

На правах рукописи

ГОВТВАНЬ Олег Джонович

**Макроэкономическое прогнозирование
денежно-банковской системы**

**Специальности: 08.00.01 - Экономическая теория
08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит**

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

Москва – 2010

Работа выполнена в Учреждении российской академии наук
Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Голосов Олег Викторович

доктор экономических наук
Паппэ Яков Шаявич

доктор экономических наук, профессор
Хандруев Александр Андреевич

Ведущая организация: Государственное образовательное учреждение высшего профессионального образования « Государственный университет управления »

Защита состоится « 16 » июня 2010 г. в 14 часов
на заседании Диссертационного совета Д 002.061.01
в УРАН Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН
по адресу: 117418, г. Москва, Нахимовский проспект, д. 47, ауд. 520.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке
УРАН Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН
по адресу: 117418, г. Москва, Нахимовский проспект, д. 47, ауд. 520.

Автореферат разослан « 13 » мая _____ 2010 г.

Ученый секретарь
Диссертационного совета,
кандидат экономических наук, доцент

Р.А. Галецкая



I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Последнее столетие в мировой экономической истории – это период бурного экономического роста, наивысшей эффективности производства, ускоренного развития научно-технического прогресса. Успехи в развитии материального производства тесным образом сопряжены с революционными изменениями в финансовой сфере: во многом именно финансовые инновации открыли возможности для ускоренного экономического роста с конца XIX – начала XX века. Обретение деньгами преимущественно долгового характера в результате создания и развития двухуровневых банковских систем, улучшение оценки качества долгов в ходе становления и развития финансовых рынков, снижение неопределенности финансовых вложений с развитием рыночных инструментов управления рисками – все это способствовало снятию с экономического развития валовых финансовых ограничений. Вместе с тем масштабный поток финансовых инноваций формирует нестабильность при адаптации экономических агентов к новым институтам и инструментам, а снятие валовых финансовых ограничений может оборачиваться отсутствием селективности финансовых вложений. В результате, открывая новые возможности экономического развития, финансовые инновации одновременно создают угрозы его стабильности. В этих условиях постоянно возрастает роль финансовой политики (и, в частности и особенности, – денежно-кредитной политики монетарных властей) в экономической политике государства.

Насколько грамотно поставлены цели денежно-кредитной политики, насколько правильно подобраны ее инструменты, насколько точно они используются – от этого всецело зависит – в какой мере удастся соблюсти баланс между эффективностью и надежностью в общеэкономическом развитии. При этом проблематика государственной монетарной политики и проблематика макроэкономического прогнозирования денежно-банковской системы, которой посвящена данная работа, на наш взгляд, во многом совпадают.

Современный международный финансовый кризис в полной мере демонстрирует значимость адекватного управления денежно-банковской системой и, одновременно,

актуализирует необходимость структурных финансовых исследований и макроэкономического анализа финансовых рисков – двух важнейших научных направлений, формирующих специфику авторского подхода в финансовом прогнозировании и, в более широком плане, в исследованиях финансовых аспектов процесса воспроизводства.

Степень разработанности проблемы.

Основные подходы к исследованиям природы денег и их роли в воспроизводственном процессе, взаимодействия номинальных и реальных факторов процесса воспроизводства в разное время были разработаны и предложены такими экономистами как М. Аглиетта, Дж. Акерлоф, М. Алле, К.Ф. Бастиа, Б. Баверк, Дж.М. Бьюкенен, Л. Вальрас, М. Вебер, Т. Веблен, Ф. фон Визер, Дж.К. Гэлбрейт, Д. Канеман, Дж.М. Кейнс, Дж.Б. Кларк, Дж.Р. Коммонс, Р. Коуз, П. Кругман, Т.Р.Мальтус, К.Маркс, А.Маршалл, К. Менгер, Л. фон Мизес, Х. Мински, У.К. Митчел, Г. Мюрдаль, Д. Норт, В. Парето, Д. Патинкин, А. Пигу, Ж. Сапир, Дж. Стиглиц, Ж.-Б. Сэй, Л. Тевено, Дж. Тобин, О. Уильямсон, И. Фишер, М. Фридман, Ф.А. фон Хайек, Дж. Хикс, Й. Шумпетер и др.

Для данного исследования важное значение имеет также современная отечественная теория воспроизводства, основателями которой являются А.И.Анчишкин и Ю.В.Яременко, в развитие которой внесли свой вклад Л.И.Абалкин, А.Р. Белоусов, В.Н.Борисов, И.А.Буданов, А.Е Варшавский, С.Ю.Глазьев, А.И. Гладышевский, В.Г Гребенников, В.В. Ивантер, Н.И.Комков, А.Г.Коровкин, М.Ю. Ксенофонтов, Д.С.Львов, В.И.Маевский, А.С.Некрасов, В.С. Панфилов, О.С. Пчелинцев, А.В. Суворов, Н.В. Суворов, В.С.Сутягин, М.Н.Узяков и др.

Цель и задачи исследования.

Целью исследования является изучение закономерностей структурного развития финансовых систем национального уровня, совершенствование методологии макроэкономического финансового прогнозирования, ее практическое применение и разработка рекомендаций по совершенствованию денежно-кредитной политики монетарных властей и государственной финансовой политики в целом.

Для достижения поставленной цели осуществлялось решение следующих задач:

развитие методологии структурных **финансовых исследований применительно к** разработкам прогностического типа;

построение и обоснование концепции структурного развития **российской** финансовой системы;

разработка методологии макроэкономического анализа **финансовых рисков**;

формирование подходов к количественной оценке системного риска в **финансовой** сфере;

построение показателей для оценки систематических **финансовых рисков**;

создание методического инструментария **средне- и долгосрочного** макрофинансового прогнозирования и его применение в конкретных расчетах;

разработка на базе проведенных прогнозных, структурных и риск-исследований рекомендаций по совершенствованию **монетарной политики**.

Объектом исследования являются связи и отношения, возникающие в процессе функционирования финансовой системы и ее взаимодействия с реальными факторами процесса воспроизводства, а также структурные характеристики указанных процессов. При том, что рассматриваемые связи и отношения охватывают финансовый аспект воспроизводственного процесса в целом, в диссертационном исследовании делается акцент на проблематике развития денежно-банковской системы и монетарной политики.

Предмет исследования – возможности и ограничения макрофинансового регулирования как составной части экономической политики. При этом особое внимание уделяется денежно-кредитной политике монетарных властей.

Теоретической и методологической основой диссертационной работы являются исследовательские результаты различных научных школ, в рамках которых рассматриваются современная теория воспроизводства, природа денег и их роль в воспроизводственном процессе, взаимодействие монетарных и реальных факторов в экономических процессах. Автор основывался на исследованиях российских и зарубежных ученых, посвященных вопросам теории денег, макроэкономического и макрофинансового прогнозирования, роли денежно-банковской системы в

воспроизводственном процессе, денежной политики и ее последствий, а также методологическим аспектам социально-экономического прогнозирования.

Информационной базой исследования стали официальные справочные материалы ЦБ РФ, Росстата РФ и Минфина РФ, Международного валютного фонда и Мирового Банка, Банка международных расчетов, ФРС США, ЕЦБ, Евростата, международных рейтинговых агентств, информационно-аналитические сайты micex.ru, cbonds.com, bloomberg.com, finance.yahoo.com, eia.doc.gov.

Научная новизна диссертационного исследования представлена следующими положениями:

1. Представлена методология макрофинансового прогнозирования, новизна которой состоит в прямом включении структурных финансовых исследований и макроэкономического анализа финансовых рисков в прогнозные процедуры. Использование данной методологии обеспечивает повышение качества макроэкономических прогнозов в условиях институциональных трансформаций, неполноты и асимметрии информации.

2. Предложена модификация методологии структурного финансового анализа, которая адаптирована для использования в макрофинансовом прогнозировании. Новизна авторских разработок определяется уровнем их комплексности: отдельные структурные предпочтения рассматриваются в их взаимодействии и взаимовлиянии; выявлены динамические закономерности развития структурных предпочтений, преемственность типов финансовых структур. Комплексный подход дает возможность использования финансово-структурного анализа в прогностических целях.

3. Разработана концепция финансово-структурных преобразований российской экономики, ориентированная на интенсификацию финансово-перераспределительных процессов. Предложен структурный маневр по переориентации в кратко- и среднесрочном плане на преимущественно банковские формы финансового перераспределения, с последующим акцентом в стратегической перспективе на финансовую структуру с преобладающей ролью финансовых рынков. Активизация банковского кредита предполагает изменение режима денежного предложения,

основой которого является развитие инструментов рефинансирования и их ориентация на традиционный билатеральный кредит.

4. Представлена методология макроэкономического анализа финансовых рисков. Она направлена на выявление и оценку системного и систематических рисков. Оценка системного риска исходит из того, что он сочетает в себе, с одной стороны, наличие конструктивных особенностей финансовой системы, обеспечивающих передачу риска между экономическими агентами по каналам ликвидности и, с другой стороны, наличие признаков деструктивного поведения рыночных агентов. Реализация такого подхода открывает возможность количественных оценок системного риска.

5. Разработана модель системы взаимосвязанных сводных финансовых балансов основных субъектов экономики. Модель является основой комплексной системы макрофинансовых сценарных прогнозных расчетов на средне- и долгосрочную перспективу. Указанный инструментарий позволяет учитывать в прогнозных расчетах результаты и требования макрофинансового структурного и риск-анализа.

6. Предложено развитие эволюционной концепции финансовых структур, представляющей финансовую историю как долговременный процесс последовательной смены типов финансовой структуры. В контексте эволюционной концепции текущий мировой финансовый кризис интерпретируется как структурный кризис – кризис становления принципиально нового типа финансовой структуры, основанной на тотальном использовании рынка рисков (инструментов управления рисками) для обеспечения финансового перераспределения. В этом случае разрешение кризиса требует нового подхода к антикризисным мерам, основанного на разделении рисков, их перераспределении между экономическими субъектами, участии монетарных властей в управлении рисками.

7. Представлены меры по совершенствованию денежно-кредитной политики, направленные на более полный учет структурно-финансовой проблематики, системного и систематических рисков. Предлагается дополнить текущую денежную политику разработкой долгосрочных программ, ориентированных на целенаправленное финансово-структурное строительство, экономический рост и его качество. Также предложена постепенная переориентация программ текущей

монетарной политики на профилактику финансовых рисков системного и систематического характера (риск-таргетирование).

Теоретическая и практическая значимость исследования.

Теоретическая значимость диссертационной работы состоит в том, что разработанная в диссертации методология и созданный на ее основе инструментарий создают новое направление в макроэкономическом финансовом прогнозировании. Это направление расширяет проблематику макрофинансового прогноза, включая в нее вопросы структурного развития и макроэкономический анализ финансовых рисков. Представленные методологические подходы финансово-структурного анализа и макрофинансового риск-анализа имеют самостоятельную теоретическую значимость.

Практическая значимость заключается в возможности использования разработанных подходов, методов и инструментария в макрофинансовом прогнозировании различных типов экономических систем, как по уровню объекта, так и по горизонту прогнозирования. Результаты исследования применимы для совершенствования денежно-кредитной политики монетарных властей.

Апробация результатов исследования. Основные положения диссертации нашли отражение в исследовательских отчетах и работах ИНП РАН, выполненных по заказам органов федеральной власти и Президиума РАН в 1996-2009гг. Результаты диссертации были представлены на различных российских и международных конференциях и семинарах, в том числе на сессиях постоянно действующего российско-французского семинара по денежно-финансовым проблемам переходной экономики (1991–2009гг., Москва, Париж, Санкт-Петербург, Ростов-на-Дону, Лион, Вологда, Ставрополь, Липецк, Астрахань); на российско-китайском семинаре по проблемам переходных экономик (2007г. Пекин, Шанхай).

По теме диссертации опубликовано 50 печатных работ общим объемом 49,6 п.л., в том числе 2 монографии, 24 статьи в научных журналах, рекомендованных ВАК Минобрнауки для публикации основных результатов научных исследований на соискание ученой степени доктора наук.

Цели, задачи и методические особенности исследовательской работы определили **структуру диссертации**, состоящую из введения, 3 разделов, 11 глав,

заклучения, списка использованной литературы из 298 наименований. Общий объем диссертации составляет 385 страниц.

Первый раздел посвящен финансово-структурной проблематике.

В Главе 1 подробно рассмотрено понятие финансовой структуры; определено место структурных исследований в финансовом прогнозировании; намечены подходы к структурным исследованиям, адекватные задачам прогноза.

Глава 2 ориентирована на критический анализ и обобщение основных исследований, посвященных финансовой структуре экономики. Здесь, с одной стороны, продемонстрированы сравнительные характеристики различных типов финансовых структур и, с другой, - определены внутренние особенности организации финансовых систем, необходимые для соответствующих структурных феноменов, а также динамические закономерности финансово-структурного развития.

Глава 3 посвящена изучению французского финансового опыта. Автор концентрируется на двух периодах французской финансовой истории: на послевоенных годах, когда во Франции для оживления экономики была достаточно удачно использована финансовая структура, основанная на банковском кредите, и на периоде 1980-х годов, когда Франция осуществляла переход от экономики банковского кредита к экономике финансовых рынков. Развитие финансовой структуры российской экономики происходит (хотя и не быстро) по «англо-саксонскому пути». Французский опыт представляет нам примеры во многом альтернативных институтов и инструментов.

В Главе 4, завершающей главе первого раздела, представлена авторская позиция о перспективных траекториях изменения финансовой структуры в России. Соответствующие представления закладывают основу прогнозных разработок, позволяя обосновывать прогнозные сценарии и динамику ключевых финансовых показателей, изменение форм связей между ними.

Во втором разделе представлена проблематика макроэкономического анализа финансовых рисков.

В Главе 5 обосновывается необходимость анализа банковских рисков в макрофинансовых исследованиях прогнозного типа, представлены теоретические предпосылки и объекты макроэкономического риск-анализа.

В Главе 6 представлен подход к оценке системного риска на основе изучения условий распространения рисков в системе по каналам ликвидности.

Глава 7 посвящена изучению и оценке другой стороны системного риска – деструктивного поведения агентов рынка. Здесь описывается подход к построению индикаторов, позволяющих выявить наличие подобного поведения.

В Главе 8, завершающей главе второго раздела представлено прикладное исследование, направленное на анализ эволюции банковских рисков, приведшей к кризису межбанковского рынка в августе 1995 г., одновременно выявляющее риски рынка государственных долговых обязательств. Исследование, выполненное осенью 1995 г., хорошо иллюстрирует подход к изучению систематических рисков с помощью различных индикаторов эвристического типа.

В третьем разделе представлены конкретные прогнозные исследования, являющиеся результатом применения авторской методологии.

В Главе 9 представлен комплексный среднесрочный макрофинансовый прогноз. Подобные прогнозы – основной предмет авторских разработок. Соответственно, именно здесь в наибольшей степени заметны особенности авторской методологии. Финансово-структурные исследования занимают центральное место на этапе сценарной проработки прогноза. Кроме того, финансово-структурные исследования в значительной мере используются в части обоснования динамики основных прогнозных показателей. Риск-анализ, прежде всего, представлен на заключительной стадии – стадии оценки и обобщения результатов прогноза. Но, кроме того, на промежуточных стадиях расчетов как раз анализ финансовых рисков создает возможности выявления «точек перехода» (триггеров), определяющих возможное изменение финансовой политики и (или) массового поведения основных экономических агентов.

В Главе 10 выборочно представлен опыт разработки прогнозов по отдельным сегментам финансового рынка, выделяемым по различным признакам, – прогнозов развития отдельных финансовых инструментов и прогнозов по направлениям

финансирования. Сегментарные прогнозы используются автором для уточнения результатов комплексных макрофинансовых прогнозов. В данной главе представлены две подобные разработки: прогноз развития рынка автокредитования и система прогнозных расчетов финансирования аграрного производства.

Глава 11 посвящена еще одному типу разработок прогнозного типа – проблемно-ориентированным прогнозно-аналитическим исследованиям. Представленные здесь разработки, во-первых, прямо вытекают из результатов макрофинансовых прогнозных построений, рассматриваемых в первой главе данного раздела, и, во вторых, они корреспондируют с риск-анализом, представленным в заключительной главе предыдущего раздела. В обоих случаях мы имеем дело с проблемно-ориентированными исследованиями, реализуемыми на основе подробного анализа финансовых рисков. Различия же касаются анализируемых проблем, конкретных экономических условий соответствующего периода времени и информационного обеспечения. Сопоставление двух вариантов риск-анализа (датированных, соответственно, 1995 и 2008 годами) позволяет также в определенной степени оценить эволюцию предлагаемых подходов.

В заключении сформулированы основные выводы диссертационного исследования.

II. Основные научные положения и результаты, выносимые на защиту

1. Представлена методология макрофинансового прогнозирования, новизна которой состоит в прямом, явном включении структурных финансовых исследований и макроэкономического анализа финансовых рисков в прогнозные процедуры. Использование данной методологии обеспечивает повышение качества макроэкономических прогнозов в условиях институциональных трансформаций, неполноты и асимметрии информации.

Новая методология макрофинансового прогнозирования является общим результатом диссертационного исследования в целом. Отдельные существенные ее характеристики будут представлены ниже в качестве самостоятельных результатов. Здесь остановимся лишь на кратком содержании и обосновании основных направлений изменения традиционной методологии.

В условиях неполноты информации и недостаточности институциональной среды различные способы финансирования уже не являются полностью взаимозаменяемыми и равно эффективными и, в зависимости от тех или иных информационных и (или) институциональных условий, продуцируют принципиально различную экономическую динамику как на макро-, так и на микроэкономическом уровне.

В этой связи при разработке макрофинансовых прогнозов возникает задача выбора (на макроэкономическом уровне) непротиворечивого набора способов финансирования (финансовых технологий, институтов и инструментов), адекватных ожидаемой (либо целевой) общеэкономической динамике, разработки стимулов их развития и способов адаптации, создания рычагов управления этим развитием, средств защиты от возможных негативных последствий. Если добавить, что речь идет о способах финансирования, имеющих устойчивый массовый характер в данной конкретной экономике, с многочисленными прецедентами их использования (как позитивными, так и негативными), то мы, собственно, как раз и очертили круг задач структурного финансового анализа. В отличие от более традиционных для прогнозных исследований задач эффективного распределения и перераспределения ресурсов, для которых разработан широкий инструментарий количественных подходов, указанные задачи в обозримой перспективе видимо должны решаться в основном на качественном уровне, что, впрочем, не умаляет значения верного решения для результатов прогноза.

Интерес к изучению банковских рисков, разработке процедур их оценивания, поиску путей адаптации микроуровневого, по своей природе, явления к макрофинансовой проблематике связан, в первую очередь, с тем, что способность банковского сектора управлять рисками, с одной стороны, и системная его уязвимость, связанная с взятыми на себя рисками, – с другой, – это ключевые факторы, во многом определяющие уровень и качество выполнения денежно-банковской системой своих макроэкономических функций.

Основное содержание структурных финансовых исследований и макроэкономического анализа финансовых рисков будет рассмотрено ниже. Здесь кратко остановимся на их роли в прогнозных разработках.

Финансово-структурные исследования занимают важное, если не сказать, - центральное место на этапе сценарной проработки прогноза: собственно, в нашем представлении прогнозные сценарии – это, в первую очередь, варианты развития финансовой структуры. Кроме того, финансово-структурные исследования в значительной мере используются нами в части обоснования динамики основных прогнозных показателей. Заметим, что возможно даже в большей степени это относится к инерционным сценариям: анализ структурных предпочтений дает дополнительные представления об ограничениях используемых инструментов.

Риск-анализ, прежде всего, представлен на заключительной стадии – стадии анализа результатов прогноза. Но, кроме того, на промежуточных стадиях расчетов как раз анализ финансовых рисков во многом формирует ограничения и создает возможности выявления «точек перехода» (триггеров), определяющих возможное изменение финансовой политики и (или) массового поведения основных экономических агентов.

2. Предложена модификация методологии структурного финансового анализа, которая адаптирована для использования в макрофинансовом прогнозировании. Новизна авторских разработок определяется уровнем их комплексности: представлены как теоретические предпосылки структурных финансовых исследований, так и прикладные структурные решения и способы их обоснования; отдельные структурные предпочтения рассматриваются в их взаимодействии и взаимовлиянии; выявлены динамические закономерности развития структурных предпочтений, преемственность типов финансовых структур. Комплексный подход дает возможность использования финансово-структурного анализа в прогностических целях.

Нейтральность денег предполагает сильную информационную гипотезу – полноту и равный доступ к информации. Преодоление же неполноты и различных форм асимметрии информации связаны с дополнительными компенсационными издержками, неравнозначными для различных способов финансирования.

В определенной мере информационная недостаточность может компенсироваться наличием институтов, дающих экономическим агентам общие рамки для принятия

решений и обеспечивающих контроль соответствия их поведения этим рамкам. Институциональное строительство приобретает особый статус для ситуаций неопределенности, являясь элементом, облегчающим координацию экономических агентов, формирование ожиданий. Однако представить себе тотальную эффективную институционализацию (заметим, кстати, что в этом случае мы получим отнюдь не рыночную экономику) всего многообразия экономических связей не более просто, чем допустить наличие полной и совершенной информации: институты способствуют лучшей структуризации поведения, но вряд ли способны обеспечить его полную предопределенность.

Определенная компенсация недостатка информации (даже в случаях критической неопределенности) может быть предоставлена за счет механизма конвенций – низкокзатратной формы неявной, неформальной координации, основанной на коллективных обобщениях прошлого опыта. Экономические конвенции не предполагают санкций за невыполнение, относительно устойчивы к единичным неудачам применения, могут «подпитываться» опытом как экономической, так и внеэкономической деятельности. Ну, и кроме всего прочего, конвенции могут быть альтернативными: в одних и тех же случаях возможно применение, как разных конвенций, так и других форм координации. Наличие конвенций определенным образом координирует поведение, позволяет его структурировать и прогнозировать, но отнюдь не способствует ни полному устранению неопределенности, ни преодолению асимметрии информации.

Мы исходим из того, что, по крайней мере, российской экономике (на проблемы которой мы в основном ориентированы) характерны неполнота и несовершенство рынков: информация недостаточна и асимметрично распределена, институты малопредставительны и неравномерно охватывают сферы экономической деятельности, конвенции неоднозначны и зачастую противоречивы. Кроме того существуют ограничения рынков, существуют многочисленные случаи значимого экономически иррационального поведения и, пожалуй, отсутствуют должные навыки обращения к рациональному поведению на индивидуальном уровне. В этих условиях

различные способы финансирования могут продуцировать различные общезкономические результаты.

На теоретическом уровне речь идет о различиях в эффективности между внутренним и внешним финансированием, между прямым и косвенным внешним финансированием и, хотя и в меньшей мере, между прямым и перекрестным внутренним финансированием. Мы предполагаем, что указанный вывод в принципе переносим и на более дробную структуру источников финансирования, вплоть до конкретных финансовых инструментов.

В принципе в каждый конкретный момент в национальной экономике существует определенный набор используемых инструментов финансирования. Если бы мы смогли создать полный перечень финансовых инструментов используемых на практике, наверное, мы смогли бы выявить случаи единичного, редкого, экспериментального и т.п. использования, но наряду с этим и массовые инструменты, традиционные для экономической практики. Собственно, именно использование этих традиционных массовых инструментов во многом и определяет интенсивность и характер воздействия финансовых факторов на реальные процессы в данный конкретный момент, в данной конкретной экономике, в данных конкретных условиях ее функционирования.

Мы вплотную подошли к понятию финансовой структуры экономики, которую мы определяем как совокупность устойчивых национальных предпочтений к использованию тех или иных финансовых инструментов, подкрепляемых, с одной стороны, навыками, традициями, положительным опытом использования, и, с другой, особенностями внутреннего устройства финансовой системы.

Подчеркнем устойчивость как характеристику структурных предпочтений. Здесь следует говорить о необходимости институционализации или, по крайней мере, должной конвенционализации инструментов – объектов национальных предпочтений.

Заметим также, что определенный тип структурных предпочтений предполагает определенные внутренние характеристики финансовой системы. Речь идет о содержательных особенностях организации рынка ликвидности и эмиссионной деятельности, о специфических формах организации денежной политики и т.п. А

поскольку мы говорим о способности внутреннего устройства финансовой системы формировать (участвовать в формировании) устойчивые долговременные предпочтения, то, очевидно, речь должна идти об устойчивых долговременных характеристиках этого устройства – об институциональной структуре финансовой системы.

В этой связи мы можем сформулировать и альтернативное (и несколько более узкое) определение финансовой структуры – совокупность устойчивых связей между элементами внутренней институциональной структуры финансовой системы и структурными приоритетами в финансировании нефинансового сектора. При этом как раз посредством формирования внутренних институциональных особенностей финансовой системы мы получаем основные возможности целенаправленного воздействия на финансовую структуру.

Еще один достаточно популярный в экономической литературе, родственный термин – финансовая архитектура, который зачастую используется в качестве синонима финансовой структуры. В принципе можно согласиться, что эти понятия – близки. В нашем изложении понятие «финансовая архитектура» используется в тех случаях, когда мы хотим подчеркнуть «рукотворный» аспект финансовой структуры. Т.е. в нашем понимании «финансовая структура» и «финансовая архитектура» отсылают к одному и тому же экономическому феномену, но делают при этом акцент на различных его аспектах – либо на внутренней институциональной структуре финансовой системы, либо на структурных приоритетах в финансировании нефинансового сектора.

Анализ национальных финансовых систем, на первый взгляд, представляет чрезмерно широкое разнообразие экономических институтов и инструментов, а также поведенческих механизмов, определяющих национальные структурные предпочтения. При ближайшем рассмотрении, тем не менее, становится возможной спецификация ограниченного круга аналитических моделей, объясняющих функционирование и развитие соответствующих финансовых структур. Подобная спецификация проявляется в наиболее чистом виде, прежде всего, в классификации финансовых систем, которая ставит акценты либо на особенностях финансирования

общеекономического развития, либо на доминирующих формах организации собственно финансовой системы. Иными словами, существуют различия, с одной стороны, между экономическими системами, базирующимися на финансовых рынках (или ориентированными на последние), и системами, базирующимися на посредническом финансировании (или ориентированными на банки), и, с другой стороны, различия между финансовыми системами экономики рынков и финансовыми системами посреднического типа.

Действительно, классический анализ финансовых структур основывается на выделении (и, в определенной мере, противопоставлении) двух способов финансового перераспределения и, соответственно, двух типов финансовой структуры экономики:

- Экономика финансовых рынков (система экзогенного предложения денег) - система американского (англосаксонского) типа с преобладанием финансирования через финансовые рынки;
- Экономика банковского кредита или, иначе, экономика задолженности (система эндогенного предложения денег) - система французского (японского) типа с преобладанием финансирования через банковский кредит.

В принципе можно говорить о том, что представление о финансовой структуре как об альтернативе двух наиболее распространенных ее типов отличается определенной неполнотой. Возможно, следует рассматривать также экономику самофинансирования (с доминирующей ролью внутреннего финансирования), а также и экономику, финансирование в которой основано на тотальном использовании рынка рисков (инструментов управления рисками). Однако в первом случае, по существу речь идет о ситуации отсутствия значимых структурных предпочтений, ситуации «структурного вакуума», а во втором – о некотором гипотетическом типе, перспективы которого пока неоднозначны.

Если же рассматривать два традиционных для анализа типа финансовой структуры то, при наличии должных институциональных и информационных условий, система финансовых рынков представляется более эффективной: транзакционные издержки в этом случае заметно ниже по сравнению с издержками по организации потока банковского кредита. Однако экономика финансовых рынков предъявляет

существенно более высокие требования к самим рынкам (к качеству соответствующих институтов и инструментов и широте их спектра), а также к циркулирующей рыночной информации и способности отдельных рынков к ее усвоению.

Важнейшая характеристика финансовых структур заключена в долговременном характере их формирования. До сих пор наши характеристики финансовых структур носили большей частью статический характер. Если же мы посмотрим на взаимодействие финансовой структуры и общеэкономической динамики как на процесс, развивающийся во времени, то с учетом долговременности формирования структурных предпочтений становится очевидным вывод о том, что и траектория изменения финансовой структуры также важна. Даже если мы установили, какой набор структурных предпочтений будет оптимально сочетаться с реальными факторами, прогнозируемыми на некоторую долгосрочную перспективу, далеко не факт, что лучшим выбором является прямая изначальная ориентация на формирование именно этих структурных предпочтений. Поскольку на протяжении всего пути происходит взаимодействие финансовой структуры и общеэкономических факторов, а накопление опыта этого взаимодействия изменяет информационную и институциональную среду, во многих случаях «обходной маршрут» до целевой точки может быть пройден гораздо быстрее, избавляя нас при этом от «царапин и синяков», которые нам грозят при движении по прямой.

Вывод о значимости траектории изменения финансовой структуры чрезвычайно важен для наших исследований. Конечно, он нуждается в определенном развитии, необходимы еще и некоторые ориентиры для построения подобных траекторий. Так, для наших прикладных работ было бы весьма полезно более четкое понимание динамических закономерностей появления и развития структурных предпочтений, классификация структурных предпочтений по типам динамики. К сожалению, пока мы зачастую вынуждены оперировать интуитивными представлениями.

Тем не менее, ряд закономерностей финансово-структурного развития выявлен и представлен в диссертации. В частности рассмотрена зависимость доминирующего типа финансового перераспределения от эффективности экономики, интенсивности и частоты сбережений и инвестиций. Представлены также особенности возникновения и

развития структурных предпочтений в системах со слабо выраженными структурными предпочтениями (на основе изучения динамики появления и развития рынков государственных обязательств, потребительского кредита). В указанных условиях новые структурные элементы (в автономном режиме) демонстрируют динамику, характерную для заполнения рынка «нишевыми» продуктами, с неравномерно распределенным во времени эффектом, что наводит на аналогии с рыночными «спекулятивными пузырями». Кроме того мы пытаемся формулировать определенные выводы относительно различий в появлении новых структурных предпочтений внутри сложившихся и новых «слабо-наполненных» финансовых структур.

Еще один круг проблем связан с особенностями функционирования «гибридных» финансовых структур. Так в диссертации рассмотрены эффекты функционирования банковского кредита в системах с доминирующей ролью финансовых рынков; отмечены склонность к деспециализации (универсализации) банков и их переориентация на преимущественно нецелевое кредитование.

Вообще говоря, наши исследования по структурной проблематике имеют некоторую сверхзадачу – создание единой комплексной теории финансово-структурного развития экономических систем национального уровня. Наверное, пока автор еще далек от ее решения. Тем не менее, представленные исследования, на наш взгляд, являются достаточной теоретико-методологической основой для прикладных структурных исследований в финансовой сфере.

3. Разработана концепция финансово-структурных преобразований российской экономики, ориентированная на интенсификацию финансово-перераспределительных процессов. Концепция обосновывает структурный маневр по переориентации в кратко- и среднесрочном плане на преимущественно банковские формы финансового перераспределения, с последующим акцентом в стратегической перспективе на финансовую структуру с преобладающей ролью финансовых рынков. Активизация банковского кредита предполагает адекватное изменение режима денежного предложения, основой которого является развитие инструментов рефинансирования и их ориентация на билатеральный кредит.

В явном виде вопрос о том, какая именно финансовая структура создается в России, практически никогда не формулировался. В результате, хотя с точки зрения текущих предпосылок для сегодняшней России система банковского кредита – наиболее приспособлена, созданные институциональные рамки скорее характерны для системы финансовых рынков. Хотя вопрос выбора и не ставился, по внеэкономическим причинам институциональное строительство в России велось в основном по англо-саксонским «чертежам». Мы не хотим сказать, что они – плохие. Просто они предназначены для информационных и поведенческих условий, которых в России сейчас не существует.

Поскольку внутреннее институциональное устройство российской финансовой системы ориентировано – скорее на финансовые рынки, а по условиям и целевым требованиям финансирования России, на наш взгляд, более подходит банковский кредит, мы получили финансовую структуру, с минимальным количеством выраженных структурных предпочтений – «пустую» финансовую структуру, функционирование которой, кроме всего прочего, вносит существенный элемент нестабильности в развитие российских финансов. Единственный, как нам представляется, разумный выход – тактическая временная (хотя и достаточно продолжительная) переориентация на систему банковского кредита.

Возможно, при наличии должных институциональных условий, система финансовых рынков и выигрывает в эффективности. Однако она предъявляет существенно более высокие требования к самим рынкам (к качеству соответствующих институтов и инструментов и широте их спектра), а также к циркулирующей рыночной информации и способности отдельных рынков к ее усвоению. В сегодняшней России в большинстве случаев эти условия не выполняются. При этом, никакие меры по созданию адекватной институциональной и информационной среды не могут дать быстрого эффекта. Соответственно, ожидать текущей эффективности перераспределительных функций финансового рынка не приходится: в ближайшее время получить существенное финансирование с рынка сможет лишь ограниченное число крупнейших компаний (в условиях несовершенства рынков только их долги получают приемлемые оценки): в кратко- и среднесрочном плане финансовый рынок

не может обеспечить массовое финансирование. В этой связи преимущественная ориентация финансирования на рынки станет актуальной лишь по мере создания устойчивых альтернативных точек роста вне экспортно-ориентированного сырьевого сектора.

К этому надо добавить, что возможности трансформации финансовых ресурсов (прежде всего по срокам и «подписи») при их перераспределении через финансовые рынки достаточно ограничены. В нашей же ситуации, когда располагаемые ресурсы тотально не соответствуют потребностям в финансировании по всем параметрам (ликвидности, цене и риску), масштабная трансформация остро необходима.

Экономика, базирующаяся на банковском финансировании, дает гораздо больше возможностей регулирования в оперативном плане, не столь зависима от институциональной среды, менее восприимчива к асимметрии экономической информации и в существенно меньшей степени ограничивает возможности трансформации ресурсов (при адекватном участии кредитора в последней инстанции – центрального банка).

Соответственно, в ближайшие годы, собственно, массовое внешнее финансирование, как впрочем, и финансирование создания новых точек роста, возможно в основном через банковские формы финансового перераспределения.

В этой связи для активизации финансово-перераспределительных процессов необходимо создание сети специализированных финансовых посредников (банков или НКО инвестиционной направленности, банков проектного финансирования, ипотечных и строительных банков и т.п.), ориентированных на организацию финансирования серии ключевых экономических проектов, нацеленных на формирование перспективного облика российской экономики. Одновременно необходимо также создать ряд институтов и инструментов, обеспечивающих деятельность указанной сети. В первую очередь речь идет о создании и развитии механизмов рефинансирования. Отметим, что наши предложения предполагают структурный маневр с целью переориентации на преимущественно банковские формы финансового перераспределения в кратко- и среднесрочном плане, с акцентированием внимания на перераспределение через финансовые рынки в стратегической

перспективе. Ориентация на банковский кредит, естественно, потребует адекватного изменения режима денежного предложения.

Вышеуказанная сеть специализированных посредников потребует особого методического, информационного и кадрового обеспечения. Появление подобных учреждений в ближайшей перспективе в «автоматическом режиме» (на основе частных инициатив) проблематично - пример здесь должно показать государство. Такая государственная инициатива должна воплотиться в ограниченном числе специализированных банков, изначально и четко ориентированных на финансирование серии конкретных проектов (государственных программ). Создание банка под абстрактную функцию с последующим поиском и отбором проектов, как показывает наш собственный российский опыт, не заканчивается никаким положительным результатом кроме, разве что, некоторого улучшения материального благосостояния сотрудников такого банка.

Начальную ресурсную базу специализированных банков, на наш взгляд, можно и целесообразно сформировать (в основном и в первую очередь) за счет инвестиций Сбербанка России и на базе его структурных подразделений.

Представляется, что до настоящего времени Сбербанк недостаточно и не совсем верно для государственного банка использовал свой инвестиционный потенциал. На наш взгляд, Сбербанк как таковой вообще не должен прямо заниматься кредитованием конечных заемщиков: слишком велика «дистанция» и ее надо заполнить специализированными посредниками.

В этой связи характер и организация активных операций Сбербанка нуждаются в определенной модернизации и более четкой структуризации. Переориентация активных операций Сбербанка на финансирование экономики и населения через специализированных посредников позволит заметно повысить результативность и эффективность этого финансирования, с одной стороны, и сделает его более прозрачным для контроля акционеров и вкладчиков, - с другой.

Собственно, сам процесс создания специализированных посреднических учреждений, на наш взгляд, было бы целесообразно организовать под эгидой Сбербанка. Здесь возможны два пути. Первый связан со специализацией внутренних

подразделений Сбербанка с последующим постепенным наделением их сначала относительной экономической, а затем и юридической самостоятельностью. Второй – специализация действующих мелких и средних банков после предварительного установления финансового контроля со стороны Сбербанка.

Кроме ресурсов Сбербанка в специализированные учреждения было бы целесообразно инвестировать также средства крупнейших корпораций с государственным участием, а также часть финансовых накоплений государства. Но, если первый источник можно инвестировать как в капитал, так и долговые обязательства создаваемых учреждений, то второй – в основном, следует использовать на возвратной основе, либо для обеспечения гарантий. Что касается, собственно, финансовых накоплений государства то здесь просматривается весьма интересный способ косвенного (и во многом компромиссного) использования этих средств – в качестве резервного обеспечения для рефинансовых операций Банка России, заметное развитие которых предполагает наш подход.

Мы полагаем, что при должной «рекламе» достаточно быстро (через 2-3 года после начала финансовой деятельности) специализированные банки будут представлять интерес и для частных инвестиций (в том числе, и в первую очередь, – для иностранных). Демонстрация эффекта специализированных учреждений, что в принципе возможно через 3-5 лет (здесь все существенно зависит от конкретного содержания финансируемых программ) будет стимулировать аналогичные частные инициативы.

В долгосрочном плане стартовый прорыв должен быть переведен в стационарный экономический рост с доминирующим финансированием через рынок. Чтобы подобное стратегическое изменение финансовой архитектуры было возможным и прошло безболезненно, необходимо, чтобы институты и инструменты, создаваемые для обеспечения деятельности специализированных банковских учреждений, порожденных государственной инициативой, были изначально доступны для аналогичных частных инициатив. Кроме того, обязательства указанных учреждений целесообразно секьюритизировать в максимально возможной степени, поддерживая и обеспечивая при этом ускоренное развитие их вторичного рынка, учет и переучет.

Еще один вариант решения (не альтернативный, а скорее дополняющий) связан с использованием потенциала финансовых посредников в составе крупнейших финансово-промышленных групп, которые обладают кадровым потенциалом и опытом проектного финансирования (во многом уникальным для России), для финансирования государственных проектов. Эффективная реализация этого опыта и его тиражирование имеет значимый положительный эффект для развития российской экономики и российской финансовой системы, в частности и особенности, позволяя отладку не слишком популярных в России, но весьма полезных в сегодняшних российских условиях финансовых технологий.

В целом реализация наших предложений оказывает двойственное воздействие на денежно-банковскую систему. С одной стороны, мы увеличиваем нагрузку на банковский сектор по взятым на себя рискам, но с другой – даем ему новые возможности по управлению рисками (в первую очередь – риском ликвидности) через развитие рефинансирования в рамках перехода к эндогенному предложению денег.

4. Представлена методология макроэкономического анализа финансовых рисков. Методология направлена на выявление и оценку системного и систематических рисков. Оценка системного риска исходит из того, что он сочетает в себе, с одной стороны, наличие конструктивных особенностей финансовой системы, обеспечивающих передачу риска между экономическими агентами по каналам ликвидности и, с другой стороны, наличие признаков деструктивного поведения рыночных агентов. Реализация такого подхода открывает возможность количественных оценок системного риска.

Банковские риски, с одной стороны, дают важную характеристику устойчивости банковской системы, выраженной в конечном итоге в ее способности к обеспечению ликвидностью собственных обязательств, а с другой - являются фактором интенсификации и структурной переориентации трансформационной функции финансовой системы. Собственно, этот факт и является основным побудительным мотивом нашего интереса к проблематике финансовых рисков и ее адаптации к макроэкономическим исследованиям.

Мы видим два существенных препятствия для полноправного **формализованного** включения анализа рисков в макрофинансовые исследования:

- Риск по своей природе представляет собой микроэкономическое явление.
- Риск является не достаточно операциональным понятием.

Действительно, классическая теория риска рассматривает его в основном на микроэкономическом уровне: это может служить некоторым формальным оправданием невнимания к финансовой надежности в ходе проводимой макроэкономической политики. Во многом такой подход исходит из предпосылок модели эффективного рынка, в которой на макроэкономическом уровне нет рисков (точнее, они нейтральны). Здесь, пожалуй, можно только сказать, что, если в макроэкономике нет рисков, значит - у нас сейчас нет никакого кризиса. В реальных условиях можно выявить, по крайней мере, два эффекта рисков, наблюдаемые на макроуровне – систематический риск и системный риск.

Систематический риск не является (хотя при определенных условиях и может его инициировать) риском системы, он характеризует случаи массового накопления индивидуальных однотипных рисков под воздействием стереотипов массового поведения в определенных экономических условиях.

Понятие системного риска более сложно и не слишком популярно в отечественной экономической литературе и, по-видимому, нуждается в более развернутых комментариях. В целом системный риск может быть определен как потенциальная опасность появления ситуаций, в которых индивидуально-рациональные ответы экономических агентов на появляющиеся риски приводят не к лучшему их разделению, диверсификации, а наоборот - к повышению общей ненадежности. Существование таких ситуаций основывается на отсутствии рынков, позволяющих разделить риски (неполные рынки), либо на их неспособности должным образом реагировать на изменение конъюнктуры (несовершенные рынки). Системный риск предполагает определенные конструктивные особенности системы, как правило, связанные с механизмами перетока ликвидности, когда истощение ликвидности одного сегмента рынка автоматически влечет испарение ликвидности на смежных сегментах. Системный риск, таким образом, объединяет в себе особые

системные характеристики и поведенческую специфику экономических агентов (в частности, и массовые стереотипы, инициирующие систематический риск). Конструктивные особенности системы наряду с наличием в ней условий деструктивного поведения делают её хронически уязвимой по отношению к внешним шокам.

Системный риск характеризует неустойчивость (ненадежность) финансовой системы и может реализоваться в форме системного кризиса: цепные банкротства финансово-кредитных институтов, неспособность банковского сектора выполнять свои функции по предоставлению ликвидности и финансовой трансформации.

Основная сфера существования, распространения и реализации системного риска - банковская система. Концентрируя высокие объемы перекрестных обязательств и сложно связанных позиций, находясь в центре финансового взаимодействия огромного количества экономических агентов, перерабатывая и распространяя огромные массивы экономической информации, она, с одной стороны, наиболее уязвима по отношению к системному риску и обладает значительными возможностями для его распространения и, с другой стороны, способна практически мгновенно переносить кризисные явления и на реальную экономику.

Заметим, что уже целый ряд событий экономической истории России послереформенного периода вполне может быть квалифицирован как системный кризис: здесь и летний кризис межбанковского кредитного рынка 1995 г., и осенний 1997 г. кризис фондового рынка, и валютно-долговой кризис августа 1998 г., впрочем, и текущие события.

Наши исследования, собственно, как раз и концентрируются на системном риске и систематических рисках. Риски отдельных агентов и конкретных проектов интересуют нас лишь в исключительных случаях, когда реализация индивидуального риска связана с заметным макроэкономическим эффектом.

Более сложна проблема неоперациональности понятия риска. Отсутствие однозначных оценок, неочевидность математики рисков (например, их неаддитивность) существенно затрудняют исследования.

Надо признать, что в части систематических рисков мы пока не имеем стандартизованных оценок и пользуемся в основном различными показателями-индикаторами эвристического типа (косвенными оценками, основанными на балансовой банковской информации и стандартных данных по основным сегментам финансового рынка), принципиально различающимися в зависимости не только от видов рисков, но и от конкретных экономических условий и доступной экономической информации. В то же время богатый опыт разработки подобных показателей-индикаторов заставляет нас считать, что в каждом конкретном случае удастся подобрать адекватный индикатор. Правда, при таком подходе проблема в некотором роде перемещается в другую плоскость: требуется заранее на качественном уровне выявить возможные зоны риска. Но в российских условиях «структурного вакуума» эта задача заметно облегчается. В результате в наших прогнозах риски - уже не только элемент предпрогнозного анализа, но и существенная оценка прогнозных результатов.

В плане оценки системного риска, мы используем подход, учитывающий двойственную природу системного риска и, соответственно, даем двухмерную оценку. Первая - связана с оценкой условий распространения кризисных явлений, и вторая - нацелена на выявление деструктивного поведения. Обе оценки, на наш взгляд, представляют прогнозную ценность, но на настоящий момент большей частью оперативного характера. Мы можем их рекомендовать центральному банку для проведения мониторинга ситуации на постоянной основе, но для нас информационные и трудовые затраты на организацию такого мониторинга неприемлемы. В своих прогнозах мы используем пока в основном качественные представления, полученные в результате применения соответствующих количественных подходов.

5. Разработана модель системы взаимосвязанных сводных финансовых балансов основных субъектов экономики. Модель является основой комплексной системы макрофинансовых сценарных прогнозных расчетов на средне- и долгосрочную перспективу. Указанный инструментарий позволяет учитывать в прогнозных расчетах результаты и требования макрофинансового структурного и риск-анализа.

При разработке средне- и долгосрочных прогнозов используются несколько групп моделей:

- макроэкономические модели, предназначенные для формирования сценариев на основе анализа наиболее общих пропорций, ограничений и эластичностей;

- система межотраслевых и балансовых моделей, позволяющих получить согласованные количественные оценки динамики и структуры производства на долгосрочную перспективу в разрезе отраслей, межотраслевых комплексов, а также в региональном разрезе;

- модели, использующие для расчетов показателей развития экономики информацию с фондового рынка;

- модели, основанные на методе прогнозирования подражательного развития, на основе исторических, логических и функциональных аналогий;

- модели прогнозных показателей денежно-финансовой системы на основе комплекса взаимосвязанных финансовых и банковских балансов.

Результатом разработки среднесрочного прогноза является система отлаженных и согласованных моделей, позволяющих, во-первых, воспроизводить полученные прогнозные расчеты, а во-вторых, проводить расчеты по альтернативным сценариям.

Центральное звено прогнозных расчетов - модель, базирующаяся на системе взаимосвязанных финансовых балансов основных экономических агентов:

- сводный баланс коммерческих банков;
- сводный баланс монетарных властей;
- платежный баланс (и международная инвестиционная позиция коммерческих банков);

- сводный финансовый баланс корпораций (ключевые оценочные показатели);
- баланс доходов и расходов населения (ключевые оценочные показатели).

Модель дает возможность оценки последствий реализации ситуационных сценариев изменения ключевых параметров финансовой политики (фискальной, валютной, монетарной), с учетом складывающихся тенденций развития макроэкономической ситуации и воздействия внешней среды (в первую очередь, внешнеэкономических факторов и мотивов поведения макроэкономических агентов).

Методика прогнозных расчетов основана на сочетании балансово-параметрических моделей с элементами эконометрики, а также с процедурами

оценивания устойчивости финансовых агентов и рынков, миметических изменений динамики («внедрения» в тренды элементов «подражательного» развития) и экспертной коррекции трендов ключевых показателей и основных структурных соотношений с учетом потенциальных изменений экономической политики, мотивов поведения основных макроэкономических агентов и внешних факторов.

Процедуры оценивания устойчивости в целом сводятся к оценке прогнозных балансов макроэкономических агентов на предмет выявления избыточных рисков и основных «точек перехода» (триггеров), определяющих возможное изменение финансовой политики и (или) массового поведения основных экономических агентов. Заметим при этом, что наш прогноз нацелен на нахождение траекторий экономического развития, обходящих потенциальные кризисные явления: прогнозирование возможных путей прохождения кризисов (даже уже начавшихся, а тем более - потенциальных) – слабо алгоритмизируемая задача, не имеющая единственного решения. Вместе с тем наша методика позволяет определить «точки повышенного риска».

Процедуры миметической коррекции параметров динамики заключаются в использовании информации о развитии конкретных процессов в других странах для оценки предполагаемых изменений экономического развития в российских условиях. Это своего рода попытка адаптации ретроспективного опыта других стран к условиям России. Такой подход позволяет элиминировать недостаток (либо нерепрезентативность) информации по особенностям развертывания потенциальных процессов и обосновывается еще и тем фактом, что Россия в значительной степени заимствует нормативную базу и управленческие методики.

Процедуры экспертной коррекции трендов и структурных соотношений используются в тех случаях, когда есть серьезные основания предполагать существенное изменение сегодняшних тенденций в перспективе и, при этом, отсутствует информация для количественной оценки изменений, а «миметические образцы» не адаптируются к российским условиям.

Информационной основой для прогнозных расчетов являются результаты макроэкономического прогноза (традиционного межотраслевого, а также прогноза на

основе использования информации с фондового рынка и на основе исторических, логических и функциональных аналогий), а также мониторинг текущей финансовой ситуации, который включает:

- анализ показателей основных финансовых балансов (монетарные власти, банковская система, финансы корпораций и домашних хозяйств) и ценностных финансовых показателей (процентные ставки, валютный курс, фондовые индексы и т.п.) и тенденций их изменения;
- событийный анализ – оценка ключевых событий, способных оказать влияние на макроэкономическую ситуацию;
- мониторинг мнений основных ньюс-мейкеров с целью определения возможных направлений изменения параметров финансовой политики.

По обобщенным результатам мониторинга строятся ситуационные сценарии, подлежащие конкретной проработке в прогнозных расчетах. Примерами актуальных сценариев являются «сценарий активной государственной политики и эффективной адаптации экономики» и «сценарий нейтральной государственной политики и издержек адаптации».

Расчеты ориентированы на анализ основных параметров, определяющих финансовое состояние макроэкономических агентов: ликвидность, доходность и риск. При этом основное внимание уделяется не только и не столько валовым показателям, сколько, прежде всего, структурным. Состояние ликвидности, а также основные параметры доходности финансовых операций, уровень и характер финансовых рисков рассматриваются как ключевые факторы, определяющие динамику отдельных сегментов финансового рынка.

Далее рассмотрим факторы, определяющие основные показатели прогнозируемых финансовых балансов, более конкретно, сделав предварительно одну оговорку. Достаточно сложно описать методику прогнозирования не указывая формы и типы зависимости между показателями прогноза, а последние могут различаться в тех или иных базовых условиях прогноза (не говоря уже о различных сценарных вариантах). В дальнейшем описании мы приводим формы зависимости в том виде, как

они были представлены в макрофинансовом прогнозе, выполненном в марте-июне 2007 года.

Начнем со сводного баланса коммерческих банков.

Остатки средств на текущих (расчетных) счетах корпораций и домашних хозяйств в нашей методике рассматриваются как «оборотная касса» соответствующего экономического агента, и находятся в прямой зависимости от платежного оборота и в обратной – от его скорости.

Объем платежного оборота для домашних хозяйств определяется их конечным потреблением, для корпораций - фондом накопления и приростом запасов. Скорость оборота определяется из сегодняшних тенденций развития «технологической скорости» платежей и расчетов, а также показателями доступности кредита (в части замещения оборотной кассы расчетными кредитами).

Для домашних хозяйств в оборотную кассу включаются также деньги вне банков. При этом изменение доли наличных синхронизируется с развитием эквайринга («пластикового» оборота через торговые точки и организации сферы услуг).

Методически аналогично текущим и расчетным счетам оцениваются избыточные резервы банков (корреспондентские счета и депозиты). Платежный оборот в данном случае состоит из двух частей - оборота экономики, определяемого темпами роста ВВП, и финансового оборота, находящегося в зависимости от роста капитализации фондового рынка. Избыточные резервы могут корректироваться в большую сторону при сведении баланса (избыточная ликвидность банковского сектора). Естественно, обязательные резервы определяются динамикой привлеченных средств и тенденциями (проектировками) нормы резервирования.

Остатки средств населения на срочных депозитах определяются доходами населения и показателем склонности к сбережениям в банках, динамика которого находится в обратной зависимости от уровня нагрузки на доходы физических лиц, которую оказывают их расходы по обслуживанию долга.

Высокий текущий уровень срочных депозитов корпораций рассматривается как «атавизм», связанный с низкой доступностью кредита для основной части

товаропроизводителей. Снижение склонности корпораций к сбережениям синхронизируется с ростом доступности кредита.

Рост собственного капитала банковского сектора определяется внешним макроэкономическим прогнозом на основе информации фондового рынка. На информации этого прогноза построены также и оценки позиций банков на рынке ценных бумаг (рост чистой открытой позиции обратно пропорционален относительному росту капитализации банковского сектора по отношению к экономике в целом).

Динамика иностранных активов и пассивов банков определяется в ходе оценки международной инвестиционной позиции банковского сектора. При этом динамика краткосрочных кредитов и заимствований зависит от объема и структуры внешнеторгового оборота, а долгосрочные долговые инструменты и инструменты собственности в портфеле банков определяются относительной динамикой капитализации банковского сектора.

Что касается взаимоотношений банковского сектора с государством, то в наших расчетах предполагалось, что они будут развиваться пропорционально динамике государственных расходов, которая определялась в общеэкономическом прогнозе.

Кредитные вложения банков оценивались потенциальным спросом на банковские ссуды по целевым категориям. При этом спрос задавался объемом соответствующего целевого рынка: рынок жилой недвижимости для ипотечных ссуд, автомобильный рынок для автокредита. Для необеспеченных потребительских кредитов динамика «целевого» рынка представлена товарооборотом, а для кредитов корпорациям – фондом накопления. Далее показатель доли кредита в финансировании соответствующего целевого рынка определялся исходя из улучшения условий (цена и срок) кредитования для заемщика.

Соответствие спроса на кредит (исчисленного указанным способом) финансовому состоянию потенциальных заемщиков отслеживалось оценочными показателями сводного финансового баланса корпораций и баланса доходов и расходов домашних хозяйств (индикаторами систематических рисков). Речь идет о показателях интенсивности кредитования и относительного уровня расходов по обслуживанию

долга. Т.е. оценочные показатели названных балансов выступают в наших расчетах как дополнительные ограничения на взаимоотношения финансового и нефинансового секторов.

Конечный результат количественных оценок сводного баланса коммерческих банков – дефицит (избыток) собственных и привлеченных средств.

Согласование баланса требует качественного анализа с учетом особенностей расчетного сценария. Сводный баланс монетарных властей увязывает широкую денежную базу и государственные накопления с направлениями эмиссионной деятельности: прирост иностранных активов, требований к государству и коммерческим банкам. В значительной части статьи баланса монетарных властей корреспондируют с показателями, рассчитываемыми в прогнозе сводного баланса коммерческих банков.

В диссертации приводятся также конкретные результаты прогнозных расчетов.

Кроме того в диссертации представлены инструментарий и результаты специализированных финансовых исследований прогнозного типа: прогнозы рынков (прогноз развития рынка автокредитов), отраслевые прогнозы (система прогнозных расчетов финансового состояния аграрного сектора) и проблемно-ориентированные исследования (анализ развития ситуации с сокращением положительного сальдо торгового баланса).

б. Предложена модификация эволюционной концепции структурного финансового развития, представляющая финансовую историю как долговременный процесс последовательной смены типов финансовой структуры. Эволюционная концепция дает особый ракурс рассмотрения природы текущего мирового финансового кризиса, который интерпретируется как структурный кризис – кризис становления принципиально нового типа финансовой структуры, основанной на тотальном использовании рынка рисков (инструментов управления рисками) для обеспечения финансирования. Такой контекст открывает возможность нового подхода к антикризисным мерам, основанного на разделении рисков, их перераспределении между экономическими субъектами, участии монетарных властей в управлении рисками.

В определенной мере отправной точкой этих рассуждений можно считать эволюционную концепцию развития финансовых структур Т.М.Рыбжински, который кроме всего прочего высказал свое мнение и о будущем этапе финансово-структурного развития (для 1984 г., когда было представлено его исследование), следующим за этапом экономики финансовых рынков. Он связывал этот этап с развитием производных инструментов и характеризовал тем, что уже не только финансовые ресурсы, но и риски перераспределяются доминирующим образом через рынки.

Обратим внимание, что бумаги, обороту которых вменяются в вину сегодняшние кризисные явления (CDS, CDO и т.п.), в большей мере являются инструментами риска, нежели долга. Это приводит нас к выводу, что в мире, действительно, формируется «рынок риска». Не вдаваясь в технические детали совершенства или несовершенства соответствующих инструментов, отметим, что этот принципиально новый рынок по определению, отличается неполнотой и несовершенством и, при этом, в существенной мере находится вне регулирования монетарных властей. В этом, собственно, мы и видим природу нынешнего финансового кризиса в мире – это «кризис роста» принципиально нового рынка – «рынка рисков» (или точнее – рынка инструментов управления риском). Достаточно популярная позиция в этой связи – «держат и не пущат». Иными словами – «закрывать» рынок. К чему это приведет?

Начать придется издалека. Последнее столетие – это период наиболее бурного экономического прогресса в мировой истории, что корреспондирует во времени и, на наш взгляд, тесно связано с двумя качественными изменения в финансовой сфере: конец XIX века принес нам двухуровневую банковскую систему и придал деньгам преимущественно долговой характер, а 20-е и 30-е гг. XX века стали периодом становления массового долгового (и фондового) рынка.

Попробуем интерпретировать финансирование как приобретение долга, а поскольку долг может быть оценен как поток будущих доходов заемщика, то финансирование мы можем представить как обмен сегодняшней ликвидности на будущие доходы. Тогда можно говорить о том, что объем финансирования определяется тем, насколько широкий круг доходов мы оцениваем и насколько далеко

в будущее мы заглядываем, производя эти оценки. Точностью оценок определяется эффективность финансирования. При такой интерпретации становится понятно, что в условиях функционирования двухуровневых банковских систем обе стороны процесса финансирования приобретают общую основу (долг) и тем самым снимается внешнее финансовое ограничение, а в лице рынка мы получаем эффективный инструмент оценки. Нам представляется, что бурный рост последнего столетия во многом определяется этими двумя качественными прорывами (финансовыми революциями), направленными на снятие финансовых ограничений с экономического роста.

«Рынок риска» – это прорыв того же уровня. Здесь, пожалуй, не надо дополнительных объяснений. Проблема в том, что он дал сбой: можно его, конечно, в этой связи «закрыть», но это означает, что в плане финансирования надо будет вернуться на 15-20 лет назад, что влечет и соответствующую коррекцию в производстве и уровне жизни. По-видимому, в большей мере надо все же думать о помощи этому рынку в формировании оценок, ориентиров, об организации эффективного регулирования и контроля, а не об ограничениях. Последние, наверное, тоже должны иметь место, но должны быть селективными и не сверхжесткими.

У нас пока нет готового решения: рассмотрение современного кризиса в контексте эволюции финансовых структур позволяет лишь говорить о том, что требуется решение структурного типа. Приобретение деньгами преимущественно долгового характера просматривалось уже в «финансовых экспериментах» Джона Ло в на чале XVIII века. Но это стало реальностью только во второй половине XIX века, когда деньги-долг получили должное институциональной «обрамление» в виде двухуровневых банковских систем. Между этими событиями период достаточно вялого экономического развития – полтора века поиска должного структурного решения.

7. Представлены рекомендации по совершенствованию денежно-кредитной политики, направленные на более полный учет при ее осуществлении структурно-финансовой проблематики, системного и систематических рисков. Предлагается разработка долгосрочных программ денежной политики, ориентированных на целенаправленное финансово-структурное строительство, экономический рост и его

качество, а также постепенная переориентация программ текущей монетарной политики на профилактику финансовых рисков системного и систематического характера.

Рекомендации по совершенствованию денежной политики, в первую очередь, касаются необходимости разработки долгосрочной денежной политики. Действительно, в настоящее время денежная политика регулируется денежными программами с годовой перспективой. Т.е. денежная политика носит краткосрочный характер. Если внимательно посмотреть на денежные программы последних лет (пожалуй, за исключением самой последней на содержание которой повлиял мировой финансовый кризис) они достаточно однотипны. Несколько утрируя, сначала они провозглашают цели относительно инфляции, а затем объясняют, почему центральный банк не может полностью гарантировать их достижение (наличием немонетарных факторов и недостатком институтов).

Проблема в том, что краткосрочные денежные программы не позволяют обеспечить контроль за достижением долгосрочных целей, среди которых находится институциональное строительство и, кстати, предмет наших исследований – развитие финансовой структуры. Наличие долгосрочной денежной программы, которая могла бы корректироваться и пролонгироваться в одни сроки с краткосрочной, позволит снять эту проблему. В противном случае и в дальнейшем неэффективность в достижении целей краткосрочных программ будет оправдываться (фактически так и получается) отсутствием политики в отношении долгосрочных целей. Небольшое дополнение: институциональное строительство (как предмет регулирования долгосрочной денежной программы) не может ограничиваться созданием должного нормативно-правового поля, оно должно включать и накопление прецедентов использования соответствующих норм.

Экономическая литература, посвященная денежно-банковской проблематике, выделяет две основных цели денежной политики (в нашей формулировке):

- обеспечение стабильности национальной денежной единицы и национальной денежной системы (внутренняя цель денежной политики);

- содействие поддержанию экономического роста и обеспечению его качества (внешняя цель денежной политики).

Монетарные власти различных стран по-разному относятся к этим целям. Многие из них предпочитают не обращать внимания на существование внешней цели. Наша позиция заключается в том, что все же необходимо двойное целеполагание с обеспечением некоторого приоритета (в кризисных условиях) внутренней цели: и обеспечение денежной устойчивости и поддержание экономической динамики в той мере, пока это не противоречит стабильности национальных денег.

Если вспомнить наше определение финансовой структуры в «узком смысле» - совокупность устойчивых связей между элементами внутренней институциональной структуры финансовой системы и структурными приоритетами в финансировании нефинансового сектора – мы можем говорить о том, что финансовая структура представляет собой некоторого рода способ проекции внешних целей на внутренние проблемы развития финансовой системы. Именно это качество и определяет, на наш взгляд, роль финансово-структурных исследований в макрофинансовом прогнозе – это способ учета внешних относительно финансовой динамики целей поддержания должной динамики реальных факторов.

С точки зрения денежной политики это, как нам представляется, должно означать, что долгосрочная денежная политика в большей мере ориентирована на внешние цели, а краткосрочная – на внутренние. При этом краткосрочные угрозы стабильности не снимают долгосрочных структурных целей, но могут корректировать интенсивность продвижения к ним.

Становление «рынка рисков», необходимость его эффективного регулирования добавляет актуальности исследованиям, посвященным анализу рисков и макроуровневых эффектов их существования, накопления и распространения. Заметим, что ЦБ РФ некоторое время назад объявил о переходе в перспективе к инфляционному таргетированию. Представляется, что в качестве разумной альтернативы в нынешних условиях было бы полезно подумать и о варианте «риск-таргетирования». Естественно, практическая реализация подобного подхода в денежной политике в настоящее время невозможна в связи с отсутствием однозначных формализованных методик оценки

рисков, а практическая деятельность монетарных властей требует должной регламентации. Для денежной политики, соответственно, риск-таргетирование – это дело будущего, возможно, - достаточно отдаленного. В наших же исследованиях, которые носят поисковый характер, и где формализация процедур и регламентация не столь важны, мы фактически начали переход к указанному типу таргетирования. Соответственно, в качестве внутренней цели развития денежно-банковской системы мы рассматриваем предупреждение и профилактику банковских рисков системного и систематического характера. Заметим, что связь между целеполаганием в нашей формулировке и «конституционной» целью – поддержания стабильности национальной денежной единицы – во многом аналогична отношению между прямой и двойственной задачами линейного программирования.

Кроме того в диссертации проанализирована практика государственных антикризисных мер по поддержанию кредита в экономику, представлены рекомендации по организации государственного управления рисками в текущих кризисных условиях для обеспечения кредитования реального сектора.

III. Основные выводы диссертационного исследования

В диссертационном исследовании представлен ряд результатов, имеющих теоретико-методологическое значение:

- предложена методология макрофинансового прогнозирования, включающая структурные финансовые исследований и макроэкономического анализ финансовых рисков в прогнозные процедуры, что обеспечивает повышение качества макроэкономических прогнозов в условиях институциональных трансформаций, неполноты и асимметрии информации;

- в ходе проведенных теоретических исследований структурной направленности выявлены связи и закономерности представляющие собой достаточную теоретико-методологическую основу для прикладных структурных исследований в финансовой сфере;

- разработана методология макрофинансового риск-анализа, ориентированного на выявление и количественную оценку рисков системного и систематического характера.

В современных кризисных условиях мы считаем уместным акцентировать внимание на выводах прикладного характера, которые в свою очередь диктуют направления дальнейшего развития теоретических исследований.

С точки зрения финансирования экономического роста и обеспечения его качества, российским условиям 1990-х и 2000-х гг. наиболее соответствовала (и соответствует в настоящее время) финансовая структура, ориентированная на банковский кредит. Это определяется, с одной стороны, необходимыми типами и объемами финансовых трансформаций и, с другой стороны, неполнотой и асимметрией информации, характерными для соответствующего периода развития российской экономики. В то же время по своей внутренней организации, институциональному наполнению российская финансовая система строилась скорее по принципам экономики финансовых рынков.

В результате в России не сформировалась ни экономика банковского кредита, ни экономика финансовых рынков: была создана ненасыщенная «вялая» финансовая структура, в которой отсутствуют выраженные структурные предпочтения. Такое структурное устройство, во-первых, продуцирует постоянный дефицит массового внешнего финансирования и, во-вторых, определяет недостаточную диверсификацию финансовых инструментов и, как следствие, высокий уровень уязвимости российской финансовой системы к внешним шокам.

По нашему мнению, выходом из этой ситуации может быть структурный маневр (хотя и достаточно продолжительный, но все же временный), направленный на точечное стимулирование и развитие под патронажем государства институтов и инструментов, характерных для экономики банковского кредита. Реализация такого маневра предполагает определенные изменения в институциональном обустройстве финансовой сферы с целью создания должных условий для классического билатерального кредита. В первую очередь, это касается предпочтений в развитии рефинансирования банковских кредитов, институтов финансовой экспертизы экономических проектов, механизмов управления кредитной селекцией. Мы не предполагаем какой бы то ни было дискриминации институтов и инструментов финансового рынка, прежде всего постольку, поскольку видим в них перспективы

последующего структурного развития. Подобный «обходной путь» к экономике финансовых рынков является, по крайней мере, предпочтительным. А на наш взгляд – единственно приемлемым.

Финансово-структурные исследования выдвигают новые требования к государственной денежной политике, предполагают определенные ее изменения. Структурные реформы «не укладываются» в краткосрочные денежные программы. Эффективная реализация финансово-архитектурных решений требует разработки долгосрочной денежной политики. Конечно, здесь есть определенные проблемы увязки кратко- и долгосрочных денежных программ, но, как нам представляется, эти проблемы все же менее существенны, чем проблема отсутствия структурной финансовой политики.

Концепция архитектурных преобразований российской финансовой системы разрабатывалась автором до кризиса. Кризис только повысил актуальность предложенных решений: банковские формы финансового перераспределения более устойчивы к кризисным явлениям, хотя дальнейшее развитие кризиса может потребовать уточнения предложенных решений.

Первое ожидаемое изменение носит во многом символический характер и касается «ресурсного обеспечения» расширения потока банковского кредита: развитие кризиса ведет к постепенному исчерпанию финансовых накоплений государства. В то же время здесь требуются в основном не новые решения, а дополнительная аргументация. Собственно, автор и не предполагал значимого прямого использования накоплений государства: представленные структурные построения в основном опираются на технику рефинансирования в поддержании ликвидности банковского сектора. Соответственно, осуществляется ли поддержание ликвидности в меру финансовых активов государства, выдаются ли рефинансовые кредиты без учета государственных накоплений – это принципиально не меняет природу эмиссии. И в том, и в другом случае речь идет о деньгах эндогенного типа.

Еще один важный аспект наших исследований связан с необходимостью учета в российской финансовой архитектуре эволюции развития финансовой структуры на глобальном уровне. На наш взгляд, природа современного мирового финансового

кризиса связана со структурными изменениями в глобальных финансах последних 15-20 лет: это – кризис становления нового типа финансовой структуры, кризис рынка принципиально нового типа – рынка рисков. От направления структурного развития мировых финансов будут зависеть и перспективы российских финансово-архитектурных решений: открытость российской экономики предполагает непротиворечивость внутренних структурных предпочтений и предпочтений глобальной экономики.

Анализируя современную международную практику антикризисных мер, приходится констатировать, что развитие ситуации происходит на основе решений политического характера. Нам представляется, что мир только выиграл бы, если бы такие решения все же имели под собой научную экономическую основу. В этой связи чрезвычайно актуальными представляются исследования, направленные на уточнение содержания нового типа финансовой структуры, основ регулирования рынка рисков, характера взаимодействия рынка рисков и традиционных финансовых рынков – рынков ликвидности и обращающихся активов.

Отмеченные мировые тенденции широкого распространения инструментов риска в финансовой практике повышают актуальность другого крупного направления наших исследований, связанного с развитием методологии макроэкономического анализа рисков. Еще больше актуальности добавляют этим исследованиям отмеченные особенности российской финансовой системы и, в частности, ее высокая уязвимость к внешним шокам. Заметим, что отсутствие должной глубины в диверсификации финансирования несколько облегчает риск-анализ: возможные сферы накопления системных и систематических рисков становятся более очевидными. В этих условиях и предложенные подходы к анализу финансовых рисков системного и систематического характера оказываются достаточными для оценки возможных очагов системной уязвимости. По мере развития российской финансовой системы и усложнения ее финансовой структуры потребуются более формализованные процедуры.

ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

І. Монографии:

1. *Говтвань О.Дж.* Методология и опыт прогнозирования российской денежно-банковской системы // Издательство Макс-Пресс, 2009 год - 22.5 п.л.
2. *Говтвань О.Дж., Ивантер В.В., Лейбкин Ю.Р., Перламутров В.Л.* Сбалансированность народнохозяйственных комплексов (на примере продовольственного комплекса) // М., ЦЭМИ АН СССР, 1984 - 5.0 п.л. (личный вклад – 3.5 п.л.).

ІІ. Статьи в научных изданиях, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки РФ

3. *Коллектив авторов под рук. В.В.Ивантера.* Долгосрочный прогноз развития экономики России на 2007-2030 гг. (по вариантам) // «Проблемы прогнозирования», 2007, № 6 - 2.0 п.л. (личный вклад – 0,4 п.л.).
4. *Говтвань О.Дж.* Финансирование инвестиций, инфляция, риски и стабилизация // «Проблемы прогнозирования», 2006, № 6 - 1.2 п.л.
5. *Коллектив авторов под рук. В.В.Ивантера.* Будущее России: инерционное развитие или инновационный прорыв. Долгосрочный сценарный прогноз // «Проблемы прогнозирования», 2005, № 2 - 2.2 п.л. (личный вклад – 0,2 п.л.).
6. *Говтвань О.Дж.* Перспективы развития российской финансовой системы // «Проблемы прогнозирования», 2004, № 2 - 1.2 п.л.
7. *Говтвань О.Дж., Моисеев А.К., Панфилов В.С.* Нарастающие угрозы макроэкономической стабильности в России // «Проблемы прогнозирования», № 3 2002 г. - 1.2 п.л. (личный вклад – 0,4 п.л.).
8. *Говтвань О.Дж., Кузнецов О.Е., Моисеев А.К., Ивантер В.В., Панфилов В.С.* Валютный рынок России: оценка сценариев развития на кратко- и среднесрочную перспективу // «Проблемы прогнозирования», № 6 2001 г. - 1.5 п.л. (личный вклад – 0,5 п.л.).
9. *Коллектив авторов под рук. В.В.Ивантера.* Экономика роста (Концепция развития России в среднесрочной перспективе) // Журнал "Проблемы прогнозирования", № 1 2000 г. - 2.0 п.л. (личный вклад – 0,3 п.л.).
10. *Коллектив авторов под рук. В.В.Ивантера.* Экономический подъем России в 1998-2005 годах: Стратегия действий // «Проблемы прогнозирования», № 3 1998. - 2.2 п.л. (личный вклад – 0,3 п.л.).
11. *Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Белоусов А.Р.* Общая оценка текущей финансовой ситуации и возможные подходы к разрешению кризиса // «Проблемы прогнозирования», № 6, 1998. - 1.5 п.л. (личный вклад – 0,5 п.л.).
12. *Ивантер В.В., Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Моисеев А.К.* О неотложных мерах по нормализации финансовой ситуации в России // «Проблемы прогнозирования», № 6, 1998. - 1.5 п.л. (личный вклад – 0,4 п.л.).
13. *Говтвань О.Дж., Лейтес Н.В., Панфилов В.С.* Денежно-кредитная политика России на среднесрочную перспективу - «Проблемы прогнозирования», № 5, 1997. - 0.8 п.л. (личный вклад – 0,3 п.л.).

14. *Ивантер В.В., Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Медков А.А., Моисеев А.К.* Основные элементы денежно-финансовой политики России // «Проблемы прогнозирования», 1997, № 1 - 0.5 п.л. (личный вклад – 0,2 п.л.).
15. *Ивантер В.В., Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Медков А.А.* Банкротства предприятий в Российской Федерации: причины, способы осуществления и их влияние на функционирование банковской системы страны // «Проблемы прогнозирования», 1995, № 2 - 1.2 п.л. (личный вклад – 0,4 п.л.).
16. *Говтвань О.Дж.* Банковская система и системный риск // «Проблемы прогнозирования», 1995, № 1 - 0.3 п.л.
17. *Говтвань О.Дж., Панфилов В.С., Медков А.А.* Платежно-расчетный кризис в экономике России (причины, последствия, подходы к преодолению) // «Проблемы прогнозирования», 1995, № 1 - 1.6 п.л. (личный вклад – 0,6 п.л.).
18. *Говтвань О.Дж., Ивантер В.В., Панфилов В.С.* Финансовая стабилизация в России: новые явления и новые проблемы // «Проблемы прогнозирования», 1994, № 6 - 1.5 п.л. (личный вклад – 0,5 п.л.).
19. *Коллектив авторов под рук. Ю.В.Яременко.* Основные положения государственной промышленной политики Российской Федерации. Доклад // «Проблемы прогнозирования», 1994, № 1 - 1.4 п.л. (личный вклад – 0,4 п.л.).
20. *Коллектив авторов под рук. Ю.В.Яременко.* О путях выхода экономики России из кризиса (материалы к экономической программе “Тражданского союза”) // «Проблемы прогнозирования», 1993, № 1 - 3.5 п.л. (личный вклад – 0,4 п.л.).
21. *Ивантер В.В., Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Конюхов И.В.* О влиянии денежно-финансовых процессов на состояние экономики // «Проблемы прогнозирования», 1991, № 6 - 1.2 п.л. (личный вклад – 0,3 п.л.).
22. *Ивантер В.В., Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Конюхов И.В.* Проблемы денежно-кредитной и финансовой политики // «Проблемы прогнозирования», 1991, № 3 - 0.9 п.л. (личный вклад – 0,2 п.л.).
23. *Ивантер В.В., Панфилов В.С., Говтвань О.Дж.* Институциональные изменения в период перехода к рынку // «Проблемы прогнозирования», 1990, № 2 - 0.8 п.л. (личный вклад – 0,2 п.л.).
24. *Ивантер В.В., Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Конюхов И.В.* Текущие задачи снижения социально-экономической напряженности и повышения материально-финансовой сбалансированности // «Проблемы прогнозирования», 1990, № 2 - 0.8 п.л. (личный вклад – 0,2 п.л.).
25. *Воейкова Т.В., Говтвань О.Дж., Ивантер В.В., Панфилов В.С.* Формирование перспективной финансовой структуры народного хозяйства // «Проблемы прогнозирования», 1990, № 1 - 1.5 п.л. (личный вклад – 0,4 п.л.).
26. *Воейкова Т.В., Говтвань О.Дж., Ивантер В.В., Панфилов В.С.* Финансово-стоимостная структура и воспроизводственный процесс // «Экономика и математические методы», 1989, том XXV, вып.6 - 1.5 п.л. (личный вклад – 0,4 п.л.).

III. Разделы и главы в монографиях и учебных пособиях

27. *Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Моисеев А.К., Шураков А.Г., Панфилов А.В.* Финансы и воспроизводственный процесс (Раздел 4 Учебного пособия) //

- Учебное пособие «Прикладное прогнозирование национальной экономики». – М., Экономика, 2007 - 3.0 п.л. (личный вклад – 1,2 п.л.).
28. *Говтвань О.Дж., Ивантер В.В., Панфилов В.С.* Финансовая стабилизация в России: новые явления и новые проблемы // Денежные и финансовые проблемы переходного периода в России: российско-французский диалог. – М., Наука, 1995 - 1.5 п.л. (личный вклад – 0,5 п.л.).
 29. *Говтвань О.Дж., Панфилов В.С., Медков А.А.* Платежно-расчетный кризис в экономике России (причины, последствия, подходы к преодолению) // Денежные и финансовые проблемы переходного периода в России: российско-французский диалог. – М., Наука, 1995 - 1.6 п.л. (личный вклад – 0,6 п.л.).
 30. *Воейкова Т.В., Говтвань О.Дж., Ивантер В.В., Панфилов В.С.* Перспективы перестройки финансово-стоимостных пропорций // Практика перестройки хозяйственного механизма. – М., Московский рабочий, 1989 - 1.2 п.л. (личный вклад – 0,3 п.л.).
 31. *Воейкова Т.В., Говтвань О.Дж., Ивантер В.В., Панфилов В.С.* Формирование финансово-стоимостной структуры производства в перспективном периоде // Комплексная программа научно-технического прогресса на 1991-2010 годы (по пятилетиям). Проблемный раздел 3.1. Основные проблемы развития народного хозяйства - 1.7 п.л. (личный вклад – 0,4 п.л.).

IV. Статьи в периодических научных изданиях

32. *Говтвань О.Дж., Моисеев А.К., Панфилов В.С.* Основные тенденции в развитии денежно-кредитной и финансовой ситуации в России // Экономическое обозрение «Вектор», 2003, №1 - 2.0 п.л. (личный вклад – 0,8 п.л.).
33. *Говтвань О.Дж., Панфилов В.С.* Денежная политика: ставка на пассив сохраняется // "Банковское дело в Москве", 2002, № 10(94) – 0.4 п.л. (личный вклад – 0,2 п.л.).
34. *Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Моисеев А.К.* Нарастающие угрозы макроэкономической дестабилизации в России // Промышленные ведомости, №3-4 (39-40), февраль 2002 – 0.6 (личный вклад – 0,2 п.л.).
35. *Говтвань О.Дж.* О необходимых изменениях в денежно-кредитной политике России на среднесрочную перспективу // "Банковское дело в Москве", №4, 1999. - 0.2 п.л.
36. *Говтвань О.Дж.* Внешние долги: позиции и оценки // "Банковское дело в Москве", №3, 1999. - 0.2 п.л.
37. *Говтвань О.Дж., Моисеев А.К.* Задача дня – механизмы финансирования реального сектора. // "Банковское дело в Москве" № 2, 1999. - 0.2 п.л.
38. *Говтвань О.Дж.* Системный риск в банковской системе РФ // «Банковское дело», 1995, №6 - 0.6 п.л.

V. Статьи в сборниках и препринты

39. *Говтвань О.Дж.* Экспорт-импорт финансовых ресурсов и проблемы внутренней ликвидности в России // Сборник научных трудов ИНИ РАН. - Издательство Макс-Пресс, 2009 год - 1.8 п.л.
40. *Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Моисеев А.К., Шураков А.Г., Панфилов А.В.* Сценарный финансовый прогноз основных макроэкономических показателей

- российской экономики на среднесрочную перспективу // Сборник научных трудов ИНИ РАН. - Издательство Макс-Пресс, 2008 год -2.0 п.л. (личный вклад – 0,5 п.л.).
41. *Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Моисеев А.К., Шураков А.Г., Панфилов А.В.* Инструментарный и методический аппарат среднесрочного сценарного финансового прогноза российской экономики // Сборник научных трудов ИНИ РАН. - Издательство Макс-Пресс, 2008 год -2.0 п.л. (личный вклад – 0,5 п.л.).
 42. *Панфилов В.С., Говтвань О.Дж., Моисеев А.К., Шураков А.Г., Панфилов А.В.* Оценка региональной динамики основных денежно-финансовых показателей российской экономики на среднесрочную перспективу // Сборник научных трудов ИНИ РАН. - Издательство Макс-Пресс, 2008 год - 2.0 п.л. (личный вклад – 0,5 п.л.).
 43. *Говтвань О.Дж.* Возможности структурных преобразований инфраструктуры российской финансовой системы с целью обеспечения экономического роста // Сборник трудов «Экономическая модернизация России: макроэкономическая динамика и региональное развитие» - Ростов- на-Дону : Изд-во Рост. ун-та, 2006 - 1.2 п.л.
 44. *Говтвань О.Дж.* Проблемы финансово-кредитной системы и финансово-кредитной политики // В сб. “Перспективы и пути дальнейшего укрепления экономических связей Беларуси, России и Украины. Материалы круглого стола 10 марта 1999 г.” М, Издательство ИНИ, 1999 г. - 0.4 п.л.
 45. *Говтвань О.Дж., Панфилов В.С.* Моделирование преобразований в финансово-стоимостной структуре народного хозяйства // Финансово-стоимостная структура народного хозяйства. Сборник статей. – М., ИЭП НТП АН СССР, 1989 - 0.8 п.л. (личный вклад – 0,4 п.л.).
 46. *Воейкова Т.В., Говтвань О.Дж., Ивантер В.В., Панфилов В.С.* Анализ и прогнозирование финансово-стоимостной структуры народного хозяйства // Финансово-стоимостная структура народного хозяйства. Сборник статей. – М., ИЭП НТП АН СССР, 1989 - 2.5 п.л. (личный вклад – 0,6 п.л.).
 47. *Говтвань О.Дж.* Моделирование продовольственного комплекса для анализа материально-финансовой сбалансированности // Вопросы создания АСПР. Вып. 68. » - М., ГВЦ Госплана СССР, 1985 - 0.5 п.л.
 48. *Говтвань О.Дж.* Принципы анализа проблем для их программного решения // Целевые комплексные программы: вопросы разработки, моделирования. – М., ЦЭМИ АН СССР, 1984 - 1.5 п.л.
 49. *Говтвань О.Дж.* Моделирование продовольственного комплекса для анализа материально-финансовой сбалансированности (тезисы доклада) // Тезисы докладов VIII Всесоюзной конференции молодых специалистов «Проблемы создания АСПР Госплана СССР и Госпланов союзных республик» - М., ГВЦ Госплана СССР, 1984 - 0.1 п.л.
 50. *Говтвань О.Дж.* Принципы моделирования факторов существования проблем (тезисы доклада) // Вторая конференция по оптимальному планированию и управлению народным хозяйством. Секция 2. – М., ЦЭМИ АН СССР, 1983. - 0.2 п.л.