

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

КРИЗИС 2008 ГОДА: «МОМЕНТ ИСТИНЫ» ДЛЯ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ И НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ РОССИИ*

Кризисные события, наблюдавшиеся в американской финансовой системе во второй половине 2008 г. и отразившиеся на многих странах, были столь масштабными, а меры регуляторов по стабилизации ситуации — столь беспрецедентными, что это позволяет в принципе поставить под сомнение эффективность американской финансовой модели капитализма и ее жизнеспособность в условиях глобального рынка. Ряду ключевых основ финансовой системы был фактически причинен невосполнимый ущерб, а сама она, будучи не в состоянии функционировать в прежнем виде, была частично национализирована или поставлена под государственный контроль. При этом кризис еще далек от своего завершения, и чрезвычайные меры обеспечат лишь временную стабилизацию, не ликвидировав фундаментальных причин породивших его проблем. В этой связи сегодня на первый план выходят вопросы о новых источниках рисков, стратегии основных экономических участников в изменившейся ситуации, об экономической политике, необходимой России для обеспечения устойчивого развития в условиях глобальной турбулентности.

Новая ситуация в мировой экономике

В мировой экономике начинает складываться качественно иная геоэкономическая и геополитическая ситуация. На смену прежним устойчивым точкам опоры мировых финансов и центрам финансовой стабильности приходят новые источники глобальных финансовых ресурсов и центры политико-экономического воздействия. Возникает необходимость формировать другие экономические механизмы и «правила игры», актуальность которых лишь возрастает по мере

* Статья отражает личное мнение автора.

усиления кризисных тенденций в развитых странах. Становится все более очевидным, что реальный масштаб проблем, с которыми они столкнулись, намного больше, чем предполагалось раньше, и требуются чрезвычайные меры, чтобы не допустить трансформации отраслевых или страновых проблем в масштабный системный кризис.

Новая кризисная ситуация

В результате бурного развития операций с производными инструментами (деривативами) резко увеличились активы брокерских/дилерских компаний (часто являющихся важной частью бизнеса инвестбанков). При этом их динамика намного опережала темпы роста активов коммерческих банков, создавая тем самым обширную зону нестабильности (см. рис. 1 и 2).

Поскольку основу многих указанных операций составляли производные инструменты жилищного рынка (часто невысокого

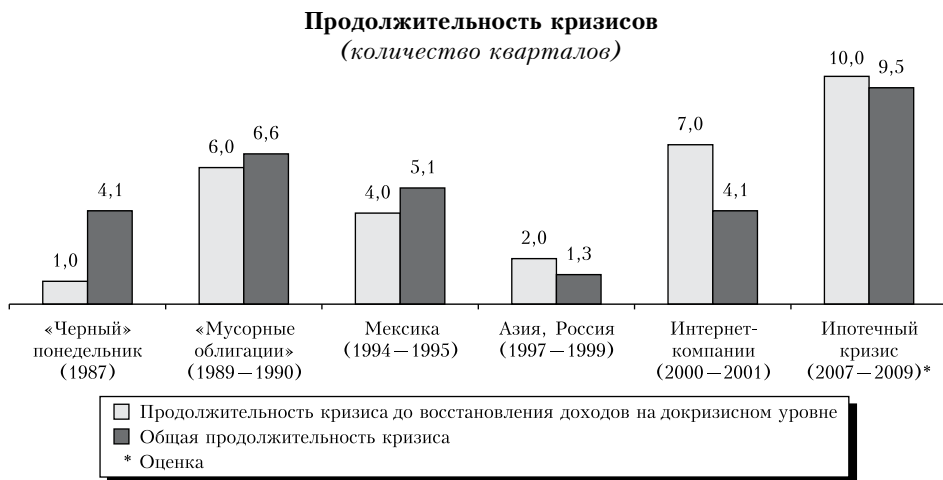


Рис. 1



Рис. 2

качества), падение цен на жилье вызвало сокращение ликвидности и в целом породило кризис доверия на финансовом рынке, что привело к существенным потерям в первую очередь у инвестиционных институтов и ипотечных компаний. Причем на фоне других кризисов последние события для инвестбанков оказались самыми драматичными, а нынешний кризис выглядит более масштабным, чем многие кризисы прошлого (см. рис. 3).



Источники: Global Europe Anticipation Bulletin, Morgan Stanley и др.

Рис. 3

Американский фондовый рынок уже продолжительное время находится в зоне высокой волатильности. Еще летом 2008 г. котировки акций американских ипотечных агентств Fannie Mae и Freddy Mac, которые являются основой ипотечного рынка США, только за несколько дней снизились более чем на 30%. Так как на эти структуры (а они поддерживаются государством) приходится около 5 трлн долл. ипотечных кредитов, то есть почти 50% всего ипотечного рынка США, сразу же был поставлен вопрос об оказании им чрезвычайной помощи. Поскольку падение продолжилось и дальше, в сентябре Минфин и ФРС США выступили с программой мер по установлению госконтроля над этими агентствами. В результате их бумаги упали более чем на 80%.

Вслед за американским инвестиционным банком Bear Stearns, который не смог выйти из кризисного положения и был куплен банком JPMorgan Chase при содействии ФРС США, начались серьезные проблемы у другого крупного американского банка — Lehman Brothers, чьи акции за один день снизились почти на 50%. Он был вынужден объявить себя банкротом (позднее на часть активов банка стали претендовать такие покупатели, как Barclays).

Общая нервность на рынке привела к традиционным проявлениям банковских кризисов — очередям вкладчиков, массовому снятию средств (как это имело место в случае с американским ипотечным банком IndyMac), что вновь подчеркнуло актуальность проблем ликвидности. Однако в полной мере угроза банковского кризиса возникла, когда крупнейший сберегательный банк США с огромной клиентской базой (он имеет около 2300 отделений) — Washington Mutual — пережил «набег вкладчиков»: только за 10 дней в конце сентября они сняли со своих счетов свыше 16 млрд долл., что поставило банк перед угрозой банкротства. Это сразу же потребовало вмешательства федеральных властей — в первую очередь ФРС, а также Федеральной корпорации по страхованию вкладов (FDIC). В результате

переговоров значительная часть банковского бизнеса была приобретена банком JPMorgan Chase.

Возникли сложности и в страховой сфере — с масштабными проблемами столкнулась одна из крупнейших страховых компаний — AIG, которой был выдан кредит со стороны ФРС США на сумму 85 млрд долл., что тем не менее не остановило падения ее акций, котировки которых на следующий день рухнули почти на 70%. Поскольку кредит был выдан под обеспечение около 80% акций компании, речь фактически идет о ее переходе в государственную собственность.

В сентябре 2008 г. объявил о своем кризисном положении один из крупнейших американских инвестбанков Merrill Lynch. В итоге его купил Bank of America (который, по оценкам, может потратить на указанные цели до 50 млрд долл.). Два оставшихся инвестиционных банка — Morgan Stanley и Goldman Sachs — перешли под регулирование ФРС как банковские холдинговые компании, фактически утратив статус инвестиционных банков (о чем было объявлено 22 сентября). Ожидается, что это расширит их возможности привлекать дополнительные ресурсы, в том числе в результате получения доступа к инструментам ликвидности ФРС («дисконтное окно» и др.), а также позволит активнее работать со средствами физических лиц (хотя они и раньше в небольших масштабах осуществляли депозитные операции).

Таким образом, финансовая система США фактически вновь реанимирует архитектуру, существовавшую до Великой депрессии и допуславшую возможность проводить инвестиционную и коммерческую банковскую деятельность в рамках одной компании¹. При этом не исключена вероятность формирования *нового источника рисков*.

Серьезные проблемы возникли на американском и европейских рынках МБК, когда банки резко сократили предоставление кредитов из-за возможных невозвратов. Аналогичные тенденции отмечались и в других странах (в том числе в России). Как всегда происходит в условиях кризиса, многие банки стали отдавать предпочтение наличным ресурсам, которые должны были сформировать своего рода «задел прочности», что еще больше обострило нехватку свободных средств на рынке.

Вслед за коммерческими банками США начались проблемы у европейских банков. Fortis, Нуро Real Estate, Bradford&Bingley и некоторые другие финансовые институты Великобритании, Бенилюкса, Германии либо были частично национализированы, либо получили масштабную государственную помощь. Для активизации межбанковского рынка ряд ведущих европейских стран выделяют около 1,8 трлн долл.

В целом наблюдается усиление проявившейся еще в начале 2008 г. тенденции к существенному переделу корпоративной структуры американского и, как следствие, мирового финансового рынка. Резко возросло и государственное участие в современной экономике как на национальном, так и на трансграничном уровне (особенно в случае инвестиций суверенных фондов).

¹ Поскольку подобное совмещение создавало большие риски, в том числе для физических лиц, после кризиса 1929—1933 гг. был принят закон Гласса—Стигала, который разделил деятельность коммерческих и инвестиционных банков. Несмотря на последующую стабилизацию положения, ограничения существовали вплоть до конца 1990-х годов, и лишь затем с некоторыми изъятиями (из-за сохранения действия связанных с этим законом других законодательных актов) вместо него осенью 1999 г. был принят закон Грэмма—Лича—Блайли, который расширял возможности совмещать инвестиционные и коммерческие банковские операции.

Ситуация в России

Нестабильность на мировых финансовых рынках заставила многих международных инвесторов выводить свои средства с рынков других стран, акции которых также стали заметно снижаться. Это в большой степени коснулось и российского рынка.

Котировки российских акций к середине сентября упали более чем на 40% относительно майского уровня. При этом в III квартале 2008 г. падение российского фондового рынка было максимальным для страновых рынков.

В результате российские регуляторы были вынуждены принять ряд мер по расширению ликвидности на рынке (снижение ФОР, возможность использовать бюджетные средства на покупку ряда акций, снижение экспортных пошлин на нефть и др.; см. табл. 1). Было также объявлено о возможном использовании части средств Фонда национального благосостояния и пенсионных накоплений для вложений в российские акции с целью поддержки рынка.

Т а б л и ц а 1

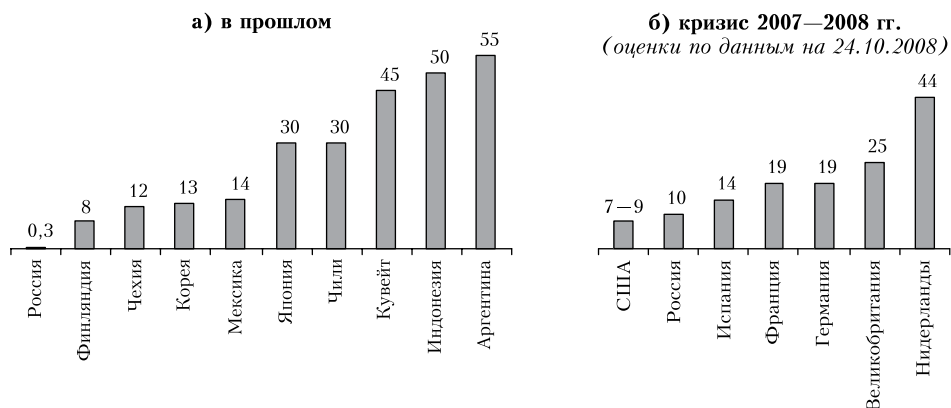
Некоторые меры по поддержке финансовой системы России

Банк России	Минфин
• Предоставление субординированного кредита Сбербанку (500 млрд руб.) • Размещение депозита в ВЭБ для выдачи кредитов организациям (50 млрд долл.) • Компенсация части убытков на рынке МБК, возникших из-за отзыва лицензии у банка-контрагента • Расширение инструментов рефинансирования • Снижение нормативов обязательных резервов (до 0,5) • Выдача необеспеченных кредитов • Повышение ставок по депозитам в ЦБ РФ • Участие в торгах на фондовом рынке	• Размещение беззалоговых кредитов из временно свободных средств федерального бюджета • Увеличение лимита депозитных кредитов негосударственным банкам • Рефинансирование ипотечных вкладов АИЖК • Размещение депозита в ВЭБ из Фонда национального благосостояния для выдачи субординированных кредитов (625 млрд руб.) • Поддержка реального сектора через фондовый рынок (175 млрд руб.) • Предоставление средств АСВ для поддержки капитализации банков (200 млрд руб.) • Увеличение гарантий вкладов населения (до 700 тыс. руб.)

В результате масштабы антикризисных мер, принимаемых в российской экономике в настоящее время, соизмеримы с реализуемыми в других странах, чего нельзя сказать об аналогичных ситуациях в прошлом (см. рис. 4).

Однако меры оперативной антикризисной поддержки должны сочетаться с целенаправленной и системной политикой по созданию необходимых структурных основ на самом рынке, которые сделали бы его менее подверженным воздействию внешних шоков. Кризис высветил слабости российского фондового рынка, подчеркнув актуальность вопросов о формировании его более широкой национальной основы, об уменьшении спекулятивной направленности, увеличении внутренних источников фондирования, способных обеспечить его устойчивость в условиях внешней нестабильности и ограничений международной ликвидности.

**Уровень расходов денежных властей
на преодоление кризисов банковских систем (в % к ВВП)**



Источники: а) IMF, World Bank; б) рассчитано по данным Bank of England, OECD, МЭР РФ.

Рис. 4

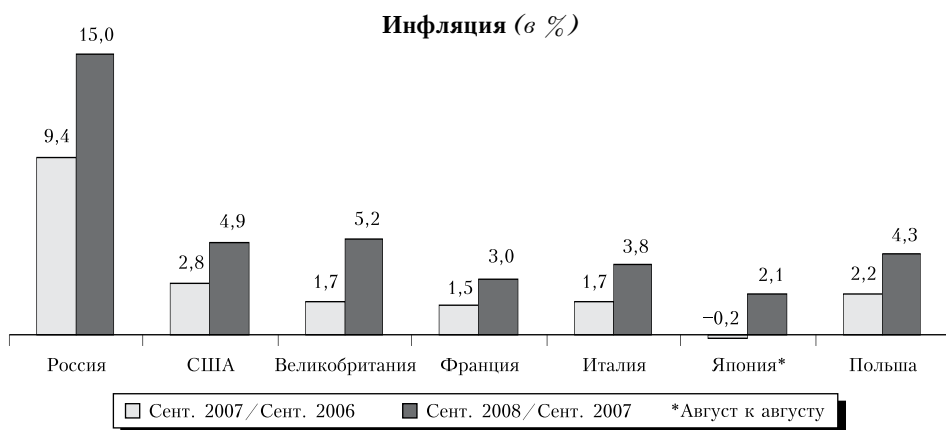
Дополнительная монетизация экономики в условиях открытой к внешнему рынку системы финансовых потоков также влечет за собой новые риски. Здесь, конечно, надо иметь в виду возможный рост инфляции, но еще важнее, чтобы ресурсы, поступающие в финансовую систему, направлялись в реальный сектор, а не оставались в ней в качестве страхового инструмента (когда банки считают рискованным кредитовать экономику и предпочитают иметь «живые» деньги). Кроме того, нужно минимизировать риски оттока рублевых средств на валютный рынок с последующим давлением на валютный курс и увеличением курсовых колебаний. В этих целях можно использовать различные нормативы и стимулы, фактически предполагающие создание механизмов управления финансовыми потоками.

Так, в Японии вплоть до середины 1990-х годов действовало инвестиционное правило «5—3—3—2», устанавливающее для участников рынка целесообразную (с точки зрения решения экономических задач) структуру инвестиционного портфеля. При этом оказание помощи часто обуславливалось встречными обязательствами банков по выбору направлений инвестирования. Механизм действия нормативов был также ориентирован на создание более благоприятного режима использования национальной валюты по сравнению с иностранной.

Отметим, что с ноября 2008 г. Банк России рекомендовал коммерческим банкам поддерживать среднемесячный остаток иностранной валюты не выше уровня, сложившегося за период с 1 августа по 25 октября. Нарушения указанных рекомендаций будут учитываться при установлении лимитов на участие банков в беззалоговых аукционах Банка России. Напомним, что схожие подходы использовались после кризиса 1998 г., когда ЦБ РФ установил так называемую нулевую валютную позицию по конверсионным операциям, что ограничило возможности банков увеличивать объемы иностранной валюты по итогам операционного дня и позволило сбалансировать ситуацию на валютном рынке.

Инфляционные риски

Для стабилизации положения на финансовом рынке США был предложен дополнительный пакет антикризисных мер, предполагающий создание специнститута по выкупу «плохих» долгов (в первую очередь ипотечных). Общий объем дополнительных госрасходов может превысить 700 млрд долл., тем самым еще больше увеличивая размер американского государственного долга и бюджетного дефицита. В связи с этим очевидно, что инфляционное давление будет возрастать. Аналогичные риски могут возникнуть и для других стран, во многих из них рост цен уже ускорился (см. рис. 5).



Источники: OECD, Росстат.

Рис. 5

Таким образом, мировая экономика вступает в полосу системной глобальной неустойчивости, что в условиях изменившихся геоэкономических и геополитических реалий будет сопровождаться возникновением новых очагов турбулентности и трансграничных рисков. С учетом масштабов и вероятного затяжного характера указанных процессов необходимо выработать принципиально иные подходы и механизмы для стабилизации положения.

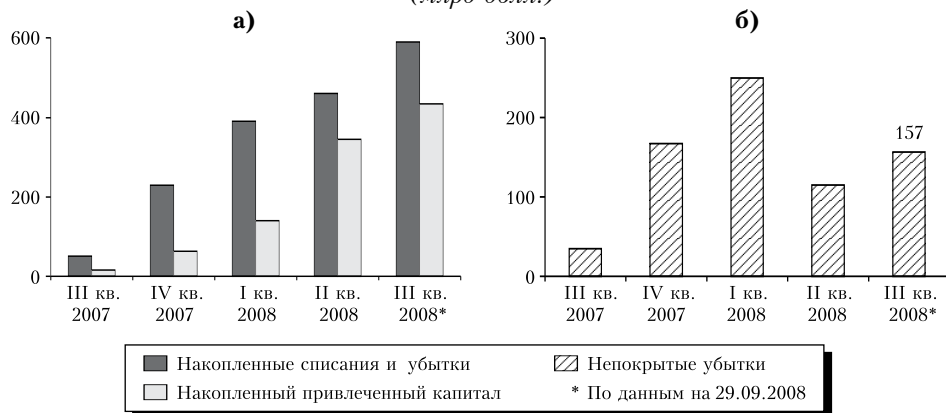
Международная ликвидность: новые риски и источники

Объемы списаний 100 крупнейших мировых компаний и банков в результате финансового кризиса приближаются к 600 млрд долл. При этом привлеченные средства оцениваются в размере около 430 млрд долл.² (таким образом, вся непокрытая разница должна быть списана с балансов банков; см. рис. 6). Однако уже сейчас общие объемы «глобальных списаний» оцениваются в 2,8 трлн долл.³ Чтобы

² См.: Bloomberg.

³ См.: Financial Stability Report / Bank of England. 2008. Oct.

**Накопленные списания, накопленный привлеченный капитал
и непокрытые убытки 100 крупнейших финансовых компаний
(млрд долл.)**



Источники: а) Bloomberg; б) рассчитано по данным Bloomberg.

Рис. 6

смягчить остроту столь масштабной проблемы, нужны дополнительные источники ресурсов.

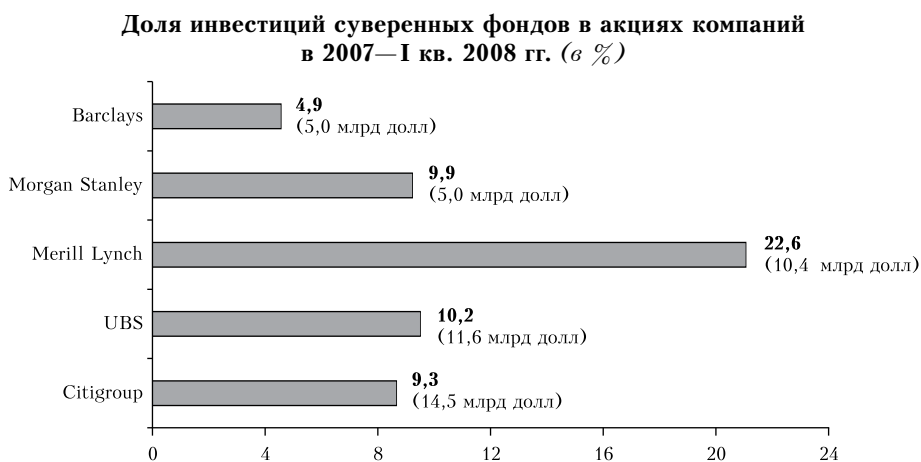
При этом общее сжатие ликвидности может быть гораздо более сильным, поскольку при расширении финансирования за счет кредитного плеча (leverage) соотношение между активами и капиталом может превышать 7—10 раз в зависимости от видов операций и сферы деятельности (у хедж-фондов и инвестбанков оно часто приближается к 20, а иногда и к 30). Очевидно, и сокращение ликвидности будет также происходить с соответствующим коэффициентом сжатия, что лишь усилит общий эффект ее уменьшения.

Этот эффект может оказаться еще заметнее для всей экономики из-за действия мультипликатора при расширении базовых, первичных денег (high-powered money) и их превращении в соответствующий агрегат денежной массы. Величина коэффициента мультипликации различается по странам и, в частности, для США достигает сейчас примерно 8—9. При сокращении или изъятии средств будет отмечаться эффект демумльтипликатора, усиливающий общее сжатие ликвидности в экономике.

Если речь идет об инвестиционном банке, то практика учета потерь исходя из принципа mark-to-market (переоценка на основании текущего уровня цен) будет означать необходимость их отражения в балансе и соответствующие сокращения активов. При этом требуемая для корректировки баланса продажа активов вызовет дальнейшее снижение их цены и вновь увеличит размер потерь и списаний (то есть возникнет эффект самоусиливающейся тенденции, своего рода «снежного кома»). Чтобы избежать подобной ситуации, нередко приходится прибегать к таким радикальным мерам, как продажа «кризисного» банка (случай с Bear Stearns). С необходимостью обеспечения ликвидности для инвестиционных банков было связано и решение об их допуске к рефинансированию ФРС («дисконтное окно»).

Коммерческие банки (у которых размер кредитного плеча в среднем составляет около 10) имеют относительно больший запас времени

для укрепления баланса и ликвидности, поскольку они осуществляют списания только в случае наступления дефолта (например, невозврата по коммерческим кредитам), а до того будут отражать активы по номинальной стоимости. Понимая, что в конечном счете им все равно придется либо уменьшать капитал, либо проводить эмиссию акций, либо продавать активы (что непросто в условиях падающего рынка), коммерческие банки стараются максимально расширить источники привлечения капитала, одним из которых становятся средства суверенных фондов. Инвестиции из таких источников начинают играть все большую роль в капитале ведущих банков (см. рис. 7). О перспективах создания суверенного фонда говорилось и в ходе визита министра финансов США Г. Полсона в Москву в конце июня 2008 г.



Источник: ЕСВ.

Рис. 7

Если указанная тенденция сохранится, то в обозримом будущем возможны серьезные геоэкономические изменения, формирующие новую корпоративную и экономическую карту мира (способствуя появлению новых центров экономической силы, повышению роли стран БРИК и др.). Проблемы поиска новых инвесторов и источников фондирования имеют и геополитическое измерение. Многие ведущие финансовые компании и банки, исторически выступавшие важнейшим элементом национальной экономической и политической системы, могут переориентироваться на иные приоритеты, отражающие позицию новых зарубежных акционеров. Причем часто речь идет об инвестициях из стран, чьи подходы по широкому геополитическому спектру вопросов в целом могут существенно отличаться от подходов принимающей стороны (либо ресурсы могут притекать вообще из источников «неидентифицированного происхождения»), в связи с чем деятельность суверенных фондов нередко вызывает настороженность и привлекает к себе повышенное внимание регуляторов.

В силу остроты нынешнего кризиса встает вопрос о самом выживании финансовой системы, для поддержания которой мобилизуется максимально возможный набор источников и инструментов (несмотря

на снижение качества притекающего капитала, в том числе с учетом его геоэкономических обременений). При этом контроль и консолидация системы в новых условиях потребуют значительно расширить и ужесточить регулирующие подходы. Это определяется необходимостью, во-первых, исправления нарушений и перекосов на финансовом рынке; во-вторых, мониторинга проблем, связанных с усилением роли трансграничного фактора (со всеми вытекающими геополитическими рисками); в-третьих, формирования более цельной системы единых подходов при нарастающей сегментации самого финансового рынка и диверсификации его инструментов.

Так, в программе мер по реформированию системы финансового регулирования в США, подготовленной Министерством финансов в марте 2008 г., в частности, подчеркивается:

— необходимость координации действий по регулированию различных сегментов финансового рынка, поскольку «нынешняя система финансового регулирования включает отдельные регулирующие агентства, которые отвечают за различные сегменты финансового рынка»⁴, что не позволяет осуществлять регулирование при требуемом уровне координации;

— важность дальнейшего расширения функций ФРС (центрального банка) с точки зрения обеспечения стабильности всего финансового рынка, а также всей финансовой системы в дополнение к ее традиционным функциям, которые, напомним, включают в том числе и вопросы поддержания уровня занятости и экономического роста⁵.

В выступлении министра финансов США Г. Полсона перед Конгрессом 10 июля 2008 г. говорилось о предоставлении регуляторам «дополнительных чрезвычайных полномочий для ограничения влияния временных рыночных нарушений»⁶. Позднее он отмечал необходимость «повышения капитализации финансовых институтов различного масштаба»⁷.

Подчеркнем, что сама логика развития финансовой системы на современном этапе делает указанные меры очевидными. Еще в 2006—2007 гг. мы предлагали многие из аналогичных подходов⁸.

В целом, по оценкам МВФ, несмотря на некоторые успехи в области рекапитализации банков рынки остаются хрупкими, сохраняется опасность потерь и замедления экономического роста, в развитых странах ужесточаются условия выдачи кредитов⁹. Указанные процессы привлекают особое внимание, поскольку происходят на фоне 10-летнего «юбилея» событий конца 1990-х годов, когда кризисные тенденции на мировых рынках в сочетании с неблагоприятной ситуацией в российской экономике привели к кризису августа 1998 г. В условиях нынешней глобальной нестабильности важно еще раз оценить предкризисные риски конца 1990-х годов с учетом современной ситуации.

⁴ См.: *Paulson H. Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure / US Treasury. 2008. March. P. 4.*

⁵ *Op. cit. P. 15.*

⁶ См.: *Opening Statement by Henry M. Paulson / US Treasury. 2008. July 10. P. 30.*

⁷ См.: *Statement by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Financial Markets Update / US Treasury. 2008. Oct. 8. P. 2.*

⁸ См.: *Ершов М. Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. 2006. № 12. С. 35; Ершов М. Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности? // Вопросы экономики. 2007. № 12. С. 25—26.*

⁹ См.: *World Economic Outlook [update] / IMF. 2008. July.*

1998 и 2008 гг.: некоторые аналогии и различия

В предкризисные годы акцент в финансировании российской экономики был перенесен с внутренних источников на внешние. Так, если в 1994 г. расходы бюджета более чем на 90% финансировались из внутренних источников и лишь на 8% — из международных, то в 1998 г. это соотношение составило соответственно 42 и 58%. При отсутствии необходимых ресурсов на внутреннем рынке компании и банки были вынуждены привлекать средства на внешних рынках, что вело к быстрому росту корпоративного внешнего долга. Напомним, что и в последние годы он резко возрос (см. табл. 2).

Т а б л и ц а 2

Корпоративный внешний долг в российской экономике в 1993—1998 и в 2003—2008 гг. (млрд долл.)

1993	1994	1995	1996	1997	1998	2003	2004	2005	2006	2007	01.07.2008
2	4	8	14	33	30	80	108	175	262	417	488

Источники: ЦБ РФ, БЭА.

Как следствие, чистая международная инвестиционная позиция (отражающая разницу между иностранными активами и обязательствами) кредитных организаций устойчиво ухудшалась (то есть увеличивался их чистый внешний долг; см. табл. 3).

Т а б л и ц а 3

Чистая международная инвестиционная позиция банковского сектора РФ в 1994—1998 и в 2004—2008 гг. (на конец периода, млрд долл.)

1994	1995	1996	1997	01.07.1998	2004	2005	2006	2007	01.07.2008
10	4	1	-7	-8	-11	-21	-59	-118	-126

Источники: ЦБ РФ, БЭА.

В последние годы еще быстрее растет чистый внешний долг нефинансового сектора. В результате ухудшается чистая международная инвестиционная позиция РФ, по сути отражающая нетто-внешний долг всей экономики (см. табл. 4).

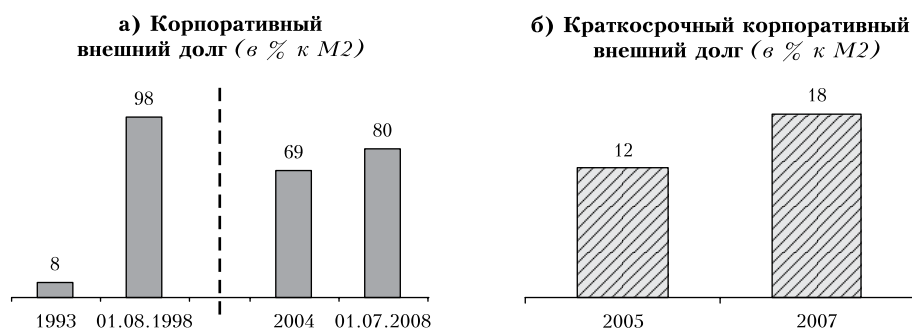
Т а б л и ц а 4

Чистая международная инвестиционная позиция РФ в 2003—2007 гг. (на конец периода, млрд долл.)

	2003	2004	2005	2006	2007
Нефинансовых предприятий РФ	-56	-117	-202	-307	-513
РФ	-10	-26	-49	-36	-127

Источники: Деньги и кредит. 2006. № 9; ЦБ РФ.

Другими словами, осуществляется масштабный приток в страну внешних финансовых ресурсов. При этом их удельный вес в денежной массе растет (см. рис. 8а), что создает дестабилизирующий потенциал (подобная ситуация наблюдалась в предкризисные периоды во многих



Источник: рассчитано по данным ЦБ РФ.

Рис. 8

странах). Тем более настораживает постепенное увеличение доли краткосрочного корпоративного долга в денежной массе (см. рис. 8б).

Важное значение имеет «длина» долга. В предкризисный период (до августа 1998 г.) средневзвешенная «длина» бумаг составляла около 150 дней. В настоящее время ситуация представляется более устойчивой, однако, во-первых, на долг со сроками менее года, по оценкам, приходится не менее 30% всей суммы задолженности (а это уже достаточно существенная величина), во-вторых, доля «коротких» долгов растет.

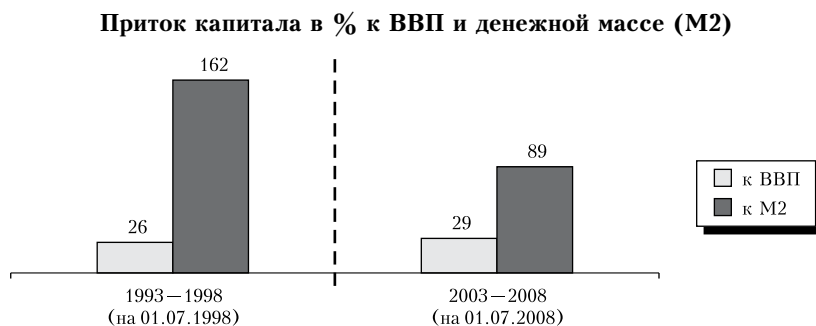
Наконец, в обоих случаях имела место отмена практически всех ограничений на движение капиталов.

На рынке ГКО существовали ограничения для нерезидентов на вывод ими валютных средств из страны. При выходе из ГКО иностранный инвестор должен был оставаться в рублях в течение трех месяцев и лишь потом мог конвертировать их в валюту и перевести ее за рубеж. Позднее этот срок был сокращен сначала до двух, а потом до одного месяца. Затем был введен так называемый режим «Т+1», который предполагал возможность репатриировать валюту на третий рабочий день. С учетом значительных объемов валютных ресурсов, которые были привлечены на рынок ГКО, такая мера повышала зависимость российской экономики от субъективных или конъюнктурных настроений иностранных участников рынка. У всех на памяти аргументы сторонников либерализации 1998 г., утверждавших, что чем либеральнее режим, тем больше инвесторов можно привлечь и тем дольше они будут оставаться на рынке, зная, что нет препятствий для ухода. В результате, однако, именно быстрый вывод средств нерезидентами спровоцировал обвал валютного и фондового рынков.

Если международные инвесторы будут искать возможность минимизировать риски при размещении средств и начнут проявлять все больший интерес к тем рынкам, которые относительно более устойчивы и имеют больший потенциал роста (в частности, к российскому), то потребуются *эффективный мониторинг притока иностранных финансовых ресурсов на российский рынок*¹⁰. К июлю 2008 г. в России уже был накоплен значительный объем иностранного капитала (см. рис. 9).

В таких условиях важно, чтобы внутренние денежно-кредитные механизмы были в состоянии эффективно нейтрализовать риски, связанные с возможностью быстрого прекращения притока средств,

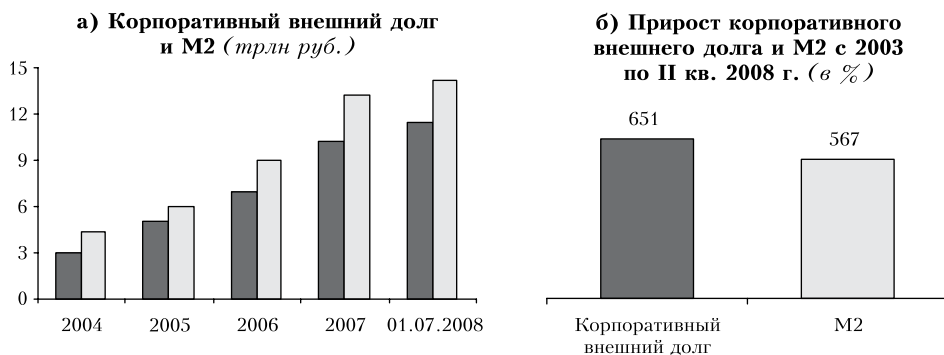
¹⁰ Подробнее см.: Еришов М. Экономический рост: новые проблемы и новые риски. С. 29.



Источники: рассчитано по данным ЦБ РФ и Росстата.

Рис. 9

а также их оттока, и создавать необходимые финансовые ресурсы в первую очередь на внутренней основе, менее зависящей от внешней конъюнктуры. Однако, по сути, сейчас денежная масса по-прежнему формируется за счет внешних источников (см. рис. 10). Подобная политика лишь усиливает потенциал нестабильности, поскольку в условиях кризиса доступ к внешнему финансированию затруднен, а финансовые ресурсы могут аккумулироваться иностранными инвесторами в своих головных банках и выводиться с российского рынка (как это уже отмечалось в ряде случаев в ходе нынешнего финансового кризиса).



Источник: рассчитано по данным ЦБ РФ.

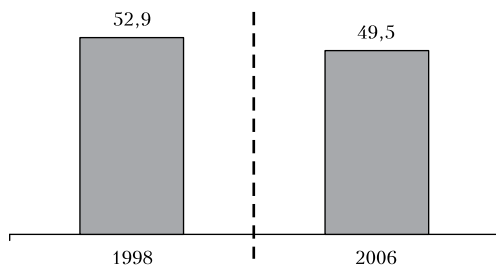
Рис. 10

Столь ли велики различия?

Мы уже указывали на некоторые отличия нынешней ситуации от периода, который предшествовал кризису 1998 г.¹¹ Вместе с тем российская экономика по-прежнему характеризуется высокой степенью износа основных фондов (см. рис. 11) и низкой диверсификацией выпуска продукции. Более того, структура экспорта существенно ухудшилась даже по сравнению с 1998 г. (см. рис. 12). Денежное

¹¹ См.: Ершов М. Указ. соч.

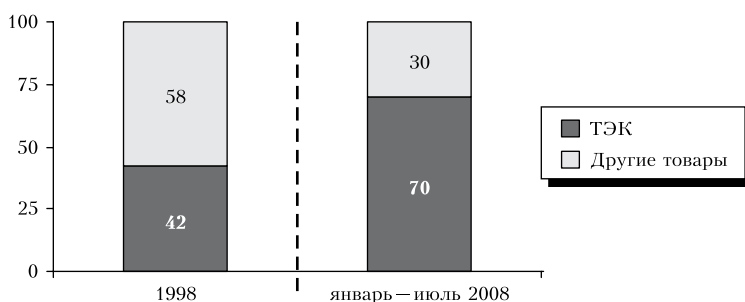
Степень износа основных фондов промышленности (в %)



Источник: рассчитано по данным Росстата.

Рис. 11

Структура товарного экспорта РФ (в %)



Источники: Росстат, МЭР, Минфин.

Рис. 12

предложение, как упоминалось выше, продолжает формироваться за счет притока ресурсов из-за рубежа, что лишь усиливает внешние риски для российской финансовой системы¹².

Остановимся на некоторых технических аспектах сегодняшней ситуации, которые отличают ее от складывавшейся перед кризисом августа 1998 г.

1. В 1998 г. большая часть внешнего долга была выражена в форме облигаций, причем «коротких»; следовательно, их продажа и репатриация средств могли сразу же отразиться на рынке. В настоящее время основной долг приходится на кредиты. Еще в 2006 г. мы указывали на риски, связанные с «возможностью изменения мировой финансовой конъюнктуры, что может привести к удорожанию финансовых ресурсов... В результате при получении новых кредитов их условия могут существенно отличаться от нынешних, что при ухудшении ситуации поставит заемщиков в трудное положение»¹³. Фактически это и наблюдается в настоящее время, когда внешнее финансирование становится более дорогим, но взятые ранее кредиты необходимо возвращать или рефинансировать.

¹² См. подробнее о недостатках таких подходов: *Ершов М.* Указ. соч. С. 23, а также: *Ершов М. В.* Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика, 2005. С. 198–201.

¹³ См.: *Ершов М.* Экономический рост: новые проблемы и новые риски. С. 30.

Причем нынешние ожидания негативного развития событий на финансовом рынке фактически более сильные, чем в кризисный период конца 1990-х годов.

2. Отметим, что размер международных (раньше — золотовалютных) резервов в настоящее время во много раз больше, чем в 1998 г., когда их величина лишь незначительно превышала 10 (!) млрд долл. В то же время и степень зависимости от внешнего финансирования сейчас также многократно возросла. Если тогда рынок ГКО составлял около 60 млрд долл. и доля нерезидентов на нем была равна примерно $\frac{1}{3}$ — около 20 млрд долл. (сумма, фактически отражавшая финансирование из внешних источников), то сейчас международная корпоративная задолженность находится на уровне около 500 млрд долл. Более того, с учетом быстрого сокращения международных резервов их величина фактически уже сопоставима с размером корпоративного внешнего долга.

3. В период перед кризисом 1998 г. бюджет сводился с дефицитом; следовательно, требовалось привлекать необходимые ресурсы (в первую очередь — внешние) для финансирования экономики. В настоящее время отмечается устойчивый бюджетный профицит. Однако здесь нужно иметь в виду два обстоятельства.

Во-первых, поддержание профицита бюджета, по сути, выступает вариантом рестриктивной экономической политики, механизмом стерилизации ресурсов, что означает недофинансирование национального хозяйства.

Во-вторых, в случае размещения соответствующих средств за рубежом, помимо международных рисков и возможных потерь (как это имело место при падении котировок акций Fannie Mae и Freddy Mac), уменьшается ликвидность в экономике и сужаются возможности финансирования в целом. В результате, так же как и в 1998 г., для финансирования роста снова требуются внешние займы.

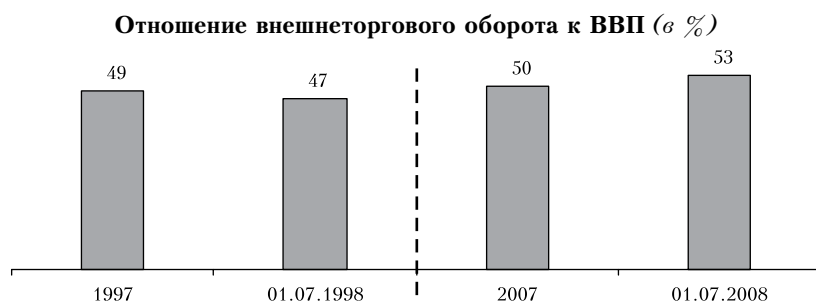
4. Еще одно отличие носит институциональный характер. В конце 1990-х годов речь шла в первую очередь о государственном долге, а сейчас — о долге корпоративного сектора, который теоретически должен сам решать свои проблемы. Однако, учитывая, что значительная часть внешних средств привлекается компаниями с государственным участием, в случае их неплатежеспособности государство будет вынуждено прийти им на выручку. Кроме того, крупнейшие заемщики (и госкомпании, и частные фирмы), как правило, важнейшие системообразующие участники экономической деятельности, проблемы которых могут распространиться на другие компании и спровоцировать масштабный кризис. Допустить их дефолт вряд ли целесообразно, а значит, потребуются вмешательство государства, использование его валютных ресурсов¹⁴.

Именно это и наблюдалось осенью 2008 г. в связи с усложнением рефинансирования внешних корпоративных займов, когда в конце сентября было принято решение об использовании возможностей ВЭБа по предоставлению кредитов коммерческим банкам в объеме не менее

¹⁴ Ершов М. Указ. соч.

50 млрд долл. для погашения их внешних займов. Сам ВЭБ, в свою очередь, будет рефинансироваться Банком России, что, очевидно, может привести к сокращению валютных ресурсов государства.

Все эти риски становятся тем более актуальными, поскольку на фоне усиления внешней нестабильности степень открытости российской экономики в настоящее время также возросла (см. рис. 13). В данной связи особую значимость приобретают вопросы обеспечения стабильности внутреннего рынка в условиях мировых кризисов.



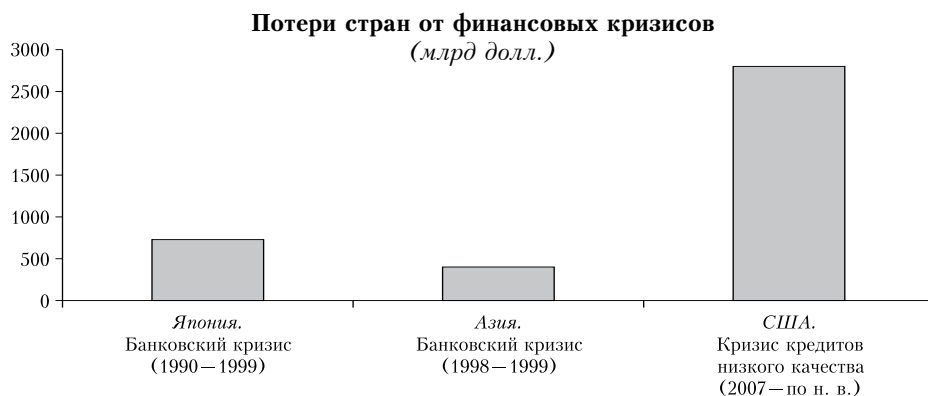
Источники: рассчитано по данным ЦБ РФ и Росстата.

Рис. 13

Некоторые перспективы

Размеры потерь от ипотечного кризиса в США уже значительно превосходят потери и от кризиса 1998 г., и от некоторых других кризисов в прошлом (см. рис. 14). Можно ожидать, что они будут возрастать, а экономическая активность — уменьшаться.

Вероятно и дальнейшее снижение цен на жилье. Только за 1 год (I квартал 2007 г. — I квартал 2008 г.) индекс S&P/Case Shiller, отражающий положение на жилищном рынке США, продемонстрировал самое большое снижение за 20 лет: оно составило почти 15%. Кроме того, сами выданные ипотечные кредиты в США и в ряде других стран



Источники: по данным IMF, Bank of England на октябрь 2008 г.

Рис. 14

характеризуются высоким значением показателя «кредиты/зalog» (LTV), часто достигающим 75—80% (см. рис. 15). Любое существенное снижение стоимости жилья увеличит возможность дефолта (со всеми вытекающими последствиями) как на корпоративном, так и на потребительском уровне и может привести к новым списаниям и сокращению потребительского спроса.



Источник: WEO, April 2008.

Рис. 15

Что можно ожидать в течение ближайшего года?

1. Указанные тенденции, очевидно, будут поддерживать нестабильность на финансовых рынках, сохранять жесткими условия привлечения новых займов, замедлять темпы экономического роста в ведущих экономиках, влияя на остальной мир. (Так, удорожание заимствований было одной из причин снижения темпа роста инвестиций в российской экономике более чем на 30% в первом полугодии 2008 г.)

По оценкам министра финансов США Г. Полсона, оздоровление нынешней ситуации займет месяцы. Комментируя кризисные события в сентябре 2008 г., он указал на существование «вероятности того, что значительная часть коррекции на рынке жилья... может произойти не через 2—3 месяца, но в течение нескольких месяцев»¹⁵. Однако с учетом масштаба проблем, с которыми сталкивается американская финансовая система, а также мер, необходимых для нормализации положения, для ощутимой стабилизации рынка потребуется более продолжительное время, и в целом указанные проблемы еще долго будут служить источником негативных процессов в американской экономике.

Кроме того, из-за сложности и распыленности производных инструментов трудно точно определить их держателей, оценить реальную стоимость деривативов и, как следствие, возможные объемы будущих потерь. Даже в условиях нормально функционировавших в прошлом рынков нередко можно было лишь приблизительно установить объективный уровень рыночной цены производных инструментов. Поэтому

¹⁵ См.: Press Briefing by Dana Perino and Secretary of the Treasury Henry Paulson. 2008. Sept. 15. P. 4. // www.whitehouse.gov.

и участники рынка, и регуляторы не в состоянии точно оценить возможные масштабы дальнейшего падения стоимости деривативов, что делает ситуацию еще более неустойчивой.

По указанной причине предложенный США пакет стабилизационных мер в 700 млрд долл. для выкупа государством проблемных активов (уже частично пересмотренный) может оказаться недостаточным. Кроме того, реализации этих мер будут препятствовать неполная проработка необходимых деталей, а также возможные нарушения и злоупотребления, что лишь усилит нестабильность финансовой системы.

2. На самом фондовом рынке возможны периоды повышенной волатильности, что вынудит регуляторов использовать запретительные или ограничительные меры. Так, именно из-за повышенной волатильности центральные банки ряда стран в очередной раз ввели ограничения на проведение так называемых «коротких» операций (они позволяют реализовывать бумаги, которых у продавца фактически нет, но он намерен купить их на рынке по менее высокой цене, если ожидается падение). Такие операции — важнейший элемент спекулятивных сделок, они часто дестабилизируют рынки. Осенью 2008 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США ввела временный запрет на осуществление подобных сделок с акциями 799 компаний. Напомним, что похожие ограничения по «коротким» операциям регуляторы США применили и в период рыночного шока в сентябре 2001 г. Аналогичные меры приняли и российские регуляторы.

3. Скорее всего проблема ликвидности сохранится как для отдельных финансовых компаний ряда стран, так и для мировой финансовой системы в целом. Хотя предпринимаемые регуляторами меры по поддержанию рынков смягчают остроту ситуации, но весь масштаб списаний и потерь вряд ли станет очевиден в ближайшие месяцы. Более того, по мере прояснения ситуации эта картина, вероятно, будет лишь усложняться.

4. Высока вероятность усиления инфляционных тенденций в первую очередь в самих США, поскольку планируемые меры поддержки американской экономики будут означать и рост бюджетного дефицита (он может приблизиться к 1 трлн долл.), и увеличение госдолга (до уровня свыше 11 трлн долл.). Другие страны также столкнутся с данной проблемой.

5. Нестабильность финансовых рынков и всей экономики США может повысить нестабильность и американской валюты. В динамике ее курса (в отсутствие специальных мер поддержки) могут проявиться понижающие тенденции. В настоящее время в условиях кризиса ликвидности обилие долларов в мире делает их наиболее доступными и востребованными, в связи с чем курс американской валюты повышается. Однако в среднесрочном плане кризисные процессы в американской экономике в целом и связанные с этим тенденции — снижение процентных ставок (достигших к концу октября 2008 г. 1%), усиление инфляции и др. — должны оказать понижающее давление на курс доллара. Этому же будет способствовать возможное ослабление позиций доллара в мире в целом (в том числе за счет отказа, полного или

частичного, от привязки к доллару валют ряда стран—экспортеров нефти, возможного сокращения использования доллара в резервах и расчетах Китаем и рядом нефтедобывающих стран). При этом общий потенциал долларовой нестабильности, заложенный в механизмах и уровне обеспеченности самой американской валюты, в условиях финансовой турбулентности лишь возрастает¹⁶.

6. На фоне обостряющихся проблем на рынке жилья и кризиса в финансовой сфере высока вероятность распространения кризисных тенденций на другие сферы и экономику в целом. Очевидно, снижение цен на дома в США, помимо проблем с обеспечением кредитов, одновременно уменьшит уровень доходов и богатства домашних хозяйств (*household wealth*). При стоимости жилищных активов в США около 20 трлн долл. даже 20-процентное снижение цен на жилье может сократить потребительские расходы на 1,5% ВВП, что с учетом мультипликативного эффекта повысит вероятность спада в американской экономике¹⁷. Как следствие, это может привести к замедлению темпов роста всей мировой экономики. В результате ускорятся процессы перегруппировки мировых центров силы с дальнейшим возрастанием роли стран БРИК в целом и России в частности, как их важного участника.

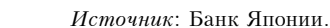
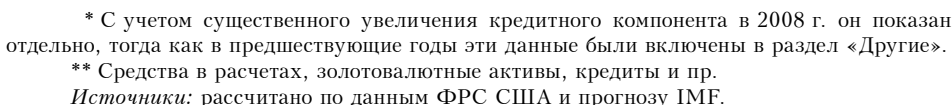
7. Очевидно, монетарные власти развитых стран (в первую очередь США) будут вынуждены перейти к использованию новых механизмов формирования денежной базы. Уже в первые месяцы 2008 г. ФРС, по сути, отошла от модели обеспечения денежного предложения с преобладанием бюджетного элемента — этот подход применялся в США в течение последних более чем десяти лет. Однако в кризисных условиях резко возросло значение таких каналов предоставления денежных ресурсов, как рефинансирование, чрезвычайные кредиты и иные источники средств (см. рис. 16).

В будущем, по мере консолидации источников фондирования в рамках бюджетных механизмов, в том числе при включении в него источников антикризисной поддержки, роль бюджетного фактора в формировании денежной базы может снова повыситься. Однако с учетом принципиальной важности механизмов рефинансирования как источника текущей ликвидности их большее, чем прежде, значение, вероятно, сохранится. Отметим, что в случае с Японией подобные, более смешанные, подходы практикуются уже с начала 2000-х годов (см. рис. 17).

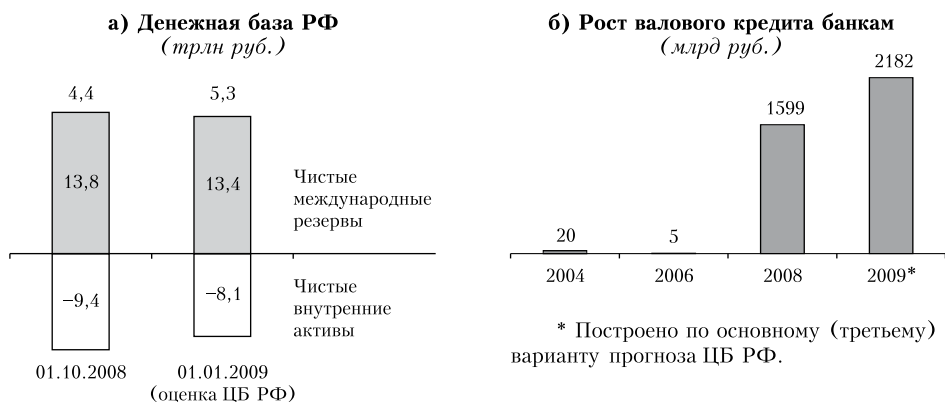
В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг.», которые были пересмотрены ЦБ РФ с учетом кризисных событий, также заплани-

¹⁶ В связи с этим еще в 2000 г. нами делались прогнозы относительно того, что «перспективы доллара и, как следствие, всей мировой валютной системы в целом выглядят в настоящее время весьма проблематично». «Накопленные перекосы и нарушения создают предпосылки для кризисных явлений». В связи с этим «мировая валютная система стоит перед реальной перспективой полномасштабного валютного кризиса» (см. Ершов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: кризисный опыт конца 90-х. М.: Экономика, 2000. С. 40, 45).

¹⁷ См. некоторые оценки в: *Feldstein M.* The speech at Federal Reserve Jackson Hole symposium // *Finfacts.com*. 2007. Sept. 3.



«Вопросы экономики», № 12, 2008



Источник: а) Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг. / ЦБ РФ.

Рис. 18

Возможные меры

1. Необходимо предотвратить распространение финансового кризиса на реальную экономику. В этих целях нужно использовать широкий набор мер по стимулированию спроса и обеспечению поступления ресурсов в приоритетные сферы.

Для решения задач улучшения качества роста целесообразно вновь рассмотреть вопрос о снижении НДС как эффективного рычага, обеспечивающего не только возможность роста, но и повышение его качества. При том что (как и любое снижение налогов) оно обеспечит дополнительный спрос и, как следствие, экономический рост, главными получателями выгоды от снижения НДС будут отрасли с высокой добавленной стоимостью, что сделает их «локомотивами» такого роста, смещая центр тяжести с сырьевых отраслей к отраслям с более высокой степенью переработки.

2. Требуется целевая системная политика по формированию и управлению денежными ресурсами в экономике. Она должна в первую очередь опираться на внутренние источники и механизмы создания ресурсов, что особенно важно в условиях глобальной нестабильности. Внешние источники фондирования необходимо постепенно заместить внутренними.

3. Чтобы увеличить приток ресурсов в приоритетные сферы, целесообразно использовать нормативы и иные регулирующие меры, способствующие формированию оптимальной структуры балансов и создающие стимулы для направления средств в приоритетные отрасли. В целом денежное предложение следует в значительной мере осуществлять в соответствии с приоритетами структурной политики.

4. Нужен тщательный мониторинг движения капиталов, причем не только из страны, но и, что не менее важно, в страну. При этом нельзя руководствоваться формальными принципами — «любые инвестиции хороши» и «чем больше — тем лучше». В современных условиях следует уделять внимание качеству капитала, срокам, характеру и направлениям его использования, обеспечивая соответствие указанных параметров экономическим приоритетам.

5. Необходимо использовать нормативы, более жестко регулирующие объемы корпоративных внешних заимствований, одновременно формируя условия и механизмы внутреннего рынка, создающие достаточный объем финансовых ресурсов.

6. Нужно укреплять банковский сектор как основу национальной финансовой системы, способствовать росту его капитализации. Важно повысить роль механизмов рефинансирования, которые могут предоставлять и мгновенную, и системную ликвидность, а также расширить внутреннюю базу формирования денежного предложения. Для поддержания стабильности финансового рынка целесообразно облегчить доступ к рефинансированию, включая участников фондового рынка.

7. Оказывая поддержку банкам, надо одновременно принимать меры по их санации и оздоровлению. Следует упростить процедуры их слияний и поглощений.

8. Важно обеспечить диверсификацию инструментов российского фондового рынка, превращая его в реально действующий механизм, способствующий поступлению средств в необходимые сферы. Нужно стимулировать увеличение национального компонента фондового рынка и уменьшение его спекулятивной направленности.

9. Необходим четкий контроль за развитием активных и пассивных операций финансовых институтов, использованием балансовых и забалансовых инструментов, за обеспечением адекватного уровня качества активов и пассивов.

10. В условиях либерализации экономики требуются антикризисные механизмы, способные нейтрализовать действие внешних шоков. Эти меры должны прежде всего касаться фондового рынка и банковского сектора, как наиболее быстро реагирующих на кризис, а также всей экономики. Возможны меры по ограничению спекулятивного давления на рынок («коротких» операций, кредитного плеча и др.), механизмов обратного выкупа (buy-backs), а также создание специнститутов и спецфондов, средства которых могут использоваться при наступлении кризисных событий.

11. В случае сокращения объемов валютных резервов до пределов, создающих угрозу финансовой устойчивости экономики страны, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль можно вернуться к практике обязательной продажи валютной выручки, а также использования нормативов валютной позиции, лимитов и иных мер, уменьшающих спекулятивный спрос на валютном рынке.

12. ЦБ должен стать реальным кредитором последней инстанции при одновременном расширении его функций, включая поддержку экономического роста и занятости и выполнение задач ведущего антикризисного института.

13. Требуется выработка целевой стратегии внешних инвестиций, обеспечивающих повышение роли России во внешнем мире, уделяя первоочередное внимание системообразующим сферам и объектам вложений.

14. Следует продолжить работу по формированию экономических и правовых условий создания в Москве международного финансового центра. Здесь важную роль должен сыграть недавно созданный при Президенте РФ Совет по развитию финансового рынка РФ.

15. Необходимо начать подготовку к осуществлению расчетов за ряд российских экспортных товаров в рублях, формируя основу для превращения рубля в международную валюту расчетов и ценообразования (на первом этапе — в масштабах СНГ)¹⁸.

16. Российская финансовая система должна регулироваться на основе единых подходов и опираться на скоординированные шаги со стороны экономических властей. Причем решения по ключевым вопросам надо принимать на высоком надведомственном уровне.

17. Для обеспечения координации при выработке глобальных антикризисных шагов, а также с точки зрения позиционирования системообразующего положения России с учетом ее возросшей роли в мировой экономике нужно полноценно включиться в работу международных механизмов регулирования (в рамках G-8, G-20 и др.). При этом (как и любые другие меры межстрановой координации) указанные подходы должны в решающей степени учитывать национальные интересы России и отвечать задачам укрепления ее внутренних и внешних позиций.

* * *

События, которые произошли в мире за последний год, дали мощный импульс процессам формирования качественно иных геоэкономических и геополитических основ глобальной финансовой системы. Ослабление ряда ведущих экономик и угроза распространения кризиса на другие страны потребовали от многих из них принять антикризисные меры в отношении отдельных финансовых компаний и финансовой системы в целом. Еще больше возросла значимость дополнительных источников финансирования, а также создания эффективных механизмов формирования финансовых ресурсов, которые могли бы не допустить всеобъемлющего развития кризисных процессов и создали бы дополнительные стабилизирующие точки опоры в мировой экономике. Сейчас появляется уникальная (по историческим меркам) возможность сформировать качественно иные подходы и механизмы, которые могут обеспечить устойчивое развитие России в условиях затяжной глобальной нестабильности, усиливая ее международные позиции и превращая ее в один из важных центров экономического и политического влияния в мире. Эту возможность необходимо использовать.

¹⁸ См.: Ершов М. Об актуальных экономических задачах // Вопросы экономики. 2004. № 12. С. 9–11.