменения в предложении денег. Наряду с текущими статистически значимыми оказались еще семь ожидаемых лаговых переменных. К тому же по своей величине коэффициент при текущих ожидаемых изменениях оказался намного больше, чем при неожиданных.

Таким образом, результаты расчетов свидетельствовали о том, что влияние ожидаемых изменений в предложении денег даже превосходило воздействие неожиданных изменений, что явно не согласовалось с гипотезой Сарджента—Уоллеса. Результаты исследований, предпринятых в 80—90-х гг. прошлого столетия, подтвердили всю основательность сомнительной гипотезы «иррелевантности» денежно-кредитной политики: на изменения реального объема ВНП могут влиять, по всей видимости, как неожиданные, так и ожидаемые изменения денежной массы.

Теория реального делового цикла. Эта теория, получившая особую популярность в последнее время, впервые была представлена в статье Ф. Кидленда и Э. Прескотта «Время для строительства и агрегированные колебания» [Kydland, Prescott, 1982]. Прежде чем перейти к изложению указанной теории, имеет смысл, по-видимому, отметить существенные изменения в самих методах исследования циклических колебаний, к которым прибегли Ф. Кидленд и Э. Прескотт.

На протяжении более чем столетнего периода исследователи рассматривали циклическое движение как детерминированный процесс саморазвития. В ходе развертывания очередной фазы цикла выявляются ее границы, вместе с тем выстраивают условия для перехода к следующей фазе. Тем самым определена, в частности, и неизбежность повторных точек, знаменующих смену фаз делового цикла.

Предполагалось, что циклические колебания внутренне присущи развитой рыночно-капиталистической экономике и осуществляют ряд важных функций. Они способствуют, например, осуществлению процессов творческого разрушения (*creative destruction*, Й. Шумпетер), распространению инноваций и в конечном счете повышению экономической эффективности. Классической работой, изучающей деловой цикл как процесс детерминированного самодвижения, можно считать, например, упоминавшуюся выше монографию Дж. Хикса «К теории торгового цикла».

Вместе с тем начиная с 30-х гг. прошлого столетия получили распространение и иной подход. К числу основоположников этого подхода следует отнести одного из двух первых лауреатов Нобелевской премии по экономике — Р. Фриша, еще в 1933 г. опубликовавшего в юбилейном сборнике в честь Г. Касселя статью «Проблемы распространения (*propagation*) и проблемы импульса в динамической экономической теории» (см.: [Frisch, 1933]). При таком подходе источником колебаний могут оказаться стохастические процессы. Предполагается, что экономика регулярно сталкивается с внешними шоками (импульсами), а механизмы передачи и распространения импульса по всей экономике могут порождать (усиливать или ослаблять) хозяйственные колебания.

Теория реальных деловых циклов (ТРДЦ) исходит из того, что важнейшие (обычно непредвидимые) шоки — это шоки, влияющие на функционирование реального сектора экономики. Влияние подобных шоков неизбежно сказывается на движении совокупной производительности. В соответствии с указанной теорией благоприятные импульсы (импульсы, влекущие за собой повышение совокупной производительности) способствуют повышению хозяйственной активности, тогда как уменьшения производительности создает основу для распространения понижающих тенденций.

Описание циклического спада в терминах $IS-LM$ в этом случае может выглядеть, например, следующим образом. Пусть снижение производительности носит временный, скажем однократный, характер. Поскольку кривые спроса на труд и на капитал смещаются влево в связи со снижением предельной производительности, новое равновесие предпо-

лагает уменьшение производства и занятости в рассматриваемый период. А так как предельная производительность труда и капитала в последующие периоды будут оставаться на «дошочковом» уровне, сохраняются прежние соотношения между сбережениями и инвестициями; неизменным остается и местоположение кривой IS . Обнаруживающаяся при этом тенденция к повышению общего уровня цен означает уменьшение реальных денежных остатков, что, в свою очередь, предполагает смещение вверх и влево кривой LM — переход от LM_0 к LM_1 (см. рис. 3).

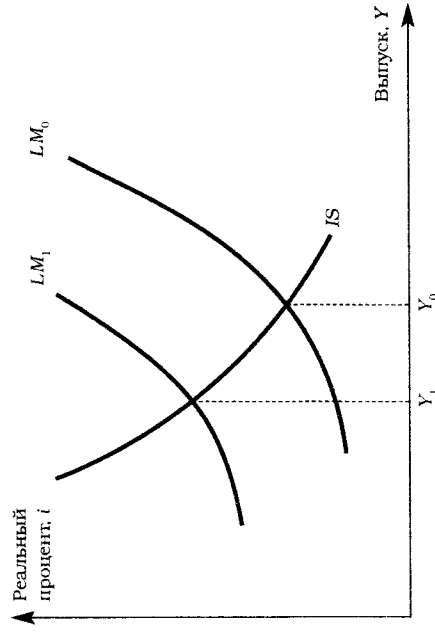


Рис. 3. Переход к новому равновесию в случае «однократного» снижения совокупной производительности

Для характеристики движения реального продукта в качестве базовой модели обычно используется стандартная агрегатная производственная функция

$$Y = AF(K, L),$$

где Y — физический объем производства, K — масштабы используемого капитала, L — совокупные затраты труда, A — множитель, характеризующий достигнутый уровень совокупной производительности. Существовало, что указанный коэффициент представляет собой случайную переменную, ее колебания порождаются неким стохастическим процессом.

Ключевой этап подгонки рассматриваемой модели к реальным соотношениям — это калибрование модели для последующих имитаций. Поскольку в модели фигурируют случайные величины, в модель кроме оценки коэффициентов соответствующих регрессионных зависимостей должны быть введены также (численные) характеристики процессов, порождающих стохастические колебания совокупной производительности.

Поскольку имитационные модели такого рода должны генерировать циклические колебания в реальной сфере, особый интерес представляют характеристики подобных колебаний. Авторы одной из наиболее известных работ в данной области — Р. Кинг, Ч. Пlossер, С. Ребело — используют ТРДЦ для воспроизведения в рамках имитационной модели циклических колебаний в американской экономике на протяжении 1948—1986 гг. (квартальный шаг модели). Согласно их расчетам стандартное отклонение имитируемых колебаний реального ВВП в указанный период составило 5,61%. «Воспроизводимые» колебания капиталовложений, как и в действительной жизни, оказались примерно вдвое более интенсивными, чем колебания личного потребления — их стандартные отклонения соответственно равны 7,61 и 3,86% (см.: [King, Plosser, Rebelo, 1988]).

Имитации, опирающиеся на ТРДЦ, помогают оценить и то влияние, которое предполагаемые изменения уровня производительности оказывают на процесс, генерирующий колебания физического объема ВВП. Рассмотрим, например, имитации Э. Прескотта [Prescott, 1986]. Колебания почти всех макроэкономических переменных носят проциклический характер. Данные степени корреляции между физическим объемом инвестиций и реальным ВВП, рассчитанные по данной фактической статистике и на основе имитационной модели, практически совпадают; примерно то же можно сказать и о корреляции между личным потреблением и реальным ВВП. Но вот исчисленный в рамках имитационной модели коэффициент корреляции между совокупной производительностью и реальным ВВП в два с лишним раза превосходит коэффициент такой корреляции, рассчитанный по фактическим данным.

Имитации на основе ТРДЦ выявили также существенную инерционность циклического движения макроэкономических переменных внутри фаз. Так, если в данном квартале физический объем ВВП предполагается существенно выше трендовой траектории, весьма вероятно, что и в следующем квартале масштабы ВВП будут превышать трендовый уровень.

ТРДЦ можно считать важным шагом вперед в реализации задачи, сформулированной Р. Лукасом: «Нашу задачу я вижу... в том, чтобы написать на Фортране такую программу, которая будет использовать в качестве отправного момента некоторые правила экономической политики и которая в качестве результата выдаст прогнозируемые результаты осуществления такой политики, иначе говоря, выдаст данные, характеризующие поведение тех статистических временных рядов, которые нас интересуют» [Lucas, 1980]. Сегодня имитационные модели общего равновесия, основанные на использовании ТРДЦ, действительно широко используются при изучении последствий осуществления тех или иных мероприятий государственной политики. Ф. Кидленд и Р. Прескотт стали лауреатами Нобелевской премии по экономике.

Замкнутость на шоках совокупной производительности и тем самым на автономных процессах, протекающих в сфере производства, ограничивает возможность того использования теоретических моделей для выбора оптимальной государственной политики, о котором писал Р. Лукас. Поэтому с начала 90-х гг. прошлого столетия ряд авторов к шокам совокупной производительности добавляет резкие скачки (шоки) в движении государственных расходов (см., напр.: [Christiano, Eichenbaum, 1992]).

В моделях 1980—1990-х гг., основанных на ТРДЦ, шоки носили, как правило, необъяснимый и непредсказуемый характер. Многочисленные нарекания оппонентов по указанному поводу привели к введению ожидаемых шоков (хотя с точки зрения здравого смысла термин «предсказуемый шок» может звучать как некоторый оксюморон). В недавно опубликованной работе с броским названием «Что нового в сфере деловых циклов» вводятся три вида различных структурных технологических шоков, а также шок государственных расходов;

каждый из этих четырех шоков включает два компонента: ожидаемый и неожиданный. Результаты расчетов существенно сужают границы необъяснимого в сфере деловых циклов: по меньшей мере две трети дисперсии в движении реального ВВП (США, 1955—2006 гг., квартальный шаг модели) можно объяснить с помощью ожидаемых шоков (*anticipated shocks*, см.: [Schmitt-Grohe, Uribe, 2008]).

И все же предсказуемость тех или иных импульсов еще не означает, что подобные колебания (возмущения) получают прозрачную содержательную трактовку. Немало затруднений, например, вызывает сколько-нибудь убедительная интерпретация столь часто встречающихся в используемых высокочастотных колебаниях падения совокупной производительности. Ссылки на засуху и плохой урожай вряд ли могут полностью исчерпать проблему циклических колебаний в современной экономике. Многочисленные расчеты обнаруживают статистически существенную (на 99%-ном уровне) положительную автокорреляцию статистических данных, характеризующих относительные изменения в совокупной производительности труда в США и Западной Европе на протяжении второй половины прошлого столетия.

Даже в расчетах сторонников ТРДЦ «отрицательные» шоки оказываются намного менее вероятными. Так, К. Бернсайд, Айхенбаум и С. Ребело тщательно подобрали статистическую функцию, которая генерирует колебания совокупной производительности, подгоняя ее к фактической динамике соответствующих показателей. При этом вероятность понижающего шока согласно их расчетам немногим превышала одну треть [Burnside, Eichenbaum, Rebelo, 1996, p. 897].

Не очень богатыми оказываются и содержательные интерпретации ТРДЦ. Она еще раз фиксирует ряд достаточно известных характеристик в движении макроэкономических переменных, например проциклическое движение общей занятости, совокупной производительности и реальной заработной платы¹. Но эти характеристики, как отмечалось выше,

¹ Правда, как показывают расчеты, проводимые на основе структурных векторных авторессионных моделей, повышающиеся шоки в движении производительности вовсе не всегда сопровождаются увеличением занятости (ростом числа отработанных человеко-часов, см.: [Gali, 1999]). Интерпрети-

в свое время детально изучались сотрудниками Национального бюро экономических исследований. Глухие ссылки на экзогенный характер — это все, что мы, по существу, можем знать о природе технологических шоков (тогда как используемые на практике показатели, характеризующие изменения совокупной производительности, наряду с изменениями технологий, отражают, разумеется, и влияние различных эндогенных факторов).

Вообще все попытки содержательной идентификации шоков, непосредственно порождающих рецессию, до настоящего времени остаются недостаточно плодотворными. Так, большинство экономистов связывает глубину и продолжительность хозяйственного спада 1973—1975 гг. с потрясениями рынка энергетических ресурсов. Но, как свидетельствуют многочисленные исследования (см.: [Kim, Loungani, 1992; Rotemberg, Woodford, 1996; Ffytch, 2000]), влияние «энергетического шока» в моделях реального делового цикла неизменно оказывалось очень небольшим, а в некоторых из этих расчетов — просто пренебрежимо малым.

С другой стороны, в поисках требующихся шоков авторы моделей реального делового цикла могут выходить далеко за пределы технологии производства (и государственных расходов). Так, пытаясь ответить на вопрос о причинах, вызвавших столь разрушительную Великую депрессию, С. Ребело перечисляет в числе (экзогенных?) «плохих» шоков нестабильность финансовой системы, неправильную таможенную политику правительства и принятие закона Смута—Хоули, государственное принудительное картелирование и т. п. (см.: [Rebello, 2005, p. 7]). Между тем как банковский кризис, так и протекционистская таможенная политика были порождены кризисом, они никак не могут считаться экзогенным источником общего спада.

Ясно, что подобная идентификация «плохих» шоков носит достаточно произвольный характер. Достаточно произвольные поиски шоков, породивших глубокий хозяйственный спад, могут лишь свидетельствовать об ограниченных воз-

можностях однонаправленного движения выпуска и совокупной производительности еще нуждается в выяснении направления причинно-следственных связей.

возможностях ТРДЦ. Как иронически замечает П. Темин в статье, посвященной критическому анализу ТРДЦ, такие теоретические модели позволяют в очередной раз задать вопрос о том, что же скрывается за рассматриваемыми шоками совокупной производительности, но не позволяют получить ответ на этот вопрос (см.: [Temin, 2008, p. 676]).

Свою главную задачу сторонники ТРДЦ чаще всего видят в том, чтобы возможно лучше подогнать траекторию имитируемой макроэкономической переменной к действительным колебаниям указанной переменной. В ходе калибрования модели и последующих имитаций часто удается выявить немало существенных характеристик, описывающих циклические колебания соответствующих макропеременных. За кадром остаются, однако, микроэкономические основания и соответственно предполагаемые циклические механизмы. К тому же все рассмотренные варианты ТРДЦ просто не предусматривают формальных процедур более строгой статистической проверки исходных теоретических гипотез, — тех гипотез, на которых основываются используемые в имитационной модели представления об источниках хозяйственных колебаний.

Так что же такое цикл? В зависимости от того, понимаем ли мы тренд как детерминированную или стохастическую переменную, определение цикла будет меняться. Если тренд — это детерминированный процесс, тогда цикл — это случайные отклонения от него. Если же тренд — стохастический процесс, то в качестве цикла приходится рассматривать лишь еще более случайный компонент общего стохастического процесса, т. е. фактически «белый шум». Иными словами, от того, как мы определим тренд, зависит наше представление о том, что такое цикл и каковы его движущие силы.

¹ По мнению автора, в недавно изданном исследовании, посвященном «великим депрессиям XX столетия» (см.: [Keohoe, Prescott, 2007]), не удается обнаружить удовлетворительный ответ на большинство вопросов, связанных с особенностями Великой депрессии 1929—1933 гг. Он замечает в частности: технологические шоки, как правило, фигурируют в моделях национальной экономики, такие модели не могут дать ответ на вопрос о том, почему в 1929—1933 гг. разразился мировой экономический кризис.

Заканчивая главу об экономических циклах, хотелось бы воспользоваться очень красивой метафорой Кнута Вихселя (о том, что на самом деле экономика напоминает лошадей-качалку: с какой бы стороны вы ее ни толкнули, вверх, вниз, вбок, она будет воспроизводить одинаковые движения). Выказанная в начале 1900-х гг. догадка Вихселя состоит в том, что экономика, получая шок в неизвестном направлении, реагирует на него всегда стандартно — падением или ростом.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс, 1978.
- Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения // Сочинения. Т. 1. М.: Госполитиздат, 1955.
- Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал. М.: Прогресс, 1988.
- Юм Д. Трактат о деньгах // Малые произведения. М.: Канон, 1996.
- Burns A., Mitchell W. Measuring Business Cycles. New York: NBER, 1946.
- Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo S. Sectoral Solow Residuals // European Economic Review. 1996. Vol. 40. P. 861—869.
- Christiano L., Eichenbaum M. Current Real Business Cycle Theories and Aggregate Labor Market Fluctuations // American Economic Review. 1992. Vol. 82. P. 430—450.
- Clark J. M. Business Acceleration and the Law of Demand: a Technical Factor in Economic Cycles // Journal of Political Economy. 1917. Vol. 25. P. 217—235.
- Dynan K., Elmendorf D., Sichel D. Can Financial Innovation Help to Explain the Reduced Volatility of Economic Activity? // Journal of Monetary Economics. 2006. Vol. 53. P. 123—150.
- Finn M. Perfect Competition and the Effects of Energy Price Increases on Economic Activity // Journal of Money, Credit and Banking. 2000. Vol. 32. P. 400—416.
- Fischer S. Long-Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply // Journal of Political Economy. 1977. Vol. 85. P. 191—206.
- Frisch R. The Interrelation Between Capital Production and Consumer-Taking // Journal of Political Economy. 1931. Vol. 39. P. 646—654.
- Frisch R. Propagation Problems and Impulse Problems in Dynamic Economics // Economic Essays in Honor of Gustav Cassel. Allen and Unwin Sondon. 1933.

- Gali J.* Technology, Employment and the Business Cycle: Do Technological Shocks Explain Aggregate Fluctuations? // *American Economic Review*. 1999. Vol. 89. P. 249—271.
- Granger C.* Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods // *Econometrica*. 1969. Vol. 37. P. 424—438.
- Greenwald B., Stiglitz J.* New and Old Keynesians // *Journal of Economic Perspectives*. 1993a. Vol. 7. P. 23—44.
- Greenwald B., Stiglitz J.* Financial Market Imperfections and Business Cycles // *Quarterly Journal of Economics*. 1993b. Vol. 108. P. 77—114.
- Herrera A. M., Pesavento E.* The Decline in U.S. Output Volatility: Structural Changes and Inventory Investment // *Journal of Business and Economic Statistics*. 2005. Vol. 23. P. 462—472.
- Hicks J. A.* Contribution to the Theory of the Trade Cycle. Oxford: Clarendon, 1950.
- Juglar C.* Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis. 2-d ed. Paris: Guillaumin, 1889 (1862).
- Justiniano A., Primiceri G.* The Time-Varying Volatility of Macroeconomic Fluctuations // *American Economic Review*. 2008. Vol. 98. P. 604—641.
- Kehoe T., Prescott E.* Great Depressions of the Twentieth Century. Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2007.
- Kim I. M., Loungani P.* The Role of Energy in Real Business Cycle Modes // *Journal of Monetary Economics*. 1992. Vol. 29. P. 173—190.
- King R., Plosser C., Rebelo S.* Production, Growth and Business Cycles. 1. The Basic Neoclassical Model // *Journal of Monetary Economics*. 1988. Vol. 21. P. 195—232.
- Klein L.* Economic Fluctuations in the United States. 1921—1941. New York: Wiley, 1950.
- Kose M. A., Otrok C., Prasad E.* Global Business Cycles: Convergence or Decoupling? NBER Working Paper 14292, 2008.
- Kuznets S.* Schumpeter's Business Cycles // *American Economic Review*. 1940. Vol. 30. P. 257—271.
- Kydland F., Prescott E.* Time to Build and Aggregate Fluctuations // *Econometrica*. 1982. Vol. 50. P. 1345—1370.
- Lucas R.* Some International Evidence on Output — Inflation Tradeoffs // *American Economic Review*. 1973. Vol. 63. P. 326—334.
- Lucas R.* Methods and Problems in Business Cycle Theory // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1980. Vol. 12. P. 696—715.
- Lucas R., Sargent T.* After Keynesian Macroeconomics // After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment. Federal Reserve Bank of Boston, 1978. P. 49—72.

- Mankiw G.* The Macroeconomist as Scientist and Engineer // *Journal of Economic Perspectives*. 2006. Vol. 20. P. 29—46.
- Mishkin F.* Does Anticipated Money Matter? An Econometric Investigation // *Journal of Political Economy*. 1982. Vol. 90. P. 22—51.
- Moore G., Zarnowitz V.* The Development and Role of the National Bureau's Business Cycle Chronologies. NBER Working Paper 1394, 1984.
- Muth J.* Rational Expectations and the Theory of Price Movements // *Econometrica*. 1961. Vol. 29. P. 315—335.
- Nordhaus W.* The Recent Recession, the Current Recovery, and Stock Prices // *Brookings Papers on Economic Activity*. 2002. № 1. P. 199—220.
- Phelps E.* Introduction // *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation*. New York: Norton, 1970.
- Phelps E.* Seven Schools of Macroeconomic Thought. Oxford: Clarendon Press, 1990.
- Pigou A.* Industrial Fluctuations. London: Macmillan, 1927.
- Prescott E.* Theory Ahead of Business Cycle Measurement // *Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review*. 1966. P. 9—22.
- Rebelo S.* Real Business Cycle Models: Past, Present and Future. NBER Working Paper 11401, 2005.
- Rotemberg J., Woodford M.* Imperfect Competition and the Effect of Energy Price Increases on Economic Activity // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1996. Vol. 28. P. 549—577.
- Samuels P.* Interaction between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration // *Review of Economics and Statistics*. 1939. Vol. 21. P. 75—78.
- Sargent T.* Macroeconomic Theory 2nd ed. New York: Academic Press, 1987.
- Sargent T., Wallace N.* Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule // *Journal of Political Economy*. 1975. Vol. 83. P. 241—254.
- Sargent T., Wallace N.* Some Unpleasant Monetarist Arithmetic // *Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review*. 1981. Autumn.
- Schmitt-Grohe S., Uribe M.* What's News in Business Cycles. NBER Working Paper 14215, 2008.
- Schumpeter J.* Business Cycles: a Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. 2 vols. New York: McGraw-Hill, 1939.
- Shapiro C., Stiglitz J.* Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device // *American Economic Review*. 1984. Vol. 73. P. 433—444.
- Taylor J.* Staggered Wage Setting in a Macro Model // *American Economic Review*. 1979. Vol. 69. P. 108—113.
- Taylor J.* Aggregate Dynamics and Staggered Contracts // *Journal of Political Economy*. 1980. Vol. 88. P. 1—24.

Temin P. Real Business Cycle Views of the Great Depression and Recent Events: a Review of T. Kehoe and E. Prescott's «Great Depression of the Twentieth Century» // Journal of Economic Literature. 2008. Vol. 46. P. 669—684.

Thorpe W. Business Annals. New York: NBER, 1926.

Walsh C. Monetary Theory and Policy. 2nd ed. Cambridge, Mass.: MIT Press, 2003.

Woodford M. Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis // American Economic Journal Macroeconomics. 2009. Vol. 1. P. 267—279.

Часть II ХРОНОЛОГИЯ И ПЕРИОДИЗАЦИЯ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА В МИРЕ

Текущий финансово-экономический кризис продолжается уже, по сути, два года — с ранней весны 2007 г. при этом с начала кризиса и до настоящего времени можно выделить четыре этапа его развертывания.

1. Англосаксонский финансовый кризис (весна 2007 — март 2008). Первый этап кризиса начинается с возникновения проблем на ипотечном рынке США и завершается спасением одного из крупнейших американских ипотечных банков Bear Stearns.

2. «Размежевание» (*decoupling*), март — август 2008). Кризис постепенно распространяется на все развитые экономики, однако сохраняется надежда, что развивающиеся рынки не только не будут им затронуты, но их динамичное развитие станет фактором преодоления кризиса развитого мира.

3. Кредитное сжатие (*de-leveraging*), сентябрь — ноябрь 2008). Быстрое развитие кризиса на развивающихся рынках и официальное признание начала рецессии в развитых странах. Основные проблемы сосредоточиваются в финансовом секторе, во многих странах мира возникает угроза коллапса банковской системы.

4. Эмиссионная накачка (*quantitative easing*), с конца ноября 2008 г. по настоящее время). Правительства большинства стран, стремясь не допустить производственного коллапса и результате дефляции, предпринимают разнообразные меры денежного и фискального характера, нацеленные на расширение предложения денег и стимулирование спроса. Кейнсианство становится лозунгом дня.