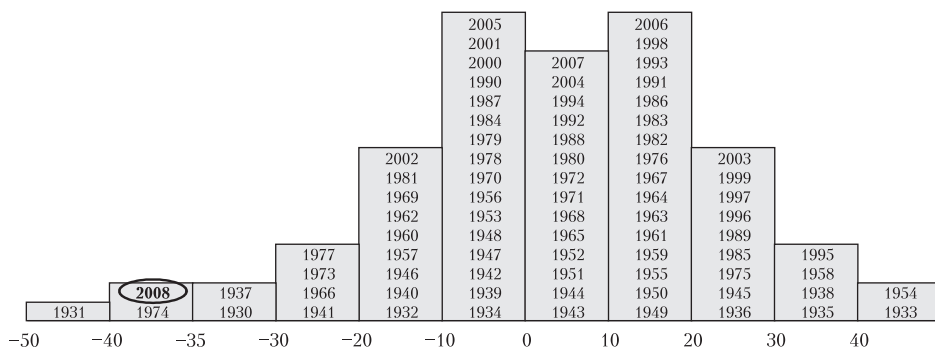


МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС: ГОД СПУСТЯ*

В сентябре исполнился год с момента объявления о банкротстве американского банка Lehman Brothers. В условиях углубления глобальных дисбалансов, накопившихся в мировой экономике, это событие стало своего рода «спусковым крючком», положившим начало масштабной системной коррекции рынков, принципиальным изменениям регулирующих подходов, пересмотру ряда основ современной рыночной архитектуры и самой идеологии рынка.

Падение американского фондового рынка было одним из самых глубоких за всю историю наблюдений (см. рис. 1). При этом поведение других рынков было в целом аналогичным, а в случае с российскими акциями, котировки которых упали сильнее, чем в других странах (см. рис. 2), ситуация лишь выявила болевые точки отечественной экономики и фондового рынка. Это большая зависимость рынка от иностранных инвесторов и международных источников финансирования в целом, преобладание спекулятивных инвесторов над страте-

Динамика индекса Dow Jones в 1930—2008 гг. (в %)*



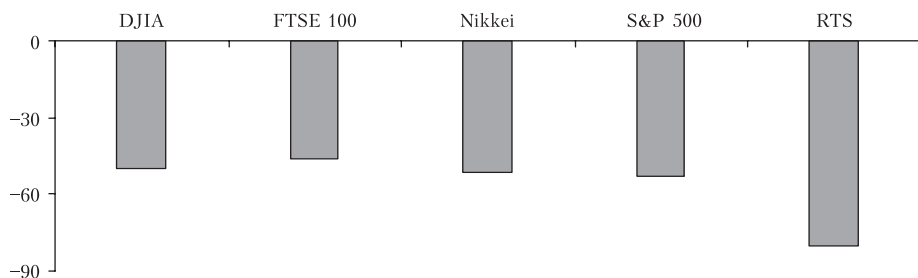
* Темпы прироста; в реальном исчислении в ценах 2000 г.

Источник: рассчитано по данным NYSE.

Рис. 1

* Статья отражает личное мнение автора.

**Снижение индексов с максимального значения в 2008 г.
(в течение первого полугодия) до минимального в I кв. 2009 г. (в %)**



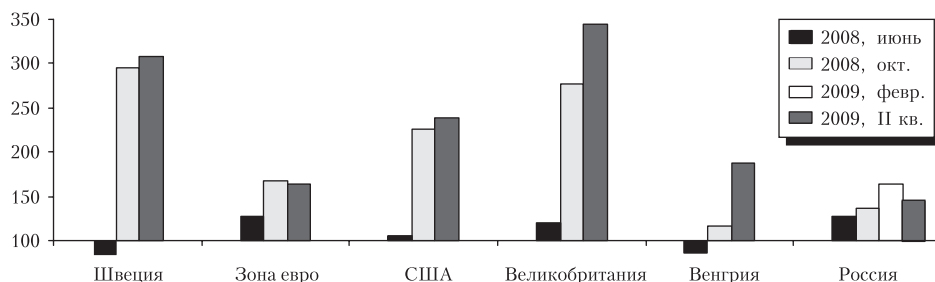
Источник: рассчитано по данным finance.yahoo.com.

Рис. 2

гическими, слабая диверсификация рынка, недостаточность мер по регулированию финансовых потоков и т. д.¹

Острота проблем обусловила беспрецедентное по своим масштабам и скорости вмешательство регуляторов в большинстве стран. Для стабилизации экономик широко использовались денежно-кредитные инструменты, что привело к существенному увеличению балансов центральных банков ведущих государств (см. рис. 3).

Динамика балансов центральных банков (июнь 2007 г. = 100)



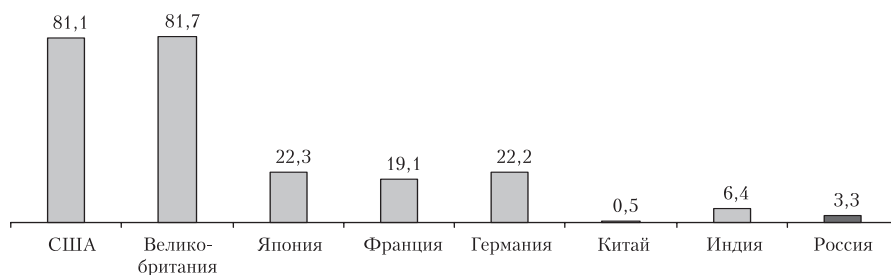
Источники: WEO / IMF. Oct. 2009; рассчитано по данным ЦБ РФ.

Рис. 3

Если в период Великой депрессии в США эпицентром риска был сектор домашних хозяйств (граждане совершали «набеги на банки» и осуществляли масштабное изъятие вкладов, что привело к коллапсу финансовой системы), то в настоящее время первоисточником риска и возможной паники стал сам финансовый сектор. Вслед за падением цен на рынке жилья и обострением проблем «субстандартных» кредитов финансовые компании и банки начали закрывать позиции друг на друга, отказывать в возобновлении кредитов, что усилило общий эффект «демультипликатора», ведущего к сжатию финансовых ресурсов (deleveraging), увеличению риска неплатежей и банкротств. В этой ситуации главным объектом мер по обеспечению бесперебойной работы рынков оказалась именно финансовая сфера (см. рис. 4).

¹ См.: Ершов М. Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности? // Вопросы экономики. 2007. № 12.

Поддержка финансового сектора (в % к ВВП)



Источники: Trade and Development Report / UNCTAD. 2009; IMF; рассчитано по данным premier.gov.ru; Росстат.

Рис. 4

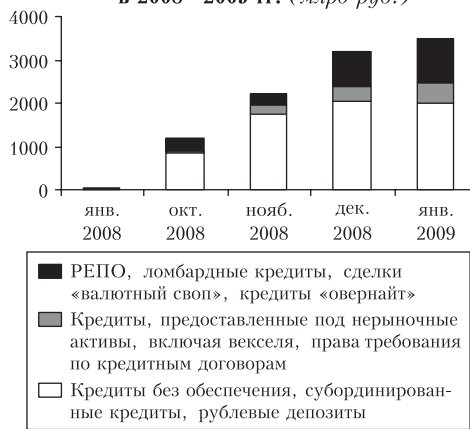
О новых подходах

Степень рисков была столь высока, что ряд ведущих стран были вынуждены существенно изменить рамки и структуру своих денежно-кредитных подходов (см. рис. 5). На ранних этапах использовались как снижение процентных ставок, так и дополнительный приток ликвидности в экономику по всем каналам денежно-кредитных механизмов. При этом масштаб мер оказался на порядок значительнее, чем в прошлом.

На более позднем этапе проведения антикризисных мер (когда процентные ставки опустились до более низких уровней) главным рычагом регуляторов стала политика «количественных послаблений». Она фактически означала масштабное вливание финансовых ресурсов в экономику.

Уже есть примеры, когда в ситуации «ловушки ликвидности» при низком уровне ставок дальнейшее увеличение ликвидности приводит к отрицательным процентным ставкам. Это имело место, например, в Швеции, центральный банк которой установил отрицательные ставки по депозитам коммерческих банков в центробанке.

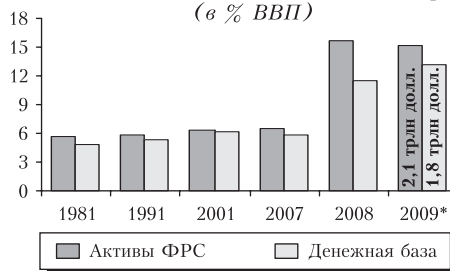
Ликвидность, предоставленная ЦБ РФ в 2008—2009 гг. (млрд руб.)*



* Без учета субординированных кредитов Сбербанку.

Источник: ЦБ РФ.

Активы ФРС и денежная база доллара (в % ВВП)



* По состоянию на начало октября 2009 г.

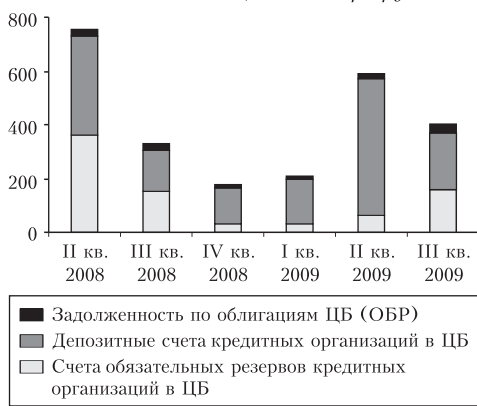
Источники: ФРС США; рассчитано по данным ФРС США и Bureau of Economic Analysis.

Рис. 5

По окончании острой фазы кризиса многие банки стремятся уменьшить свою зависимость от помощи регуляторов, поскольку она нередко сопряжена с относительной утратой экономической автономности и переходом части акций под контроль регуляторов. Наряду с чисто экономическими причинами это также объясняло сдержанное отношение российских банков к инициативам регуляторов по увеличению капитализации путем обмена привилегированных акций банков на облигации федерального займа (ОФЗ). В целом многие программы в разных странах — TARP и др. — постепенно сворачиваются. По данным ЦБ РФ, в феврале 2009 г. объем задолженности по беззалоговым кредитам составлял около 1,9 трлн руб., а к сентябрю он сократился почти до 0,44 трлн руб.² Доля средств ЦБ РФ в пассивах банков также существенно снизилась (см. рис. 6).

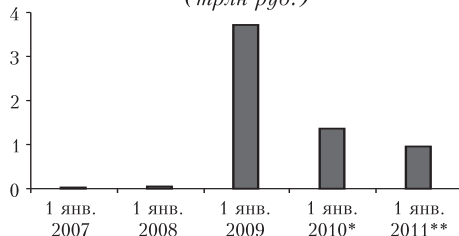
В сочетании с использованием различных стерилизационных механизмов это в итоге привело к заметному уменьшению денежной массы в российской экономике. При этом в США рост ликвидности носил более системный характер и денежная масса устойчиво увеличивалась (см. рис. 7). Снижение мультипликатора отражает общее замедление финансовых процессов (кредитования, инвестирования), а также некоторый рост доли наличных денег (что характерно для периодов финансовой неопределенности).

Абсорбирование банковской ликвидности ЦБ РФ (млрд руб.)



Источник: рассчитано по данным ЦБ РФ.

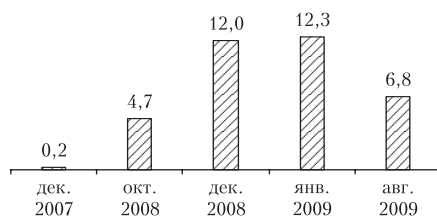
Валовой кредит банкам (трлн руб.)



* Оценка ЦБ РФ; ** Прогноз ЦБ РФ, основной (второй) вариант денежной программы от 2009 г.

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики / ЦБ РФ (за соответствующие годы).

Доля средств ЦБ РФ в пассивах банковского сектора (в %)

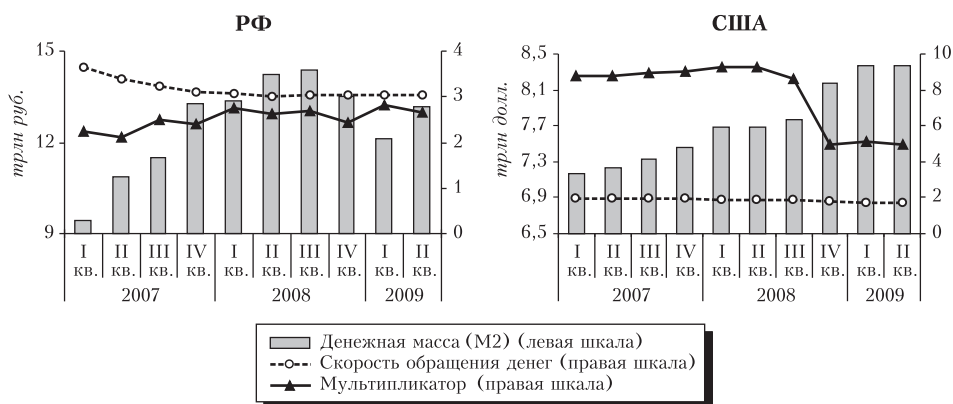


Источник: ЦБ РФ.

Рис. 6

² См.: Выступление Председателя Банка России С. М. Игнатьева в Государственной думе РФ 16 сент. 2009 г. // Деньги и кредит. 2009. № 10. С. 3.

Денежная масса, скорость обращения денег и мультипликатор



Источники: ЦБ РФ; рассчитано по данным ЦБ РФ.

Источники: ФРС США; рассчитано по данным ФРС США и Bureau of Economic Analysis.

Рис. 7

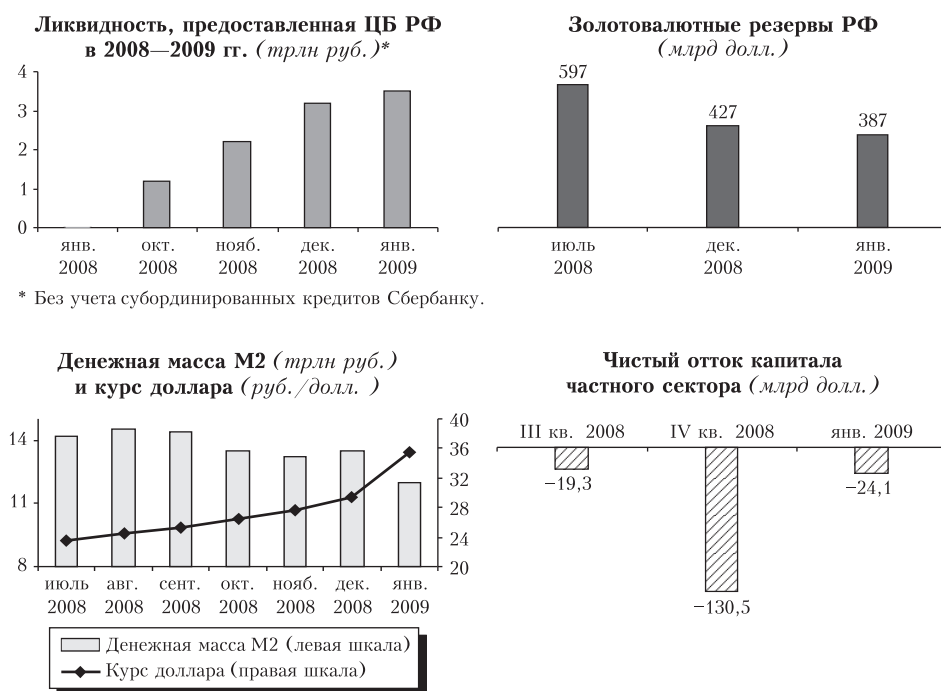
Отметим также новые измерения, которые приобретает сама денежно-кредитная политика. Целевое предоставление средств конкретным компаниям и банкам — что масштабно происходило в период кризиса — по сути, выступает элементом промышленной политики. В связи с этим осуществление денежно-кредитной политики в сочетании с антикризисными мерами в развитых экономиках позволило говорить о формировании своего рода «денежно-промышленной» политики, которая означает реализацию денежных подходов в увязке с промышленными приоритетами — ее отраслевыми и корпоративными элементами.

Развитие событий высветило еще один важный вопрос: как осуществлять монетизацию экономики и ее пополнение финансовыми ресурсами в условиях открытости и либерализации движения капиталов? В России тенденция к росту ликвидности в конце 2008 — начале 2009 г. сопровождалась сокращением международных резервов, усилением оттока капиталов, что вызвало обесценение рубля и, как следствие, — сокращение денежной массы (см. рис. 8).

В более широком плане для многих стран возникает вопрос о регулировании финансовых потоков, причем как в международном, так и во внутриэкономическом аспектах. В связи с этим на международном уровне, естественно, ставятся вопросы о соблюдении национальных приоритетов при использовании средств налогоплательщиков. «От финансовых институтов все больше ожидают обслуживание внутренних интересов, и возникает своего рода „финансовый национализм“, — подчеркивал председатель Банка Японии на конференции ФРС в августе 2009 г.³ Даже такие представители «финансового нейтралитета», как Швейцария, с началом кризиса использовали набор мер по стимулированию своих банков, направленных на более интенсивное кредитование внутренних проектов по сравнению с внешними.

³ См.: Shirakawa M. International Policy Response to Financial Crises. Remarks at the Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole, Wyoming, 2009. Aug. 22. P. 5.

Монетизация российской экономики в условиях открытости



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 8

Несмотря на различия экономик многих стран, там тем не менее возникают схожие процессы сегментации финансовых потоков, когда ресурсы замыкались в узких рамках, а трансмиссионный механизм перетока средств фактически не работал. Хорошо известно, что в условиях кризиса не функционировал межбанковский рынок (Великобритания, США, Россия и др.), и нередко требовались вмешательство и поддержка центральных банков для возобновления его работы. Финансовые ресурсы часто не доходили до предприятий реального сектора экономики, а если и доходили, то получатели могли использовать их не в производственных, а в финансовых целях (например, для покупки валюты).

Напомним, что советская и российская экономики сталкивались с сегментацией финансовых потоков, обусловленной либо регулирующими причинами (в том числе разграничением безналичного и наличного денежного оборота с ограничениями по переходу средств из одной формы в другую, как это имело место, например, в СССР), либо условиями на рынке. Последнее наблюдалось в предкризисный период во второй половине 1990-х годов, когда при низком уровне монетизации экономики имеющиеся свободные денежные ресурсы направлялись не в реальный сектор, а на рынок ГКО—ОФЗ, что еще больше обостряло проблему денежной трансмиссии и перетока финансовых ресурсов. При этом к денежной массе можно было отнести как ее традиционные элементы, так и суррогаты, бартер, неплатежи, компенсировавшие реальное сжатие денежных ресурсов.

В таких условиях важно продолжить усилия по созданию эффективных механизмов, обеспечивающих необходимое движение финансовых потоков. При этом следовало бы использовать как «целевые»

формы рефинансирования (под обеспечение векселей предприятий определенного рейтинга), так и иные инструменты, например региональные бумаги, которые будут способствовать межотраслевому или межтерриториальному перетоку средств. Можно предоставлять дополнительные ресурсы с последующим «целевым обременением», определяющим характер использования ресурсов.

О протекционизме

В условиях финансовых трудностей возрастает вероятность протекционизма. Если международные «правила игры» требуют неких заверений о недопустимости таких подходов, то на внутреннем уровне оценки не столь однозначны. Министр финансов США Т. Гейтнер заявил, что регулирование — это суверенная прерогатива: «Мы не намерены уступать кому-либо ответственность за определение баланса стабильности и эффективности, который необходим для наших рынков»⁴. После согласования декларации по итогам встречи «большой двадцатки» в Питтсбурге 24—25 сентября 2009 г., в которой говорилось о важности борьбы с протекционизмом, США приняли меры по ограничению торговли с Китаем в области поставок автомобильных шин, что может вызвать ответные шаги и привести к новому витку торговых конфликтов. В целом, как справедливо подчеркивал А. Гринспен, «нельзя иметь свободную мировую торговлю, когда сильно зарегулированы национальные рынки»⁵. В условиях ужесточения регулирования и роста нестабильности вопрос о прямых или опосредованных формах протекционизма будет постоянно в поле зрения регуляторов.

В декларации «большой двадцатки» отдельно отмечена недопустимость финансового протекционизма, особенно мер, ограничивающих мировое движение капиталов, в первую очередь в развивающиеся страны. Очевидно, эмитируемые средства будут искать сферы своего приложения в новых условиях, и для держателей этих средств желательно, чтобы возможности их использования не были ограничены. Понятно, что при этом возможен как приток средств на фондовый рынок с последующим ростом (не исключено, краткосрочным) котировок, так и поступление более долгосрочных, инвестиционных ресурсов.

В то же время для потенциальных получателей важно взвешенно оценивать поступающие ресурсы, исходя не из формальных принципов «любые ресурсы хороши» и «чем больше, тем лучше». Следует четко представлять характер их использования, сроки нахождения в стране и режим репатриации⁶.

В ведущих странах эти вопросы находятся под тщательным контролем. Напомним о созданном в 2007 г. комитете по иностранным инвестициям в США, который регулирует приток инвестиций в страну. В его состав наряду с четырьмя экономическими министрами также входят министр обороны, министр национальной

⁴ Financial Times. 2009. March 30.

⁵ BBC. 2009. Sept. 8.

⁶ Например, в условиях кризиса Китай увеличил до пяти лет срок, по истечении которого иностранные инвесторы могут продавать акции китайских банков.

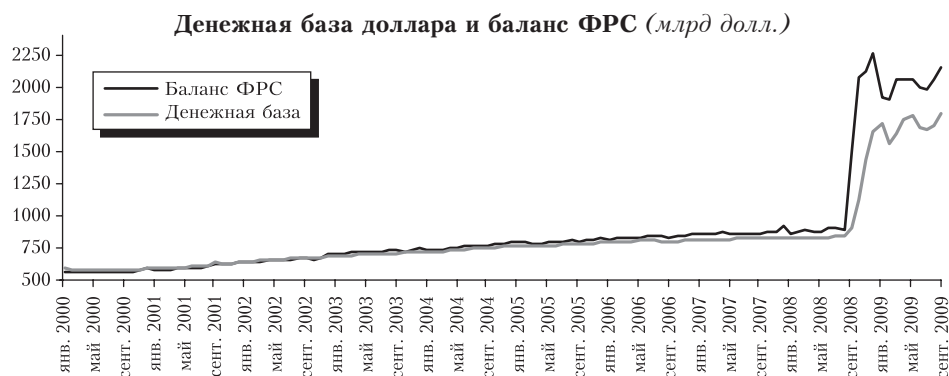
безопасности, генеральный прокурор, директор национальной разведки, государственный секретарь. Это говорит о том, что в условиях новых рисков данная проблема имеет геоэкономический и стратегический характер.

Поддержка, оказываемая американскими регуляторами финансовому сектору, может привести к выходу проблем за его пределы и к их возможной трансформации в сложности общеэкономического плана. Кроме того, в дальнейшем внутриэкономические проблемы американской экономики могут спровоцировать системные валютные проблемы уже на международном уровне. О полной картине и глубинных взаимосвязях происходящего сейчас говорить пока сложно, но в любом случае указанная проблема требует тщательного мониторинга.

Межстрановая координация очень важна для повышения конечного эффекта совместных антикризисных мер. Особенно следует избегать односторонних действий тем странам, чьи валюты свободно конвертируемы, а потому могут оказать сильное воздействие на мировую экономику.

Возможные последствия решений ФРС

Еще в марте 2009 г. ФРС приняла решение о дополнительном выкупе больших объемов ценных бумаг с рынка. Это предполагает почти 50-процентное увеличение баланса ФРС (см. рис. 9), который превысит 3 трлн долл. Такие планы сразу вызвали существенное падение доллара по отношению к евро и ряду других валют, рост цен на золото, серебро и нефть.



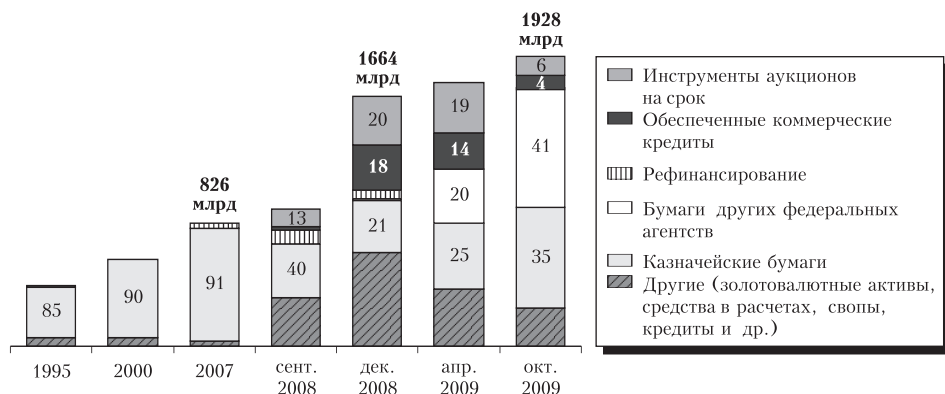
Источник: ФРС США.

Рис. 9

Предусмотрено, что помимо выкупа ипотечных бумаг одним из каналов увеличения баланса ФРС станет покупка ею казначейских облигаций. Эта практика широко используется в течение многих лет, в первую очередь при формировании денежной базы — основы как баланса, так и всей денежной массы (см. рис. 10).

Однако из-за кризиса ФРС пришлось не только существенно увеличить саму денежную базу (фактически в два раза), но и кардинально изменить ее структуру. Управляемость денежными потоками

Структура денежной базы доллара (млрд долл. и %)



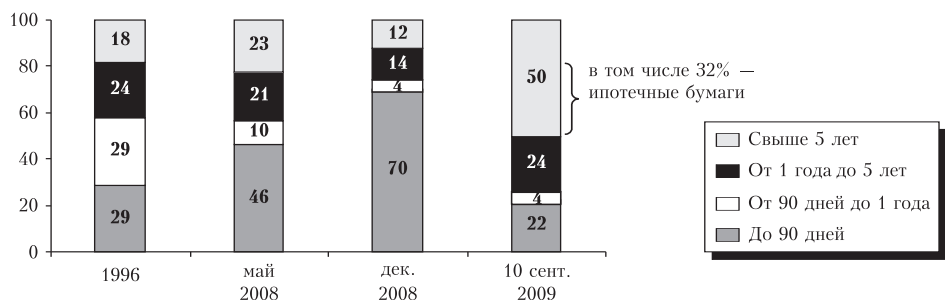
Источники: ФРС США; рассчитано по данным ФРС США.

Рис. 10

и предсказуемость их динамики в новых условиях снижаются. Более того, рост денежной базы и, как следствие, денежной массы должен быть связан с соответствующим ростом ВВП, чего в кризисный период, естественно, не наблюдалось.

Отметим при этом изменение денежной базы по срокам формирующих ее компонентов. В течение многих лет эмиссия осуществлялась под «длинные» инструменты (на которые приходилось не менее 40% всей денежной базы). Это позволяло формировать более устойчивую долгосрочную основу финансовых ресурсов в экономике. В острой фазе кризиса на первый план вышли «короткие» инструменты для предоставления рынку чрезвычайных средств. Однако уже к середине 2009 г. компонент «длинных» ресурсов вновь стал преобладать (на инструменты сроком свыше 1 года приходится более 70% всего портфеля ФРС). Отметим, что большую часть «длинных» бумаг теперь составляют выкупленные с рынка ипотечные бумаги, что было необходимо для поддержания данного сегмента рынка. И хотя в целом (с поправкой на ипотечные инструменты) доля «длинных» бумаг вернулась к обычным уровням середины 1990–2000-х годов, баланс ФРС выглядит менее устойчивым, чем раньше (см. рис. 11).

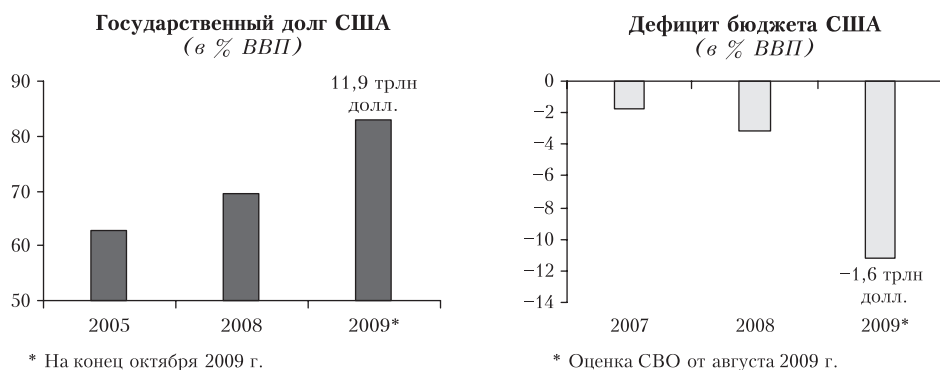
Структура денежной базы доллара по срокам (в %)



Источник: рассчитано по данным ФРС США.

Рис. 11

В настоящее время наблюдается резкий рост дефицита бюджета и величины государственного долга США (см. рис. 12). Попытки решить эти проблемы могут привести к новым кризисам и обусловить новые риски.



Источники: рассчитано по данным US Treasury; Congressional Budget Office (CBO).

Рис. 12

О новых взглядах на ФРС и ее будущую роль

Чрезвычайность ситуации и накопленные в американской экономике диспропорции вынудили власти США объявить в июне 2009 г. о реформе финансового регулирования. Сначала президент Б. Обама, а затем министр финансов Т. Гейтнер представили развернутую программу новых подходов (которую еще предстоит принять). Она предполагает существенное изменение «весовых категорий» регуляторов: теперь главенствующую роль часто будет играть не ФРС, а Казначейство (министерство финансов) США. Это сразу заставило говорить об ослаблении многолетней независимости самой ФРС и превращении ее в ряде случаев фактически в функциональное подразделение Казначейства. Так, в частности, предусматривается:

- создание Наблюдательного совета по финансовым услугам — Financial Services Oversight Council (возглавляется Казначейством; включает основных федеральных регуляторов, в том числе ФРС);

- создание Национального банковского надзорного органа — National Bank Supervisor (на правах самостоятельного агентства, имеющего отдельный статус в рамках Казначейства), который будет отвечать за федеральные депозитные учреждения. Укажем, что данные функции, скорее, должны быть прерогативой ФРС, а потому это можно рассматривать как перенос центра тяжести в регулировании в пользу Казначейства;

- новые полномочия самой ФРС, которая теперь должна осуществлять надзор не только за банками, но и за другими компаниями, положение которых может представлять угрозу для финансовой стабильности. Столь масштабные функции могут существенно затруднить работу ФРС, по сути делая ее ответственной за финансовые сбои в корпоративном секторе в целом;

— ограничение возможностей ФРС по предоставлению чрезвычайных кредитов и необходимость получения для этого предварительного письменного согласия Казначейства.

ФРС включает 12 федеральных резервных банков (ФРБ), степень их независимости, по крайней мере де-юре, достаточно высокая. Акционеры каждого резервного банка несут ответственность по его индивидуальным обязательствам (но не других резервных банков)⁷. (В связи с этим напомним прецедент, когда в довоенный период ФРБ Чикаго отказался от операций, направленных на поддержку ФРБ Нью-Йорка⁸.)

Таким образом, консолидированный баланс ФРС можно считать таковым с определенными оговорками. Вместе с тем акционерами федеральных резервных банков являются региональные коммерческие банки, часто одних и тех же материнских банков, и с учетом нынешнего высокого уровня централизации и управляемости в целом подобные коллизии вряд ли возможны. Тем не менее при оценке рисков баланса ФРС эти обстоятельства следует иметь в виду.

Наконец, все чаще отмечается необходимость различать независимость денежно-кредитной политики, с одной стороны, и самой ФРС — с другой. Тем более что акционеры региональных ФРБ — это коммерческие банки с вполне конкретными коммерческими интересами и интересами своих акционеров.

В последнее время все больше внимания уделяется эффективности деятельности ФРС (см. рис. 13; справочно — рис. 14).

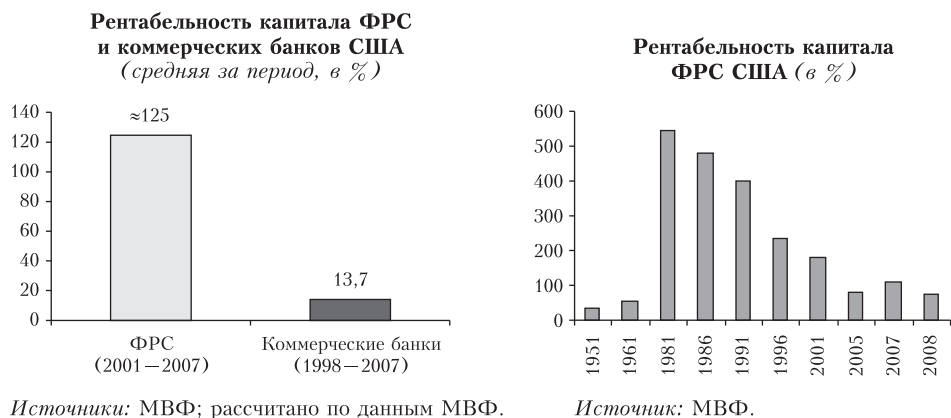


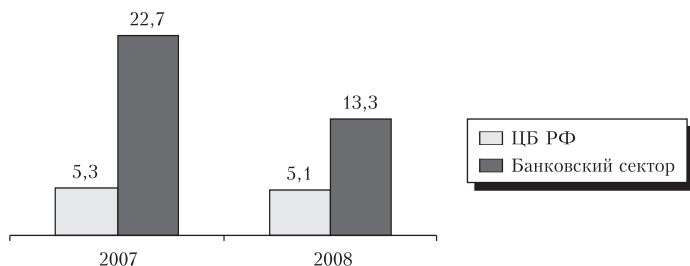
Рис. 13

Более того, сейчас в конгрессе США рассматривается законопроект, предполагающий проведение аудита ФРС. В условиях кризиса законодатели захотели получить максимально полную информацию о ее функционировании. До настоящего момента по-прежнему не аудируются такие важнейшие области деятельности

⁷ Federal Reserve Act (Dec. 23, 1913). Sec. 2, partly incorporated in 12 USC 222 and 223. As amend by act of July 7, 1958 (72 Stat. 350); March 18, 1959 (73 Stat. 12); 12 USC 502.

⁸ См.: Meltzer A. H. A History of the Federal Reserve. Vol. 1: 1913—1951. University of Chicago Press, 2003.

**Рентабельность капитала ЦБ РФ
и российского банковского сектора (в %)**



Источники: ЦБ РФ; рассчитано по данным ЦБ РФ.

Рис. 14

ФРС, как денежно-кредитные операции, в том числе кредиты через «дисконтное окно» (позволяющие осуществлять прямое кредитование участников финансового рынка), операции на открытом рынке, с иностранными правительствами и иностранными центральными банками.

Таким образом, нельзя исключить, что нынешняя кризисная ситуация может привести к серьезным системным изменениям в формировании фундаментальных основ, которые определяют степень участия центров экономической силы в функционировании современной финансовой системы⁹. Подобная «межведомственная оптимизация» и связанный с ней передел сфер влияния как на регулятивном, так и на корпоративном уровнях могут обусловить формирование иной геоэкономической и геополитической конфигурации современных процессов и механизмов.

О новых рисках доллара

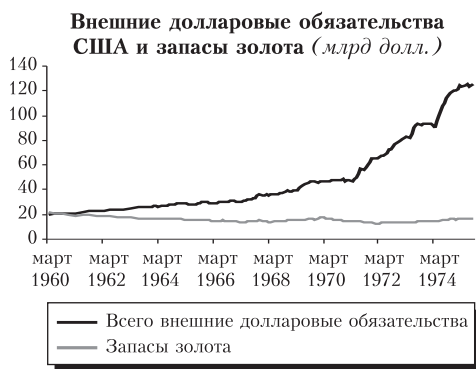
В целом валютный рынок нервозно отреагировал на принятые решения о дополнительной эмиссии ФРС, считая, что доллару будет нанесен существенный урон. По мнению международных экспертов, на «новом витке истории мы наблюдаем конец Рима на Потомаке», «наблюдается начало обрушения мировой резервной валюты»¹⁰. Доллар может войти в ту же полосу рисков, что и перед крушением Бреттон-Вудской системы в начале 1970-х годов, когда он утратил золотое обеспечение (см. рис. 15).

В условиях такой эмиссии обеспечение доллара необходимыми резервами, хотя бы для поддержания спокойствия рынков, становится очень слабым (особенно с учетом фактора внутреннего долга). Курс американской валюты в последнее время постоянно снижается (см. рис. 16).

⁹ Попытки частично перенести центр тяжести от ФРС на Казначейство (в таких важнейших вопросах, как осуществление эмиссии национальной валюты) предпринимала администрация Дж. Ф. Кеннеди.

¹⁰ Bloomberg. 2009. March 23.

Рынки были столь встревожены решениями ФРС, что это дало повод вновь заговорить о новых резервных валютах. Очевидно, адекватное замещение доллара другими валютами не может произойти быстро. Очевидно и то, что оно будет наталкиваться на мощное противодействие и на геополитическом, и на геоэкономическом уровнях (при всей своей актуальности этот вопрос даже не был включен в список обсуждавшихся на встрече «большой двадцатки» в Лондоне в апреле 2009 г.). Однако объективная потребность в этом становится все более ощутимой. В начале апреля Китай объявил о предоставлении свыше 600 млрд юаней (почти 100 млрд долл.) Аргентине, Индонезии, Малайзии, Белоруссии и Южной Корее для оплаты китайского экспорта в эти страны. При этом говорится о необходимости уменьшить опору на доллар и превратить юань в региональную резервную валюту. Об аналогичной заинтересованности не раз



Источник: ФРС США.



* Включает валютные резервы, резервную позицию в МВФ, СДР, официальные золотые резервы США. Стоимость золота рассчитана по рыночной цене.

** Включает валюту в обращении (без учета валюты в хранилищах денежных властей), резервные средства коммерческих банков на счетах в федеральных резервных банках.

*** Включает денежную базу, долг денежных властей, уменьшенный на величину казначейских обязательств, находящихся на балансе ФРС.

Источники: рассчитано по данным ФРС США, МВФ.

Рис. 15



Рис. 16

заявляла и Россия. О возможных подходах к решению данной проблемы мы писали раньше¹¹.

О прогнозах

Имея в виду системные угрозы, которые давно формировались в мире, мы в 2000 г. предупреждали, что «мировая валютная система стоит перед реальной перспективой полномасштабного валютного кризиса, и от того, насколько адекватными и согласованными будут предпринимаемые основными государствами шаги, зависит возможность смягчения форм его проявления и предотвращения разрушительных последствий для мировой экономики в целом». Тогда же мы подчеркивали, что «перспективы американского доллара и как следствие всей мировой валютной системы в целом выглядят в настоящее время весьма проблематично»¹². На такие риски стали все чаще указывать эксперты и практики. Так, П. Волкер (в прошлом глава ФРС) писал в 2003 г., что «существует 75-процентная вероятность валютного кризиса в США в течение ближайших 5 лет»¹³.

В прикладном плане многие попытки оценить перспективы развития событий на финансовом рынке не были успешными. Выступая на слушаниях в конгрессе США по проблемам кризиса, А. Гринспен признал, что на многие вещи пришлось взглянуть по-другому и переоценить их. Причем (в качестве своего рода оправдания) он указал на факт создания мощных моделей, предназначенных для предсказания подобных событий, авторы некоторых из них даже получили Нобелевские премии в области экономики. Тем не менее модели не смогли предупредить о наступлении такого масштабного кризиса. «Все интеллектуальное здание обрушилось... поскольку модели основывались на данных последних 20 лет — периода эйфории»¹⁴.

От себя зададим еще несколько вопросов: для чего нужны модели, если они не позволяют достичь поставленных перед ними целей? И каково тогда в принципе качество присвоения высших экономических наград?

Некоторые риски российской финансовой системы

В условиях мировой финансовой нестабильности антикризисным стабилизатором должны стать механизмы формирования внутренних источников финансирования, нацеленных на ослабление зависимости внутриэкономических процессов от мировой конъюнктуры. Важная

¹¹ См.: *Ершов М.* Об актуальных экономических задачах // Вопросы экономики. 2004. № 12.

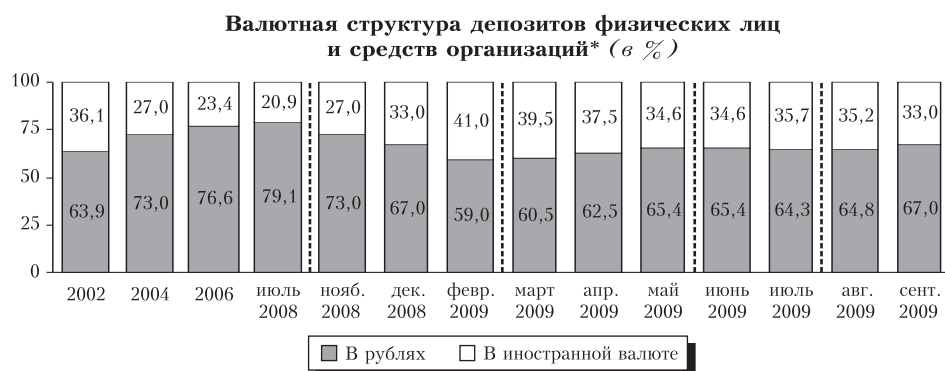
¹² См.: *Ершов М.* Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт конца 90-х). М.: Экономика, 2000. С. 40, 45.

¹³ См.: *The Economist*. 2004. Nov. 13. P. 88.

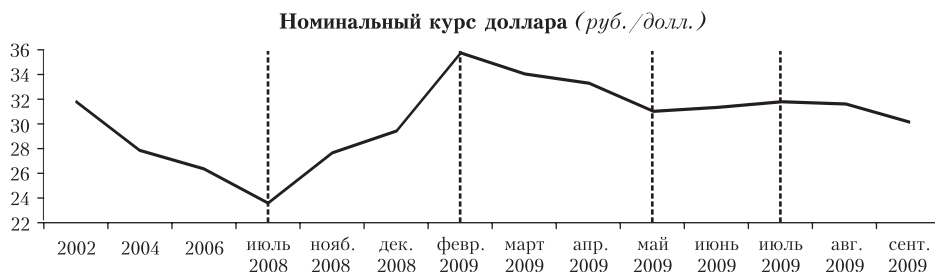
¹⁴ См.: *Greenspan A.* Statement during Committee Hearings on the Financial Crisis and the Role of Federal Regulators / US House of Representatives. 2008. Oct. 23.

роль принадлежит также политике по повышению привлекательности рубля и его удельного веса в сбережениях и инвестициях.

Проведенная в конце 2008 — начале 2009 г. девальвация рубля значительно повлияла на валютную структуру депозитов бизнеса и населения. Она существенно снизила привлекательность отечественной валюты и в течение буквально трех месяцев фактически вернула ситуацию на несколько лет назад (см. рис. 17). Отметим тесную взаимосвязь динамики обменного курса и валютных предпочтений (как только рубль дорожал, увеличивались рублевые депозиты, и наоборот), что важно учитывать при проведении курсовой политики.



* Средства организаций включают средства на депозитах, расчетных и пр. счетах.



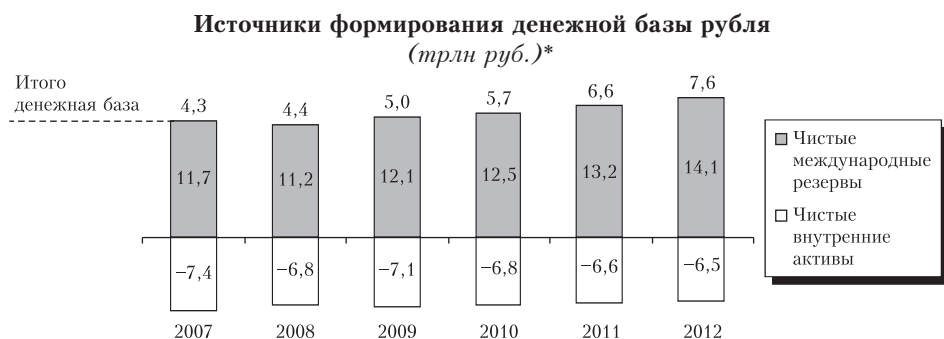
Источники: ЦБ РФ; рассчитано по данным ЦБ РФ.

Рис. 17

Другой важный элемент развития финансовой системы — механизмы формирования денежного предложения. В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг.», пересмотренных в условиях кризиса и принятых в окончательной редакции в конце прошлого года, фактически впервые за много лет при формировании денежного предложения основной упор был сделан на рост внутренних источников (чистых внутренних активов) при уменьшении роли внешних факторов. Предполагалось, что это позволит «более эффективно использовать процентные инструменты денежно-кредитного регулирования, сделать действенным процентный канал трансмиссионного механизма», а также «за счет уменьшения присутствия

Банка России в операциях на валютном рынке повысить гибкость курсовой политики, осуществить постепенный переход к режиму свободно плавающего валютного курса»¹⁵.

Однако денежная программа на 2010 г. разработана исходя из предположения о росте чистых международных резервов как основного источника увеличения денежной базы. Это фактически означает отказ от объявленных ЦБ РФ годом ранее подходов, принятых в условиях противодействия кризису и предполагавших в качестве основных *внутренние* источники монетизации. Теперь на первый план вновь (как и раньше) выходят внешние источники формирования денежной базы (см. рис. 18).



* 2009 г. — оценка ЦБ РФ; 2010–2012 гг. — прогноз ЦБ РФ, основной (второй) вариант денежной программы от 2009 г.

Источники: построено по: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг.; Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 г. и период 2011 и 2012 гг. / ЦБ РФ.

Рис. 18

Но вряд ли следует отказываться от целей, которые были обозначены выше (в документе от 2008 г.). И каковы при этом пути решения системных структурных задач, которые стоят перед экономикой? Внешний канал монетизации связан с рисками по привлечению ресурсов (или невозможностью такого привлечения, как это имело место в острой фазе кризиса). Кроме того, указанные подходы ведут к консервации экспортно-сырьевой модели развития российской экономики, отход от которой признан важной системной задачей¹⁶. При этом поступление финансовых ресурсов в неэкспортные отрасли уменьшится, трансмиссионные механизмы не смогут эффективно обеспечить межотраслевой переток ресурсов, а процентные ставки — адекватно отражать стоимость ресурсов для экономики¹⁷.

¹⁵ См.: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 г. и период 2010 и 2011 гг. / ЦБ РФ. С. 27.

¹⁶ Сырьевой экспортер, продавая валютную выручку и получая дополнительные рубли, фактически формирует спрос для остальной экономики, которая начинает все больше обслуживать интересы данного сектора, расширяя его позиции и в экспорте, и в ВВП, что мы и наблюдали многие годы.

¹⁷ На эти и иные недостатки подобных подходов мы неоднократно указывали раньше. Например, см.: Ершов М. Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. 2006. № 12.

Политика накопления золотовалютных резервов позволяет создать некий запас прочности для экономики, что подтвердили кризисные события. Однако это не означает, что следует переходить к использованию механизма «валютного правления» — *currency board* (если не буквально, то близко по смыслу), когда вся ликвидность образуется только на основе притока валюты, а центральный банк фактически отказывается от своей главной функции — первичного источника денежных ресурсов, которые одинаково доступны для экспортных и неэкспортных отраслей. Экспортная выручка и внешние займы все равно будут притекать в экономику. Но их роль в формировании денежной базы должна быть сбалансирована внутренними механизмами создания ресурсов с учетом потребностей экономических участников, в первую очередь неэкспортных отраслей. Без их развития вряд ли можно осуществить реальную диверсификацию экономики, уйти от ее сырьевой ориентации.

Сырьевые поставки, конечно, нужны для мировой экономики. И коль скоро нет эффективных альтернатив, Россия вынуждена выступать в качестве такого поставщика. Но следует ли считать такую функцию достаточной и позволит ли она обеспечить России долгосрочную системную роль в мире? И что будет с российской экономикой, когда ее запасы невозобновляемых природных ресурсов существенно уменьшатся?

Денежная программа на 2010–2012 гг. предполагает некоторое сохранение валового кредита банкам (при постоянном снижении его объемов). В то же время наибольшее сокращение, как планируется, затронет «чистый кредит расширенному правительству». Это будет означать дополнительное изъятие средств из экономики и, как и раньше, сделает необходимым привлечение средств из внешних источников со всеми вытекающими рисками (см. табл.).

Т а б л и ц а

Показатели денежной программы на 2009–2011 гг.
(на конец периода, трлн руб.)*

	2009	2010	2011
Денежная база (узкое определение)	5,0	5,7	6,6
Чистые международные резервы	12,1	12,5	13,2
Чистые внутренние активы	-7,1	-6,8	-6,6
в том числе:			
чистый кредит расширенному правительству	-4,9	-3,1	-2,3
чистый кредит банкам	0,2	-1,1	-1,4

* 2009 г. — оценка ЦБ РФ; 2010–2011 гг. — прогноз ЦБ РФ, основной (второй) вариант денежной программы от 2009 г.

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 г. и период 2011 и 2012 гг. / ЦБ РФ.

При сохранении положительного сальдо платежного баланса (что весьма вероятно при ценах на нефть на относительно высоком уровне) внешняя монетизация, хотя она и важна, не должна быть основным источником денежных ресурсов в экономике. Если задачи по совершенствованию ее структуры, уменьшению внешних рисков остаются актуальными, то необходимо тщательно оценить возможность смешанного подхода, при котором на первый план выходит задача обеспе-

чения ресурсами отраслей внутренней экономики при одновременном сохранении оптимального уровня валютного курса¹⁸.

* * *

Применение антикризисных и иных текущих мер не должно заслонять «системный горизонт» подходов к решению имеющихся проблем. Регуляторы и участники рынка должны четко представлять (насколько это вообще возможно в нынешней очень динамичной среде), какой будет посткризисная экономика, каковы конкретные пути выхода из кризиса, сколь серьезными могут быть новые риски¹⁹.

При всей кажущейся позитивной динамике наблюдаемых процессов к концу 2009 г. (и в мире, и в России) надо помнить, что первопричины нынешнего кризиса (накопленный масштаб долгов, состояние на рынке ипотеки, низкий уровень сбережений и т. д.) никуда не исчезли. Отмечаемый рост на фондовом рынке может быть лишь временной тенденцией, за которой может последовать второй, еще более глубокий провал рынка (как не раз бывало в прошлом). Дополнительная мировая ликвидность будет искать сферы для своего приложения, одновременно усиливая трансграничный переток капиталов и связанные с этим риски (отток ресурсов, влияние «горячих» денег и т. д.). Потенциально риски доллара достаточно высоки и могут стать существенным фактором глобальной дестабилизации, а рост цен на золото и другие металлы отражает неуверенность инвесторов и поиск ими безопасных сфер вложений. Регионализация рынков, протекционизм, недостаточная координация подходов — все эти риски в кризисной среде только усиливаются.

Наконец, в фундаментальном плане сохранение структурных перекосов в экономиках (в частности российской) будет тормозить экономическое развитие и не позволит сформировать необходимые стабилизаторы, востребованные в случае возникновения новой турбулентности на рынках. Национальным регуляторам, национальному бизнесу и миру в целом еще многое предстоит сделать.

¹⁸ При таком подходе валютная выручка, например, может не покупаться регулятором в полном объеме, а оставаться на валютном рынке (что будет способствовать, с одной стороны, удорожанию рубля, а с другой — неполному формированию денежного предложения на валютной основе). Для нейтрализации этих последствий меньшую (чем планировалось) монетизацию можно компенсировать пополнением ресурсов через внутренние каналы на основе комплексного использования механизмов рефинансирования, валового кредита банкам, бюджетных каналов монетизации и т. д. Дополнительная ликвидность, поступившая по указанным каналам, может содействовать более равномерному распределению ресурсов среди экспортных и неэкспортных отраслей и корректировке курсовой динамики (поскольку эта ликвидность может отчасти вернуться на валютный рынок, оказывая давление на подорожавший рубль в сторону его обесценения). Для аккумуляции части валютной выручки можно использовать валютные инструменты Минфина или ЦБ (с достаточным уровнем доходности). При этом следовало бы оценить целесообразность последующей прямой продажи этой валюты Минфином (если она куплена на его инструменты) Центральному банку по курсу, который сложился на рынке на момент операции (что, во-первых, восполняло бы рублевую ликвидность на рынке и, во-вторых, не оказывало бы прямого влияния на курс).

¹⁹ О возможных мерах мы уже говорили на страницах журнала. См.: *Ершов М.* Кризис 2008 года: «момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России // Вопросы экономики. 2008. № 12; *Ершов М.* Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности? // Вопросы экономики. 2007. № 12.