М. ЕРШОВ,
доктор экономических наук,
старший вице-президент Росбанка

ДВА ГОДА ПОСЛЕ КРИЗИСА: УСИЛЕНИЕ РИСКОВ «ВТОРОЙ ВОЛНЫ»?*

Ситуация на мировых финансовых рынках

Несмотря на возобновление роста, ситуация в мировой экономике в целом выглядит сложной. События второй половины текущего года служат дополнительным подтверждением этого.

Руководство США 31 июля 2011 г. объявило о достижении согласия по вопросу повышения лимита федерального долга. Его уровень теперь может составлять 14,3 трлн долл. Вероятность «технического дефолта» страны уменьшилась, однако напряжение на рынке сохранилось и даже усилилось, когда в августе агентство S&P приняло решение снизить кредитный рейтинг США. Финансовые рынки отреагировали на это резким падением: только за три последующих дня индекс Доу-Джонса упал более чем на 700 пунктов, причем волатильность на рынке акций в целом существенно возросла (см. рис. 1).

Нервозные настроения на рынке проявились вновь, когда ФРС приняла очередные антикризисные решения в сентябре 2011 г. по реструктуризации своего портфеля госдолга, объявив о планах продать

Динамика DJIA *(к предыдущему дню, %)*

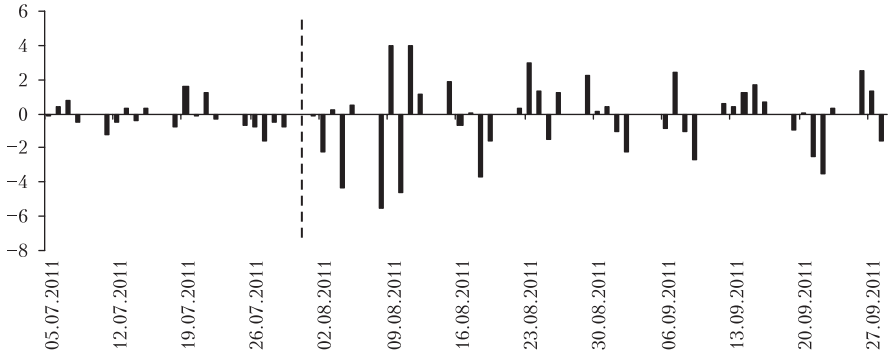
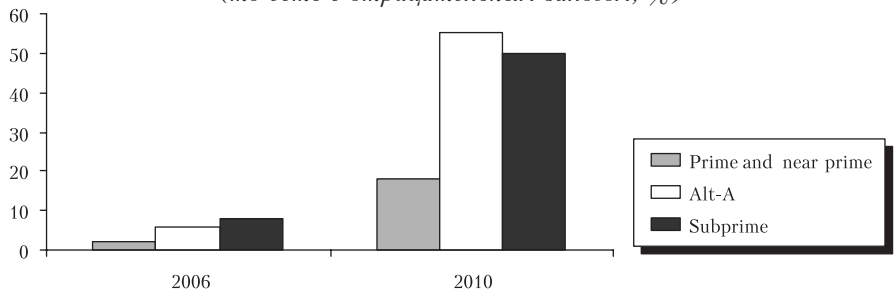


Рис. 1

* Статья отражает личное мнение автора.

короткие казначейские бумаги на рынке в размере 400 млрд долл. и выкупить более длинные бумаги на такую же сумму. Очевидно, эта мера увеличит долгосрочную составляющую эмиссии (денежной базы) доллара. Одновременно регуляторы могут рассчитывать на снижение долгосрочных процентных ставок для оживления долгосрочного спроса. В первую очередь это касается ипотеки, которая могла бы стать «драйвером» роста, но продолжает сталкиваться с серьезными проблемами. В среднем стоимость 30% ипотечных объектов ниже стоимости полученных по ним кредитов (см. рис. 2).

Ипотечные займы «под водой»
(то есть с отрицательным залогом, %)



Примечание. Alt-A — ипотечные кредиты удовлетворительного класса, находящиеся между кредитами класса prime и subprime.
Источник: FSOC, Annual Report, 2011.

Рис. 2

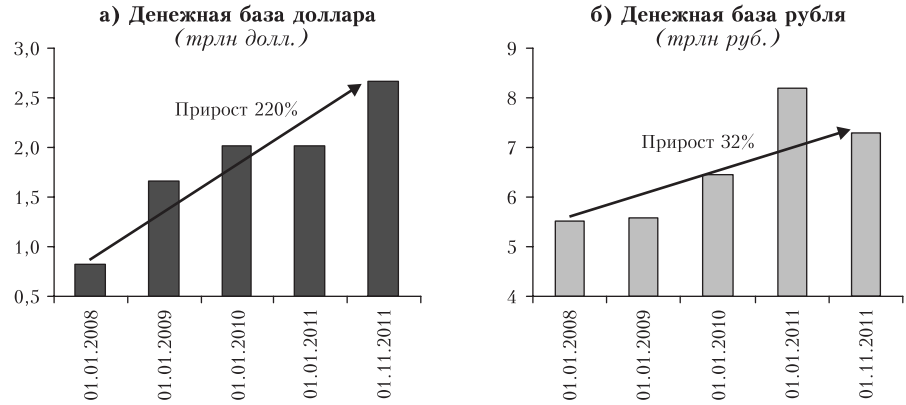
При этом за последний год цены на ипотеку снизились на 5—7%, что осложняет проблему выплат по кредитам. Одновременно почти 20 млн домов свободны и не востребованы участниками рынка, которые в условиях неопределенности предпочитают сокращать спрос. Это заметно уменьшает потенциал ипотеки по стимулированию экономического роста. В целом «свыше 90% рынка функционирует на основе правительственной поддержки и без существенного возвращения частного капитала»[1].

Как и в предыдущие периоды неуверенности, быстро растут котировки металлов (цена золота установила очередные рекорды, превысив в ряде случаев уровень 1900 долл. за тройскую унцию; и хотя позднее цены несколько снизились, общие оценки будущей динамики указывают на ожидание дальнейшего роста). Уверенно дорожал швейцарский франк (примерно на 20% по отношению к основным валютам с начала года до середины августа). Причем, по оценкам ОЭСР, с учетом паритета покупательной способности (ППС) швейцарская валюта переоценена относительно евро более чем на 40%[2], что подчеркивает «страховой характер» этого удорожания. Швейцарские регуляторы даже были вынуждены принять меры по ограничению такого роста.

Действительно, из-за необходимости нейтрализовать последствия кризиса многим странам (в первую очередь США) пришлось осущест-

[1] FCOC Annual Report. 2011. P. 14.
[2] РБК. 2011. 7 сент.

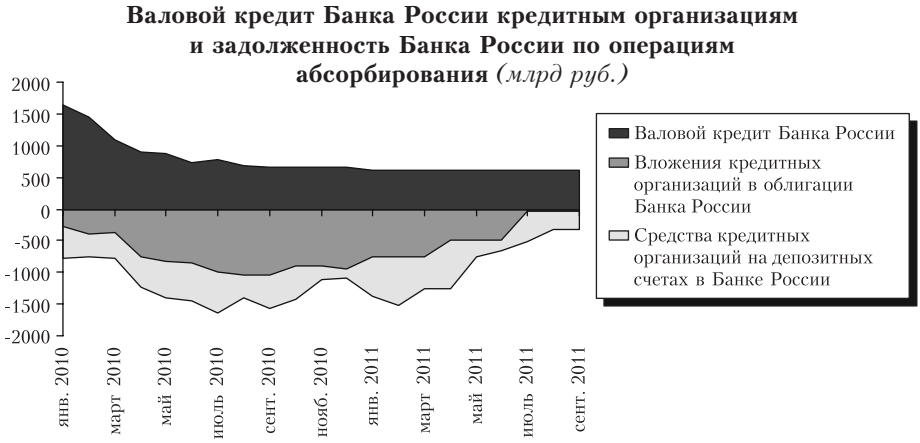
вить масштабную «накачку» экономики ликвидностью и снизить процентные ставки (ставки рефинансирования). В результате эмиссия долларов (денежная база) возросла более чем в три раза (см. рис. 3а), а процентные ставки были снижены до менее 1%.



Источники: ФРС США; ЦБ РФ.

Рис. 3

В России прирост денежной базы сменился некоторым ее сокращением (см. рис. 3б). В целом значительная часть поступившей на рынок ликвидности была стерилизована при помощи различных инструментов (см. рис. 4).



Источник: ЦБ РФ.

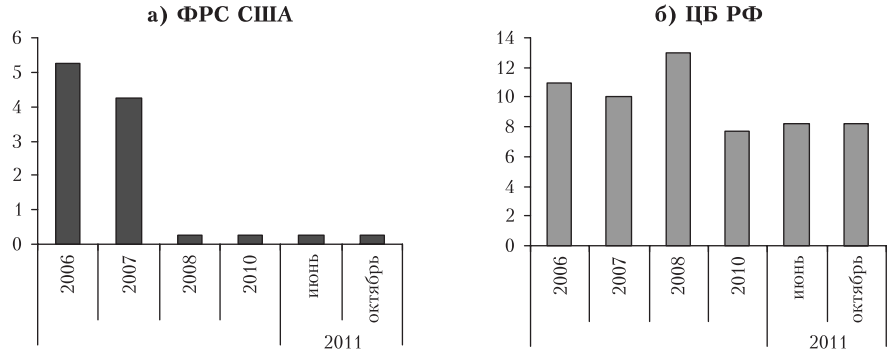
Рис. 4

Отметим «агрессивность» мер, реализованных в США для нормализации ситуации, — и в плане обеспечения экономики финансовыми ресурсами, и с точки зрения удешевления их стоимости (по сравнению, например, с российской экономикой). В то же время эти меры существенно сузили возможности проведения антикризисной политики в будущем. В ряде стран процентные ставки приближаются к нулевым значениям (см. рис. 5) и их дальнейшее снижение невозможно. (В целом ситуация фактически представляет собой пример «ловушки

ликвидности» и в отдельных случаях вынуждает использовать отрицательные процентные ставки, как в Швеции, центральный банк которой летом 2009 г. установил отрицательные ставки по депозитам коммерческих банков в ЦБ.) Появление дополнительной ликвидности создало риски увеличения миграции свободного капитала с дестабилизирующими последствиями для рынков, вынудив ряд стран ввести ограничения по капитальным операциям.

В 2008 г. мы писали: «Нужен тщательный мониторинг за движением капиталов, причем не только из страны, но, что не менее важно, притекающих в страну. При этом нельзя руководствоваться формальными принципами — „любые инвестиции хороши“ и „чем больше — тем лучше“. В современных условиях важно уделять внимание качеству капитала, срокам, характеру и направлениям его использования»[3]. Теперь примерно о том же пишут эксперты МВФ: «В условиях растущего притока средств контроль над движением капиталов может быть полезен для обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности»[4].

Ставки рефинансирования в США и России *(%)*



Источники: ФРС Нью-Йорка; ЦБ РФ.

Рис. 5

Рассмотренные антикризисные меры только отчасти снизили остроту проблем. В начале года мы указывали, что «антикризисные меры лишь стабилизировали ситуацию на некоторое время, не устранив фундаментальных причин, вызвавших кризис. Именно поэтому даже при возобновлении роста на рынке сохраняется напряжение, а вероятность „второй волны“ кризиса остается высокой»[5]. События августа 2011 г. показательны в плане настроений участников рынка относительно дальнейших перспектив развития ситуации в целом.

На конференции ФРС ее глава Б. Бернанке заявил, что «для достижения экономической и финансовой стабильности фискальная политика США должна поддерживать как минимум стабильный,

[3] См.: *Ершов М.* Кризис 2008 года: «момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России // Вопросы экономики. 2008. № 12. С. 24.

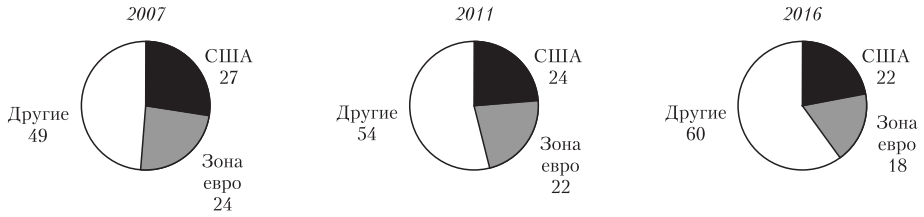
[4] См.: Managing Capital Inflows: What Tools to Use? // IMF Staff Discussion Note. 2011. Apr. 5.

[5] *Ершов М. В.* Мировой финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика, 2011. С. 11.

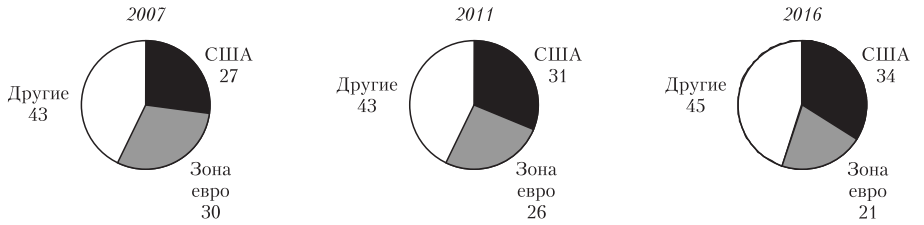
а лучше — уменьшающийся уровень долга относительно национального дохода»[6]. Однако фактически ожидается, что при уменьшении удельного веса США в мировом ВВП их доля в глобальном госдолге будет возрастать (см. рис. 6).

Вклад США в глобальный ВВП и глобальный госдолг *(%)*

а) Распределение мирового ВВП



б) Распределение государственного долга



Источники: IMF's Fiscal Monitor, International Financial Statistics and World Economic Outlook; *Prasad E. S.* Role Reversal in Global Finance // NBER Working Paper Series. 2011. No w17497.

Рис. 6

Таким образом, сохранение глобальных дефицитов означает, что не решены задачи их финансирования, указывая также на системный и долгосрочный характер самой проблемы в целом, решение которой может занять много лет.

Решение европроблем: политические решения в основе

Несмотря на наличие текущих проблем в еврозоне, согласно прогнозам, в будущем долговое бремя региона уменьшится. Недавние решения ряда стран внушают определенный оптимизм. Как известно, в сентябре 2011 г. немецкий парламент одобрил меры с целью повысить роль Германии в стабилизации положения в Европе и поддержке европейской валюты. Германия увеличит свое участие в предоставлении гарантий по кредитам до 211 млрд евро (прежний уровень — 123 млрд евро[7]). Согласовано увеличение Европейского фонда финансовой стабильности до 1 трлн евро. Вместе с тем отметим односторонние действия руководства Греции, в конце октября решившего вынести на референдум вопрос о согласии с условиями предоставления стране финансовой помощи со стороны ЕС. Реакция рынков на эту новость была крайне негативной. Под давлением жесткой критики действовавший премьер-министр Греции Г. Папандреу спустя несколько дней дезавуировал принятое решение.

[6] *Bernanke B. S.* [Chairman of US FRS]. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium. Jackson Hole, Wyoming, Aug. 26, 2011.

[7] New York Times. 2011. Sept. 29.

Но еще на ранних этапах обострения валютных проблем было понятно, что в системном плане ситуация будет тщательно контролироваться и с евро вряд ли что-либо случится (текущая рыночная волатильность, естественно, допускается). Полгода назад мы писали: «Представляется, что как при создании евро решающим был политический фактор, а не экономический, так, вероятно, будет и в будущем. При том, что в конце 1990-х гг. развитие интеграционных процессов в Европе достигло достаточного уровня, это тем не менее не устраняло существенных различий, которые отмечались между странами (например, Германия и Франция, с одной стороны, и Греция и Португалия — с другой). И до реальной „унификации“ своих экономик (которая была бы важна для эффективной интеграции) этим странам еще предстояло пройти большой путь.

Однако различия не явились препятствием к объединению, поскольку принятые *политические решения* поставили участников перед свершившимся фактом и заставили перестраивать все свои экономические механизмы и подходы в связи с новой финансовой архитектурой. В этой связи представляется, что если единая валюта встанет перед проблемой „быть или не быть“ и на повестку дня по сути будет поставлен вопрос о возможном „демонтаже“ сложившейся финансовой архитектуры последнего десятилетия со всеми вытекающими из такого решения геоэкономическими и геополитическими рисками и глобальными системными изменениями, в такой ситуации с большой степенью вероятности вновь возобладает политический фактор. Именно на таком уровне и в таком аспекте должны быть приняты соответствующие решения, которые затем необходимо будет поддержать экономическими механизмами и рычагами.

Если на повестке дня не стоит глобальная дестабилизация, то очевидно, что решения международных участников должны быть направлены на сохранение позиций евро в международной валютно-финансовой системе»[8].

О глобальных дисбалансах

Проблема глобальных дисбалансов будет постоянным источником дестабилизации в мире, а ее решение потребует больших усилий со стороны основных участников глобальной экономики в течение длительного периода. Укажем, что в целом проблема дефицитов в одних странах и профицитов в других развивалась во взаимосвязи с соотношением потребления и сбережений в разных государствах (см. табл.).

Таблица

Валовые сбережения и инвестиции *(% к ВВП)*

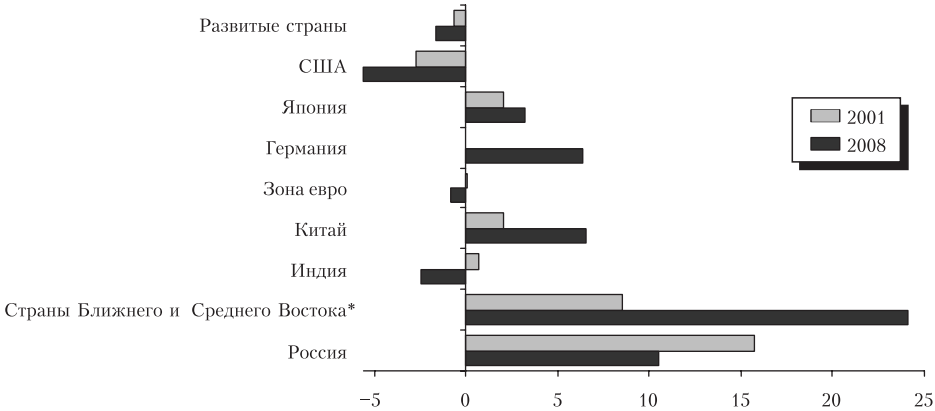
	Сбережения		Инвестиции	
	2001	2008	2001	2008
Развитые страны	20,0	18,8	20,6	20,4
США	16,4	11,9	19,1	17,5
Великобритания	15,4	15,1	17,4	16,8
Япония	26,9	26,7	24,8	23,5
Германия	19,5	25,7	19,5	19,3
Развивающиеся страны	26,6	36,6	25,1	31,8
Китай	38,4	49,2	36,3	42,6
Индия	23,5	32,5	22,8	34,9
Россия	32,5	31,5	16,8	21,0

Источник: BIS, 2009.

[8] *Ершов М. В.* Мировой финансовый кризис. Что дальше? С. 247.

Как следствие, в ряде стран сложился избыток свободных финансовых ресурсов. В то же время другим государствам приходилось искать источники средств, необходимых для финансирования их дефицитов (см. рис. 7).

Разница между сбережениями и инвестициями *(% к ВВП)*

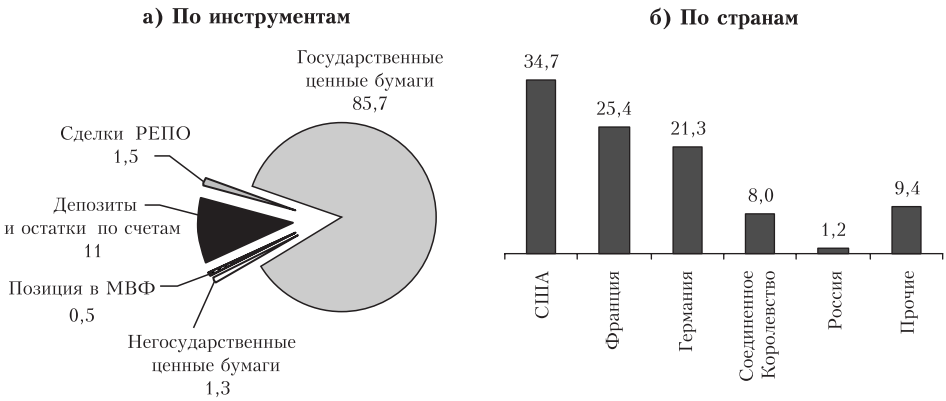


* Иран, Кувейт, Ливия, Оман, Катар, Саудовская Аравия, Йемен.
Источник: построено по данным BIS, 2009.

Рис. 7

Россия входит в число стран, где уровень сбережений выше, чем инвестиций, что делает ее потенциальным источником финансовых ресурсов для стран, испытывающих их дефицит. Как известно, на практике часть наших финансовых накоплений, находящихся в специализированных государственных фондах (Резервном, национального благосостояния и др.) и в международных резервах, вложена в казначейские облигации США и инструменты других стран, способствуя финансированию их дефицитов (см. рис. 8).

Распределение валютных активов Банка России по инструментам и странам *(на 31.03.2011 г., %)*

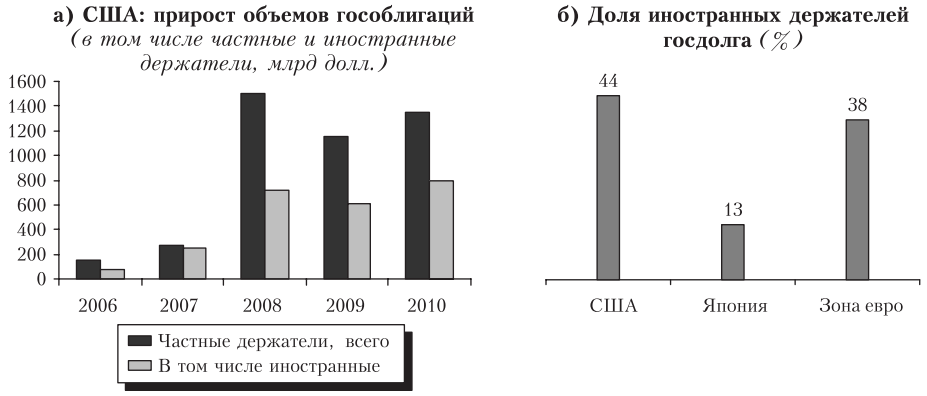


Источник: Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами / ЦБ РФ, 2011.

Рис. 8

При этом с весны 2010 г. в течение года доля США в портфеле валютных активов Банка России несколько уменьшилась — с 38 до 35%, как и самой России в указанном портфеле — с 3 до 1,2%. Сохранилась высокая доля государственных ценных бумаг — около 86%.

Отметим, что в условиях нестабильности многие вынуждены уходить в ликвидность и инструменты госдолга. В частности, доля иностранных покупателей госбумаг США в условиях кризиса стала расти, поскольку инвесторы ищут сферы использования дополнительной ликвидности и рассматривают вложения в госбумаги как одну из таких возможностей (см. рис. 9). Масштабный «вход» инвесторов в казначейские облигации в период кризиса и сохранение этих вложений вплоть до настоящего времени свидетельствуют об их неуверенности, сопоставимой с настроениями в начале кризиса. В целом сильная зависимость США от внешних инвесторов делает страну уязвимой к их предпочтениям.



Источники: Treasury Bulletin / US Treasury. June 2011; *Prasad E. S.* Op. cit.

Рис. 9

Поскольку США являются крупным должником, для них крайне актуальна проблема финансирования своих дефицитов. Притекающие в связи с этим ресурсы из государств с избытком накоплений оказывают понижательное воздействие на процентные ставки, которые и так в течение ряда лет находятся на очень низком уровне. Это уменьшает доходность операций для участников финансового рынка, которые вынуждены, во-первых, обращать внимание на более доходные и, как следствие, более рискованные инструменты и, во-вторых, использовать рычаги, неоправданно раздувающие их балансы, что увеличивает кредитное плечо (leverage), делая их менее устойчивыми и повышая риск сжатия балансов (deleverage) в целом. Отметим, что высокий левередж финансового сектора сопровождается масштабным ростом долга государственного и частного секторов, особенно в 2000-е годы. Несмотря на проблемы в американской экономике, поиски инвесторами активов для инвестиций привели к масштабным покупкам американских казначейских облигаций, что спровоцировало рост их цены и снижение доходности до минимальных значений (см. рис. 10).

При этом, по оценкам крупных международных инвесторов, на рынке долгосрочных казначейских облигаций формируется очередной

Динамика доходности 10-летних облигаций казначейства США *(%)*

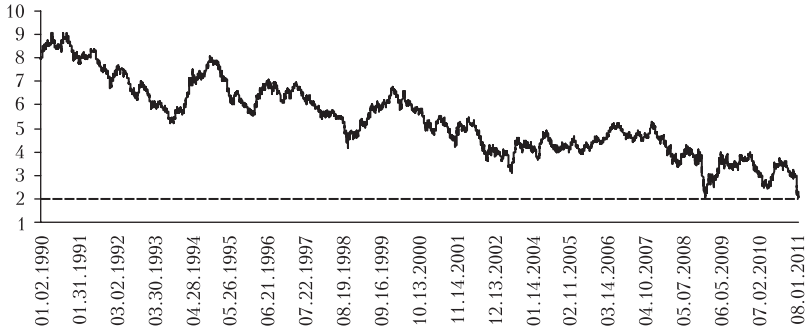
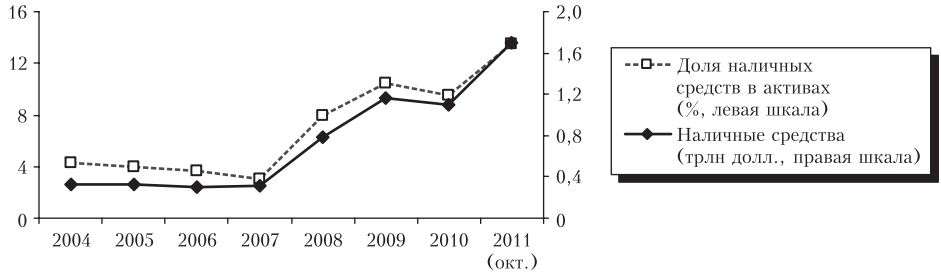


Рис. 10

пузырь со всеми вытекающими рисками[9]. В случае потери доверия со стороны инвесторов и продажи этих бумаг высвободятся значительные средства на рынке, которые будут, очевидно, дестабилизировать рыночную ситуацию. Сохраняющиеся перекосы в балансах ряда финансовых институтов, обострение долговых проблем, неясность перспектив жилищного рынка и другие проблемы (в том числе избыточная глобальная ликвидность) делают положение в целом крайне неустойчивым. Чтобы обезопасить себя от возможных рисков, участники рынка предпочитают увеличивать объемы ликвидности в своих балансах (см. рис. 11). Отметим, что рост наличных средств в балансах, который начался в период кризисной паники, продолжается и сейчас, когда ситуация, казалось бы, стала нормализовываться.

Наличные средства* у банков США



* Включая: наличные в хранилищах; наличные в процессе инкассации; остатки в других депозитных институтах; наличные в ФРС.

Источник: ФРС США.

Рис. 11

О левередже и проблемах фондового рынка

Неоправданные перекосы в балансах ведущих финансовых институтов привели к тому, что отношение активов, с которыми эти банки работали, к их собственным средствам (капиталу) многократно возросло. По различным группам финансовых институтов левередж (отношение активов к капиталу) составлял до кризиса в среднем 7—10 раз (в за-

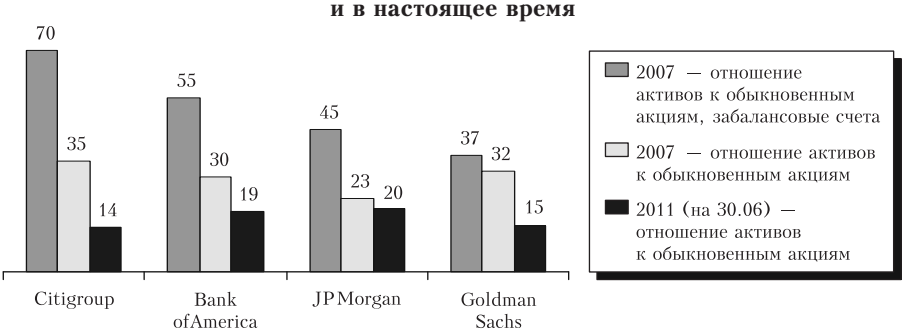
[9] Bloomberg. 2011. Aug. 25.

висимости от видов операций и сферы деятельности), у хедж-фондов и инвестбанков он часто приближался к 20, а иногда и к 30[10].

С учетом забалансовых операций для большинства финансовых учреждений показатели левереджа были значительно больше, достигая в некоторых случаях 50—70 раз (см. рис. 12). Причем объем забалансовых операций порой превышал показатель самого баланса. Так, по оценкам МВФ, забалансовые операции Citigroup в 2006 г. достигали примерно 2 трлн долл., а величина баланса составляла лишь 1,8 трлн долл.

Очевидно, это был просмотр регуляторов, которые в условиях длительного роста экономики, серьезно расширявшего возможности ее участников получать прибыль, не могли адекватно ограничивать их аппетиты, даже несмотря на формирующиеся будущие риски.

Кредитное плечо ведущих американских банков в конце 2007 г. и в настоящее время



Источники: рассчитано по данным US National Information Center; US Fed; SNL Financial; Form 10-Ks; Hearing on the Financial Crisis / FCIC. 2010. Jan. 13; и др.

Рис. 12

На слушаниях в Комиссии по проблемам финансового кризиса (FCIC) в США о причинах кризиса президент Bank of America справедливо указывал, что было непонятно, «почему рынки и регуляторы могли терпеть левередж, достигавший 40-1 или даже 60-1 в крупнейших инвестиционных банках»[11]. Годом позже, резюмируя мнения регуляторов и участников рынка, Комиссия сделала следующий вывод: «Финансового кризиса можно было избежать. Кризис был результатом как действий, так и бездействия людей... Частые провалы в финансовом регулировании и надзоре оказались разрушительными для стабильности национального финансового рынка»[12].

При этом риски и перекосы в балансах, которые возникали по мере роста рынка, для регуляторов были в значительной степени очевидными. В одном из своих выступлений еще в 1998 г. Б. Борн, которая была председателем Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission), указывала на возникшие тогда риски в связи с проблемами хедж-фонда LTCM (Long-Term Capital Management), в том числе при работе с производными инструментами. Отмечалось, что действовавшее регулирование рынка позволило компании привлечь

[10] Такое определение приведено, в частности, в материалах слушаний по банкротству американского банка Lehman Brothers (US Bankruptsy Court. N.Y., 2010, March 11). Иногда кредитное плечо рассматривается как соотношение капитал/активы, что делает его практически аналогичным нормативу Н1, используемому в российской банковской практике и опирающемуся на базельские принципы (см., в частности, законы об американской финансовой реформе HR 4173).

[11] *Moynihan B.T.*, Chief Executive Officer and President, Bank of America. Testimony to FCIC. Washington, D.C., 2010. P. 10.

[12] FCIC. 2011. Jan.

финансирование в размере 125 млрд долл., что превышало ее капитал в 100 раз! Затем полученные средства были использованы для открытия позиций по деривативам на номинальную сумму 1,25 трлн долл., что превышало размер капитала в 1000 раз!!![13]

Аналогичная картина наблюдалась и в других сферах. По оценкам МВФ, капитал страховых компаний, осуществляющих страхование определенных рисков (например, от дефолта по конкретным бумагам), был почти в 100 раз меньше объема страхуемых активов. Очевидно, это изначально закладывало риск дефолта уже самого страховщика в случае наступления кризисных событий.

Использование левереджа имеет еще один важный аспект уже системного характера, что придает этой проблеме геоэкономический и даже геополитический аспект. Речь идет о том, что при таких соотношениях собственных и привлеченных ресурсов большая часть рынка может попасть под контроль узкой группы лиц, оперирующих относительно небольшими средствами. На слушаниях, проведенных Комиссией по проблемам финансового кризиса (FCIC hearings), подчеркивалось, что при таком подходе цены на активы фактически может определять небольшая группа инвесторов, которая в состоянии установить контроль над огромными активами.

В кризисных условиях вместо проблемы расширения активов возникает противоположная: сокращение ликвидности будет происходить с соответствующим коэффициентом сжатия, усиливая общий эффект их уменьшения (так называемый делевереджинг). В настоящее время ситуация с данным показателем в целом несколько выравнивается (см. рис. 12), однако проблема качества активов на балансах остается актуальной.

По оценкам, акции Bank of America, Morgan Stanley и Citigroup оцениваются рынком с дисконтом 43—46% (относительно балансовой величины материальных активов), что указывает на крайне настороженное отношение к качеству их активов[14]. В сентябре 2011 г. агентство Moody's снизило рейтинги Bank of America, Citigroup и Wells Fargo. Учитывая, что названные банки — крупнейшие участники финансового рынка и на их долю приходится около 30% всех депозитов и 30% всех активов американской банковской системы, можно говорить о сохранении масштабных проблем в финансовой системе в целом.

Отметим, что процесс делевереджинга имеет и другие негативные последствия. В частности, сокращение частного долга трансформируется в рост госдолга, когда государство приходит на помощь пострадавшим участникам. Из-за масштабности проблем возникающая долговая нагрузка может существенно дестабилизировать ситуацию и спровоцировать новый кризис. Это тем более вероятно при нестабильной ситуации на рынках в целом, нерешенности имеющихся проблем, сильной нервозности участников. «Мир находится на пороге следующего финансового кризиса, эпицентром которого будут суверенные долги», — считают некоторые эксперты[15].

---

[13] *Born B.,* Chairperson. Regulatory Responses to Risks in the OTC Derivatives Market // Commodity Futures Trading Commission Committee of Federal Regulation of Securities ABA Section of Business Law. Washington, DC, 1998. Nov. 13.

[14] CNBC. 2011. Sept. 22.

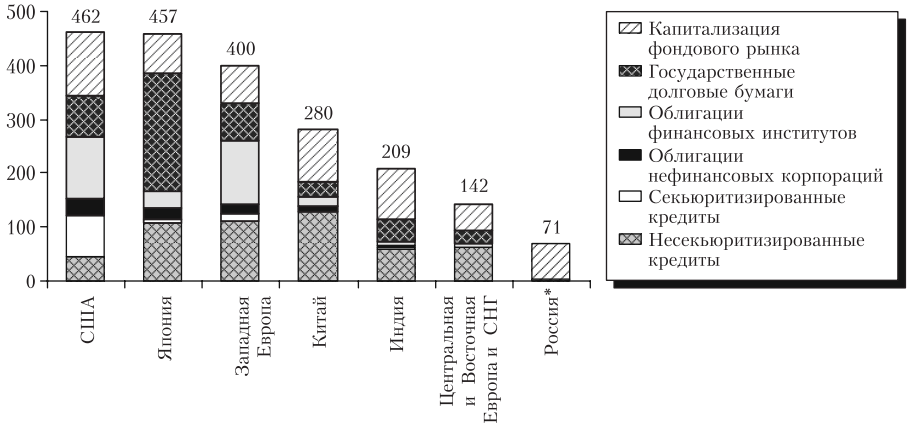
[15] El-Erian: World Is on Eve of Next Financial Crisis over Sovereign Debt // Bloomberg. 2011. Sept. 22.

Кроме того, если банки в целом начинают проводить более осторожную кредитную политику, что, конечно, оправданно, то в случае чрезмерного консерватизма, пришедшего на смену излишней активности, такая политика может привести к замедлению экономических процессов и роста в целом. Также укажем на уже наблюдающуюся тенденцию вкладывать средства в инструменты низкого качества и высокой доходности с целью достичь результатов, которых требуют собственники банков[16]. Это может вновь ухудшить балансы и создать новые очаги рисков.

По оценкам экспертов, «в ходе делевереджинга банки развитых стран начинают существенно сокращать свою связь с развивающимися рынками, закрывая кредитные линии и репатриируя средства»[17]. Это сразу отражается на фондовом рынке. Очевидно, чем глубже рынок, тем он более устойчив и меньше зависит от притока и оттока средств (см. рис. 13). В условиях глобальной нестабильности, когда международные инвесторы были вынуждены выходить с внешних рынков и консолидировать средства, это было особенно заметно.

Финансовая глубина ряда рынков

(% к региональному ВВП, на конец 2010 г.)



* Не учтены облигации нефинансовых корпораций и секьюритизированные кредиты.

Источники: BIS; Dealogic; SIFMA; S&P; McKinsey Global Banking Pools; McKinsey Global Institute analysis.

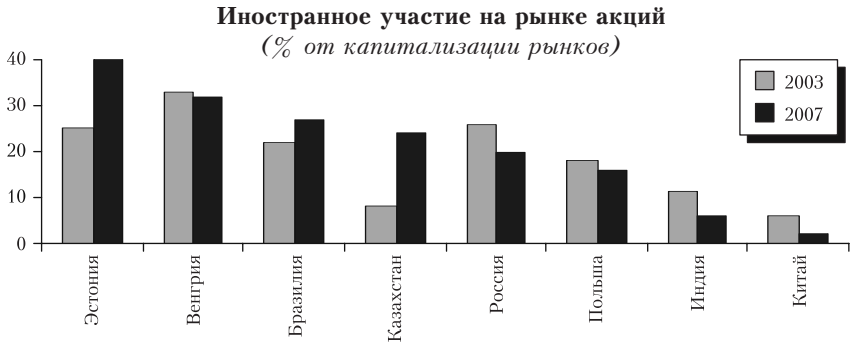
Рис. 13

На российском фондовом рынке велика доля нерезидентов (см. рис. 14). Это, естественно, привело к его сильному падению.

Обострения на фондовом рынке осенью 2011 г. показали, что ведущие российские компании, положение которых на рынке остается устойчивым и они последовательно наращивают прибыль («Газпром», Сбербанк и др.), вследствие чего их бумаги пользуются высоким спросом со стороны иностранных инвесторов, в периоды, когда последним была нужна ликвидность, пострадали даже больше (то есть цены их акций упали сильнее), чем кризисные рынки и компании (см. рис. 15). Это происходило в том числе и потому, что инвесторы (банки) были вынуждены продавать свои

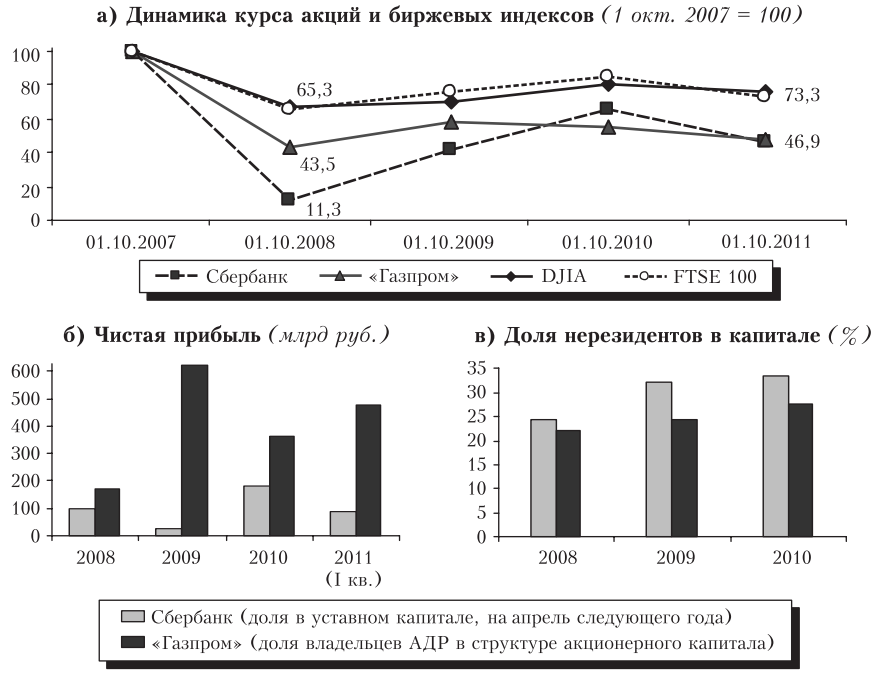
[16] Мы указывали на такие процессы еще в 2010 г. (см.: *Ершов М.* Новые риски посткризисного мира // Вопросы экономики. 2010. № 12. С. 7—8).

[17] *Blanchard O.* The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies // IMF Working Paper. 2009. WP/09/80. P. 19.



Источник: Всемирный банк, 2010.

Рис. 14



Источники: информация с сайтов sbrf.ru, gazprom.ru, finam.ru.

Рис. 15

активы и консолидировать ликвидность, что привело как к падению котировок, так и к обесценению рубля. При этом на более низком ценовом уровне акции стали приобретать фонды и иные инвесторы, сохранив общую долю иностранного участия (но уже при меньшей стоимости из-за более низкой цены). Полученные вследствие таких продаж рублевые ресурсы затем переводят в валюту и репатриируют. Одновременно это приводит к удешевлению рубля[18].

Раньше мы указывали на необходимость уменьшения таких рисков: «Иностранное участие на фондовом рынке в условиях глобальной экономики очевидно неизбежно. Однако важно при этом, чтобы на зрелом сложившемся рынке, во-первых,

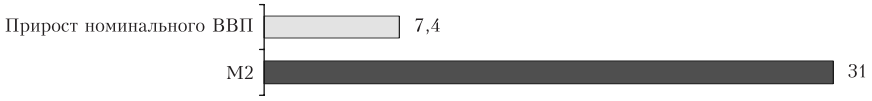
[18] Так, по оценкам первого зампреда ЦБ РФ А. Улюкаева, за сентябрь 2011 г. ЦБ продал на валютном рынке 8 млрд долл., 4 октября — 1,15 млрд и 5 октября — 400 млн долл. в рамках валютных интервенций, чтобы компенсировать резкое ослабление рубля (РБК. 2011. 7 окт.). Несмотря на эти меры, в сентябре российская национальная валюта подешевела примерно на 10%.

его основу представляли национальные участники, а во-вторых, ведущую роль играли бы неспекулятивные ресурсы. Это — сложная многоуровневая задача, которая включает денежно-кредитные, финансовые вопросы, проблемы валютного регулирования и т. д.»[19].

О росте глобальной ликвидности

Все посткризисные риски следует оценивать с учетом масштабного роста глобальной ликвидности. В результате антикризисных мер увеличение денежных ресурсов в экономике значительно опередило рост ВВП (см. рис. 16).

Прирост денежной массы (М2) и ВВП основных экономик*
в 2007—2010 гг. *(декабрь к декабрю, %)*



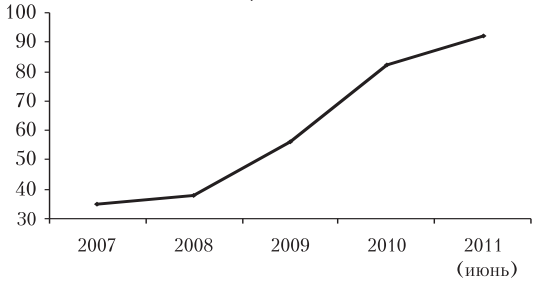
* Еврозона, США, Великобритания, Япония, Китай, Россия.

Источники: рассчитано по данным Eurostat, US Fed, BEA, Bank of England, Bank of Japan, National Bureau of Statistics of China, ЦБ РФ, Росстата.

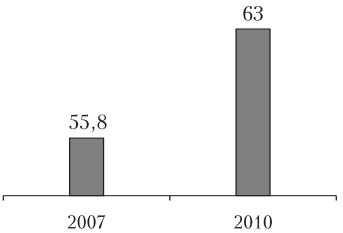
Рис. 16

Если при этом учитывать иные формы денежных агрегатов (как иногда делают эксперты для более полного представления о масштабе проблем), то только в США эти величины достигают огромных значений. Вновь отметим устойчивый рост рассматриваемого агрегата, величина которого существенно превышает докризисные значения (см. рис. 17).

а) «Агрегированная ликвидностье»* в США
(трлн долл.)



б) Мировой ВВП
(трлн долл.)



* Включая М3, все кредиты, долг федерального, государственного и местного правительств, нетто деривативы (двойной счет исключен).

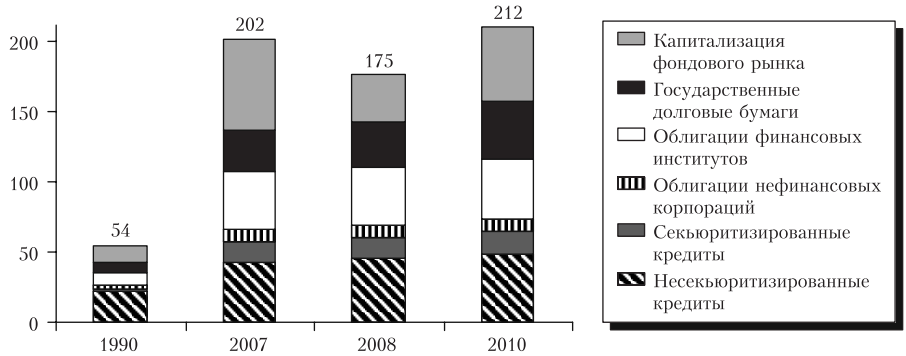
Источники: nowandfutures.com; Всемирный банк.

Рис. 17

Кроме того, объем многих финансовых активов превысил докризисные уровни (см. рис. 18).

[19] *Ершов М. В.* Мировой финансовый кризис. Что дальше? С. 228.

Некоторые базовые компоненты финансовой сферы* *(трлн долл.)*

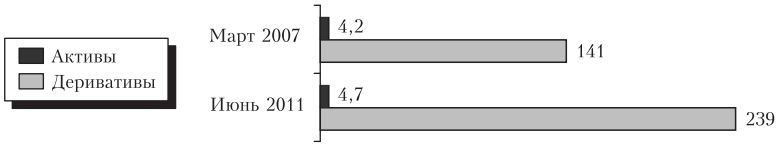


* Рассчитано по 79 странам, на конец периода, по постоянному курсу 2010 г.
Источники: см. рис. 13.

Рис. 18

Одновременно продолжается масштабная мультипликация производных инструментов на основе «первичных» активов. Мы помним, что в развертывании глобального кризиса 2007—2009 гг. негативную роль сыграли деривативы. Сейчас их отношение к активам у американских банков существенно превышает докризисный уровень (см. рис. 19).

Объемы активов и деривативов
5 крупнейших банков США* *(трлн долл.)*



* 2007 г. — JP Morgan Chase Bank NA, Citibank National ASSN, Bank of America NA, HSBC Bank USA National ASSN, Wachovia Bank National ASSN; 2011 г. — JP Morgan Chase Bank NA, Citibank National ASSN, Bank of America NA, Goldman Sachs Bank USA, HSBC Bank USA National ASSN.
Источник: US Comptroller of the Currency.

Рис. 19

Таким образом, многие проблемы до сих пор не решены, часть трансформировалась в новые источники рисков, целая группа дестабилизирующих факторов сформировалась на этапе осуществления антикризисных мер. Глава Банка Англии М. Кинг в марте 2011 г. указывал: «Ни одна из причин текущего кризиса не устранена»[20].

Острая ситуация может быть одной из причин ухода ряда экспертов высокого уровня и существенных кадровых перестановок. Еще в начале года мы указывали на «факт ухода ряда высокопоставленных функционеров администрации в отставку после относительно короткого периода нахождения на своих постах»[21], что может быть связано с их ви́дением перспектив экономики и нежеланием нести ответственность за новые

[20] *King M.,* Governor of the Bank of England. Do We Need an International Monetary System? / Speech at the 2011 Economic Summit at the Stanford Institute for Economic Policy Research, March 11, 2011.

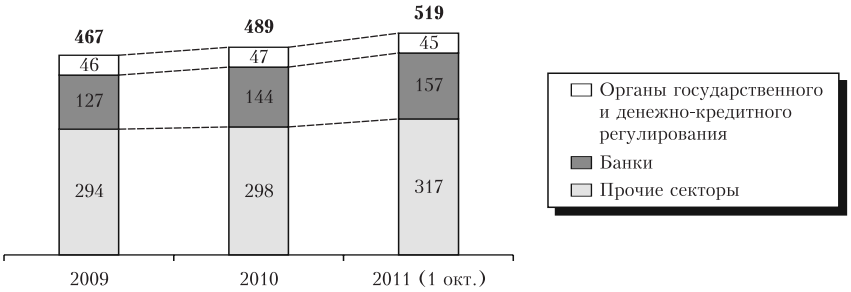
[21] *Ершов М. В.* Мировой финансовый кризис. Что дальше? С. 271.

кризисные обострения. Сначала (во второй половине 2010 г.) администрацию США покинули К. Ромер, возглавлявшая Совет экономических советников при президенте, П. Орзцак — директор по бюджетным вопросам, Л. Саммерс — директор Национального экономического совета и один из основных координаторов по вопросам экономической политики при президенте, Дж. Бернстайн — главный экономист и советник по экономической политике вице-президента Д. Байдена. Далее процесс «исхода» продолжился. Позднее — в середине 2011 г. — покинул свой пост новый председатель Совета экономических советников президента Б. Обамы А. Голсби. О намерении уйти в отставку заявлял в 2011 г. даже министр финансов Т. Гайтнер (решение затем было отложено).

Российская экономика: возвращение старых рисков

После короткого перерыва, связанного с кризисом, вновь стал расти российский корпоративный внешний долг — промышленных компаний и банков (см. рис. 20). Это создает нежелательные риски, когда возможности финансирования внутриэкономических процессов начинают зависеть от внешней конъюнктуры и иностранных кредиторов и инвесторов.

Внешний долг РФ *(млрд долл.)*

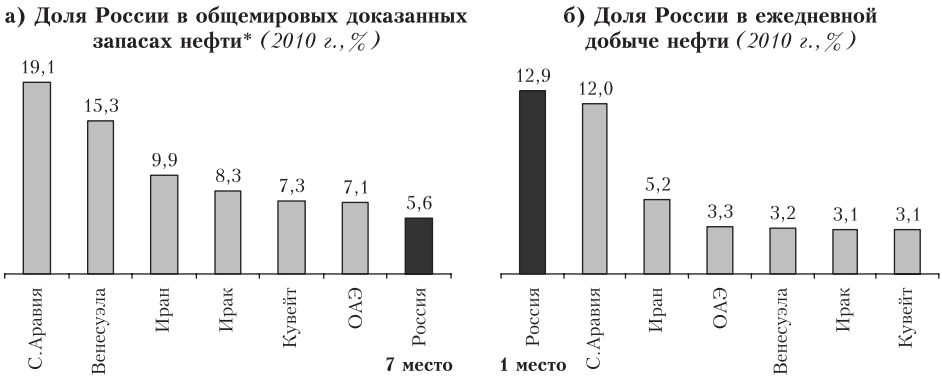


Источник: ЦБ РФ.

Рис. 20

Ситуация осложняется тем, что адекватные механизмы замещения внешних источников внутренними практически не используются. Главный эмиссионный центр — Центральный банк — при осуществлении эмиссии и формировании денежной базы вновь вернулся к внешним источникам, когда рублевая ликвидность создается на основе притока валютной экспортной выручки и путем привлечения валютных займов из-за рубежа. Практика опоры на внутренние факторы при формировании рублевой денежной базы, которые стали более важными в период кризиса, снова отошла на второй план. В результате возрастает зависимость денежной сферы российской экономики от мировой конъюнктуры со всеми вытекающими негативными последствиями[22]. Таким образом, в системном плане мы вынуждены опираться на отрасли ТЭК, превращаясь в главного сырьевого экспортера, доля которого в мировой добыче значительно превышает долю в запасах (см. рис. 21).

[22] Об этом мы неоднократно писали раньше (см., например: *Ершов М.* Мировой финансовый кризис: год спустя // Вопросы экономики. 2009. № 12; *Ершов М.* Новые риски посткризисного мира).



* На рисунке представлены первые семь стран по доказанным запасам нефти.
Источник: BP, 2011.

Рис. 21

Очевидно, при сохранении подобных тенденций в дальнейшем будет сложнее решать задачи, связанные с диверсификацией экономики, ее модернизацией и преодолением сырьевой направленности. Кроме того, сам статус сырьевого экспортера может быть утрачен из-за истощения ресурсов.

* * *

События, которые произошли в мире за последние годы, дали мощный импульс процессам формирования качественно иных геоэкономических и геополитических основ глобальной финансовой системы. Меняется баланс сил в экономическом мире, исчезают доселе мощные финансовые структуры, появляются новые источники и механизмы финансовых ресурсов. В ответ на вызовы кризиса принципиально пересматриваются регулирующие методы и механизмы, которые должны обеспечить стабильность в новых условиях.

Кризис (др.-греч. κρίσις) — это не только «суд». Действительно, в истории (особенно новейшей) есть немало поводов, за что «держать ответ». Но кризис — это еще и «поворотный пункт», который позволяет осмыслить сделанное, разобраться с накопившимися проблемами и наметить новые решения.

Сейчас появляются уникальные (по историческим меркам) возможности сформировать качественно иные подходы и механизмы, которые могут заложить основы устойчивого развития России на многие годы вперед, усиливая ее международные позиции и превращая в один из важных центров экономического и политического влияния в мире. Такие возможности необходимо использовать[23].

[23] www.ershovm.ru.